



ASSOGESTIONI

associazione del risparmio gestito

Roma, 4 dicembre 2019

Spett.le
CONSOB
Divisione Strategie
Regolamentari
Ufficio VII
Via G.B. Martini, 3
00198 Roma

Prot. n. 263/19

Oggetto: Risposta alla consultazione pubblica concernente le 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 2*)

Nel rispondere all'invito di codesta spettabile Commissione a formulare commenti sul documento di consultazione in oggetto, questa Associazione intende anzitutto ringraziare per l'opportunità offerta di inviare osservazioni alle 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 linea con il decreto legislativo n. 49/2019 di recepimento della Direttiva (UE) 2017/828 (SRD II).

Riteniamo quest'occasione utile altresì per evidenziare alcune osservazioni e commenti alle disposizioni che afferiscono alla trasparenza dei gestori degli attivi, specifico campo di interesse delle società di gestione del risparmio, anche al fine di segnalare l'opportunità di apportare chiarimenti applicativi in un'ottica di ragionevole affinamento della disciplina in vista dell'entrata in vigore della stessa, prevista per il prossimo 10 giugno.

Sia consentito, in via generale, sottolineare positivamente l'equilibrio complessivo degli interventi regolamentari proposti che, ben lungi dal cadere nel rischio di *goldplating*, vanno nella direzione di mantenere la flessibilità già prevista dalla regolamentazione esistente e preservare la consolidata applicazione da parte degli operatori, cogliendo al tempo stesso l'occasione, anche alla luce del fatto che la SRD II si definisce una direttiva di armonizzazione minima (Considerando 55), per



introdurre ulteriori interventi sulla scorta dell'esperienza applicativa e delle specificità del mercato italiano.

MODIFICHE ALLA DISCIPLINA IN MATERIA DI OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE

In primo luogo, con riguardo alle modifiche alla disciplina delle operazioni con parti correlate, nella consapevolezza della primaria rilevanza di tale disciplina nel contesto italiano (di proprietà concentrata), l'Assogestioni accoglie positivamente la modifica proposta volta ad applicare la **definizione** di parte correlata contenuta nei principi contabili internazionali nella versione vigente, ossia lo IAS 24 (Informativa di bilancio sulle operazioni con parti correlate) da ultimo revisionato nel 2010, da cui verosimilmente deriverà un ampliamento del perimetro. Risulta apprezzabile che codesta Commissione colga l'occasione - come esplicitato nel documento in consultazione - per fornire chiarimenti su alcuni aspetti applicativi delle definizioni la cui interpretazione del mercato si è rivelata talvolta critica negli anni di applicazione del Regolamento OPC.

Per quanto concerne le modifiche relative agli obblighi informativi e procedurali, ribadiamo innanzi tutto la valutazione positiva circa la previsione contenuta nel d.lgs. 49/2019 che consente alla Consob di individuare regole procedurali e di trasparenza proporzionate rispetto alla rilevanza e alle caratteristiche delle operazioni, alle dimensioni e alla tipologia di società nonché definisca i casi di astensione degli amministratori e degli azionisti che siano parti correlate ovvero misure di salvaguardia nel caso questi partecipino alla votazione.

Più in particolare, in materia di **disciplina della trasparenza**, concordiamo con la proposta di codesta Commissione di mantenere invariate le disposizioni attuali già previste per le operazioni di maggiore rilevanza e di mantenere il riferimento all'esercizio - non introducendo quindi il meccanismo di *rolling* - per il calcolo del cumulo delle operazioni. Sulla **disciplina procedurale** riteniamo utile fornire di seguito alcuni commenti agli adattamenti alle norme procedurali proposti, volti a introdurre nel nostro ordinamento la riserva di approvazione delle operazioni rilevanti da parte dell'assemblea o dell'organo di amministrazione con procedure che impediscano alla parte correlata di trarre vantaggi e che tutelano gli interessi della società nonché l'istituto dell'astensione dell'amministratore o del socio eventualmente coinvolto nell'operazione:

- Astensione degli amministratori: per quanto concerne la definizione di "amministratori coinvolti nell'operazione", propedeutica all'applicazione dell'istituto dell'astensione, anche alla luce della posizione già espressa in occasione della seconda consultazione al Regolamento OPC¹ con riguardo alla definizione di "parti correlate", riterremo opportuno cumulare l'opzione

¹ Risposta Assogestioni (Prot. 543/09 - 3 novembre 2009) alla Seconda consultazione della Consob circa la disciplina regolamentare di attuazione dell'art. 2391-bis del Codice civile in materia di operazioni con parti correlate del 3 agosto 2009



regolatoria n. 3, proposta da codesta Autorità nel documento di consultazione, con l'opzione regolatoria n. 4. Tale cumulo permetterebbe di cogliere infatti tutte le ipotesi di conflitto di interessi (in particolare per conto terzi) che non sarebbero invece ricomprese con riferimento esclusivo alla nozione di parte correlata. Alla luce dell'agevole identificazione dell'interesse in conflitto (stanti gli obblighi di dichiarazione ex art. 2391 cc), la soluzione prospettata non sembrerebbe comportare controindicazioni insormontabili sul piano pratico – come testimoniato per altro dalla disciplina già a oggi prevista in ambito bancario. Vale la pena tuttavia di valutare attentamente i rischi di una eventuale deresponsabilizzazione e di problemi nel raggiungimento dei quorum deliberativi connessi all'astensione di più di un componente;

- Regime agevolato per società di minori dimensioni, di recente quotazione e con azioni diffuse: nel valutare positivamente la decisione di adeguare detto regime alla previsione della SRD II riguardante la riserva di competenza in capo all'organo amministrativo a deliberare sull'operazione di maggiore rilevanza, in linea anche con le indicazioni contenute nel Codice di autodisciplina, ribadiamo la raccomandazione, espressa in occasione della seconda consultazione al Regolamento OPC, che il regolatore effettui controlli periodici accurati per ridurre eventuali distorsioni dell'incentivo offerto mediante il procedimento semplificato. Sembra, tra l'altro, ispirarsi alla medesima *ratio* la previsione del regime transitorio ridotto per questa ipotesi.
- Mantenimento delle norme relative al *whitewash*: in merito l'Associazione non ravvede particolari criticità, salvo cogliere l'occasione per suggerire nuovamente, conformemente alla risposta alla seconda consultazione sul Regolamento OPC, di valutare l'opportunità di allineare il *quorum* a quello richiesto per la presentazione di liste di minoranza in ciascuna società, considerando che, se sufficientemente elevato, il *quorum* per l'attivazione della procedura di *whitewash* rende impossibile che gli azionisti non correlati raggiungano in assemblea la quota minima richiesta.

Con riferimento ai **casi di esenzione**, sia quelli previsti dalla SRD II, per cui è rimessa agli Stati membri la scelta sull'opportunità o meno di prevederli, sia a quelli ulteriori contenuti nella disciplina vigente, che codesta Commissione propone di mantenere, l'Assogestioni concorda con la proposta presentata, valutando positivamente sia la scelta di mantenere i primi, in quanto in larga misura in linea con il Regolamento OPC vigente, adattandoli alle indicazioni contenute nella Direttiva, sia la scelta di mantenere i secondi in ragione dell'esperienza positiva di questi anni di applicazione. Con specifico riferimento all'adeguamento alla SRD II per quanto concerne la procedura interna per la valutazione periodica del rispetto delle condizioni per l'applicazione dell'esenzione per operazioni ordinarie e a condizioni di mercato, che non preveda la partecipazione delle parti correlate, riteniamo adeguata la cadenza annuale *ex post*. In merito, inoltre, all'estensione della verifica a tutti i casi di esenzione, e quindi anche per le operazioni di minore rilevanza, non solo comprendiamo la modifica, ispirata dall'esperienza applicativa che ha evidenziato i rischi connessi a un'errata classificazione delle operazioni come



rientranti nei casi di esenzione, ma ci preme precisare altresì come tale previsione sia viepiù necessaria per consentire al comitato composto di amministratori indipendenti di rendersi conto del complesso delle operazioni con parti correlate poste in essere nell'anno di riferimento, dato che sono coinvolti nell'approvazione di una parte soltanto e considerato che la sommatoria delle operazioni di minore rilevanza potrebbe modificare il quadro ritenuto ragionevole *ex ante*. Consideriamo altresì proporzionale l'ulteriore presidio della verifica preventiva nel caso di operazioni di maggiore rilevanza, posto che sembrerebbe utile in questo caso, ai fini di uno snellimento del processo (in linea con lo spirito della disposizione), prescrivere che tale verifica possa essere effettuata dalla società, prevedendo la contestuale informativa agli amministratori o consiglieri indipendenti. In merito agli ulteriori casi di esenzione, con specifico riguardo alle operazioni in caso di urgenza, sia di competenza dell'organo amministrativo sia, limitatamente a situazioni di crisi aziendale, di competenza dell'assemblea, concordiamo con la scelta di mantenerla prevedendo comunque che le operazioni di maggiore rilevanza debbano essere approvate dal consiglio di amministrazione.

Infine, reputiamo positiva la scelta di cogliere l'occasione per introdurre **ulteriori interventi** manifestatisi necessari alla luce dell'esperienza applicativa di questi anni e volti a una più chiara e coerente applicazione della disciplina. In particolare, sosteniamo la proposta di introduzione di una presunzione relativa di maggiore rilevanza laddove non sia determinabile il controvalore massimo dell'operazione salvo ciò risulti manifestamente ingiustificato in ragione di specifiche circostanze, purché la valutazione sia svolta dagli amministratori indipendenti che esprimono pareri sulle operazioni e riportato nei verbali, nonché, con riguardo all'esenzione per operazioni (di minore rilevanza e) di importo esiguo, prevedere la fissazione obbligatoria delle soglie di esiguità, differenziate tenendo conto almeno della natura della controparte. Particolare utilità riveste, inoltre, l'adattamento della disposizione concernente la comunicazione al pubblico di operazioni con parti correlate alla necessità, emersa in base alla prassi applicativa, di specificare che l'informativa, a prescindere dalla sua *price sensitivity*, includa gli elementi essenziali dell'operazione.

Un particolare plauso meritano i **chiarimenti sulle norme procedurali** e modifiche derivanti dalla prassi applicativa volti a chiarire meglio e garantire il ruolo del comitato di amministratori indipendenti. In particolare, merita rilevare l'importanza del chiarimento, con riferimento all'approvazione dei termini essenziali dell'operazione, per cui il parere degli amministratori indipendenti debba essere fornito anche prima della eventuale definizione con la controparte dei termini essenziali dell'operazione. Ciò per non vanificare la possibilità che gli amministratori indipendenti che esprimono il parere possano incidere positivamente sull'andamento e sull'esito finale dell'operazione. Invece, con riguardo all'intervento per specificare che il coinvolgimento degli amministratori indipendenti, per le operazioni di maggiore rilevanza, già dalla fase iniziale delle trattative, esso ha evidentemente la funzione di affermare con maggior chiarezza un concetto, già espresso nel Reg OPC, al fine di fugare ogni dubbio circa la necessità che il suddetto



comitato debba essere coinvolto già dalle fasi iniziali delle negoziazioni, non ritenendo pertanto ricadere in tale ambito fattispecie quali *market sounding* ovvero contatti preliminari. In tale luce, appare evidente come la modifica non costituisca un aggravio procedurale ovvero un esempio di *goldplating*, bensì un mero chiarimento circa la portata applicativa dell'obbligo già previsto dalla normativa. Parimenti, consideriamo positivamente le modifiche volte a definire meglio il ruolo del comitato nell'ambito delle operazioni poste in essere con la società o ente che esercita direzione e coordinamento, così come la specifica relativa alla verifica preventiva, da parte del comitato degli amministratori indipendenti, dell'indipendenza degli esperti dei quali ritiene di avvalersi nonché alla necessità che le *opinion* di cui si sia eventualmente avvalso l'organo di amministrazione per valutare l'interesse della società al compimento dell'operazione e la convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni siano pubblicate in allegato al documento informativo qualora siano espresse da esperti indipendenti.

Va da sé, infine, l'opportunità di regimi transitori adeguati alle modifiche apportate, soprattutto con riguardo a quelle che richiedono adeguamenti della struttura di governance o delle procedure da parte delle società.

Da ultimo, sia consentita l'occasione dell'introduzione di ulteriori interventi per sollevare ancora una volta la richiesta – già peraltro illustrata nella risposta alla seconda consultazione al Regolamento OPC – di valutare l'opportunità di attribuire un ruolo determinante agli amministratori indipendenti eletti dalle minoranze e, in particolare, di attribuire la presidenza del comitato degli amministratori indipendenti al componente nominato dalle minoranze (laddove presente), onde evitare il rischio che, pur in presenza di amministratori indipendenti eletti dalle minoranze, questi ultimi non siano coinvolti nelle operazioni – quelle con parti correlate appunto – che meglio potrebbero presidiare².

MODIFICHE ALLA DISCIPLINA IN MATERIA DI TRASPARENZA DELLE REMUNERAZIONI

Dalla SRD II e dalla conseguente normativa di recepimento deriva la necessità di aggiornare alcune disposizioni riguardanti la *disclosure* della politica di remunerazione e della relazione sui compensi corrisposti contenuti nel Regolamento Emittenti, anche alla luce dell'introduzione, da parte del d.lgs. 49/2019, del voto vincolante sulla prima sezione della politica di remunerazione.

² Considerate, infatti, le norme per a composizione dei comitati endoconsiliari dettate dal Codice di autodisciplina, che attribuiscono allo stesso consiglio di amministrazione il compito di istituire detti comitati, mediante deliberazione nella quale sono contestualmente stabiliti i compiti di ciascun comitato, non si può escludere che un consiglio di amministrazione nomini i componenti del comitato per le operazioni con parti correlate scegliendo una maggioranza di indipendenti tra gli amministratori non esecutivi ma con l'esclusione di tutti gli amministratori indipendenti eletti dalle minoranze.



In merito al **regime di pubblicità della relazione prevista dall'art. 123-ter del TUF**, l'Associazione concorda evidentemente con la scelta di introdurre il divieto di pubblicazione delle "particolari categorie di dati personali" indicate dalla SRD II o afferenti alla sfera familiare degli individui, nel rispetto della Regolamentazione sulla *General Data Protection*, e di allineare a 10 anni il limite temporale di pubblicazione dei dati, fatta salva la possibilità per le società di disporre la pubblicazione per periodi più lunghi prevedendo adeguate misure per non consentire più al pubblico accesso ai dati personali riportati nella relazione sui compensi corrisposti decorsi i 10 anni.

In materia di **trasparenza e caratteristiche della politica in materia di remunerazione**, tra gli adattamenti alla SRD II introdotti preme sottolineare l'importanza dell'ampliamento dell'insieme dei destinatari della politica di remunerazione per ricomprendere anche gli organi di controllo, tenendo conto delle previsioni contenute nell'autodisciplina e, quindi, limitando tale informativa a informazioni generali su eventuali criteri di determinazione del compenso e sugli eventuali approfondimenti sulla quantificazione dell'impegno richiesto per lo svolgimento dell'incarico che l'organo uscente abbia svolto in vista della formulazione di proposte all'assemblea in materia di compenso. Riteniamo altresì positiva la proposta di introdurre, tra le prescrizioni riguardanti il contenuto della politica in materia di remunerazioni: i) finalità della politica e determinazione della stessa; ii) contenuti della politica con la specifica che per la parte variabile vanno stabiliti criteri di *performance* chiari, esaustivi e differenziati, basati su obiettivi di *performance* finanziari e non finanziari, se del caso tenendo conto di criteri relativi alla responsabilità sociale d'impresa; sul punto, in particolare, sottolineiamo l'importanza di aver introdotto un legame tra la parte variabile delle remunerazioni e obiettivi di performance anche non finanziari, in linea con il *trend* europeo di crescente impegno nell'integrazione dei criteri ESG in tutti i processi; iii) individuazione degli elementi della politica ai quali, in presenza di circostanze eccezionali, è possibile derogare e le condizioni procedurali per l'applicazione della delega.

Per quel che concerne la **trasparenza dei compensi corrisposti (Sezione II)**, nelle more dell'adozione da parte della Commissione europea delle relative linee guida non vincolanti per il contenuto del *remuneration report*, concordiamo con l'approccio proposto, ossia di allineare il contenuto alle informazioni aggiuntive previste dalla SRD II e di apportare ulteriori affinamenti richiesti dall'evoluzione delle prassi di mercato, tra i quali si segnalano come particolarmente utili: i) quello relativo alla maggiore chiarezza e trasparenza delle buonuscite, in linea con l'autoregolamentazione; ii) la previsione dell'indicazione degli obiettivi di *performance*, di natura finanziaria e non finanziaria, raggiunti in confronto con quelli previsti *ex ante*, in grado di assicurare al mercato maggiore *accountability* circa l'applicazione *ex post*.



TRASPARENZA DEI GESTORI DEGLI ATTIVI E DEI CONSULENTI IN MATERIA DI VOTO

In primo luogo, si intende fornire alcuni commenti in relazione alle proposte di modifica del Regolamento emittenti per quanto concerne la definizione di “*termini e modalità*” di pubblicazione e comunicazione delle informazioni che i gestori di attivi devono osservare, che codesta Commissione ha formulato nell’esercizio del potere regolamentare riservatole dalla normativa primaria³.

In secondo luogo, come anticipato brevemente nelle premesse, riteniamo possa essere altresì utile fornire in questa sede ulteriori suggerimenti che esulano dall’ambito espresso della delega, ma che potrebbero essere tenuti in considerazione per valutare di apportare ulteriori interventi di chiarimento della disciplina introdotta a livello legislativo, in un’ottica di ragionevole e preventivo affinamento.

1. Termini e modalità di pubblicazione e comunicazione dei flussi informativi dei gestori di attivi

Per quanto concerne l’individuazione delle modalità operative degli obblighi di trasparenza posti in capo ai gestori a seguito del recepimento della SRD II all’interno del TUF⁴, l’Associazione conviene con le proposte di codesta Commissione.

In particolare, per quanto concerne gli obblighi informativi prescritti circa la **politica di engagement**, vengono valutate positivamente sia le modalità di pubblicazione delle informazioni prospettate⁵ sia le – differenziate – tempistiche degli obblighi di *disclosure*⁶.

Per quanto riguarda le **comunicazioni dei gestori di attivi nei confronti degli investitori istituzionali**, particolarmente apprezzata è la scelta di consentire l’adempimento di tale obbligo informativo mediante l’utilizzo di veicoli documentali già esistenti⁷, ovvero i) il rendiconto periodico (nel caso di gestione individuale) e ii) la relazione annuale del fondo (nel caso di gestione collettiva). Tale previsione, ricognitiva di quanto già disposto nel TUF⁸, contribuisce a mitigare notevolmente l’impatto della regolamentazione in termini di costi e oneri per l’adeguamento alla disciplina da emanarsi. Viene inoltre apprezzata la possibilità alternativa per i

³ Cfr. art. 124-*novies* TUF

⁴ Cfr. artt. 124-*quinquies* e 124-*septies* TUF

⁵ *i.e.* in via principale, attraverso il sito internet e, secondariamente, mediante ulteriori mezzi *online* o piattaforme dedicate, secondo modalità che ne assicurino l’agevole individuazione e l’accessibilità gratuita (cfr. art 143-*sexies* RE, in consultazione)

⁶ *i.e.* per quanto riguarda la pubblicazione della politica di impegno e le eventuali modifiche, entro 15 giorni dall’adozione; per quanto riguarda le modalità di attuazione della politica, entro il 28 febbraio dell’anno successivo a quello cui fanno riferimento (cfr. art 143-*sexies* RE, in consultazione)

⁷ Cfr. art. 143-*septies* RE, in consultazione

⁸ Cfr. art. 124-*septies*, co. 4, TUF



gestori collettivi di adempiere all'obbligo informativo mediante una comunicazione ai partecipanti, distinta e contestuale alla messa a disposizione della relazione annuale.

2. Ulteriori interventi che si ritengono funzionali ad una più chiara ed efficace applicazione della disciplina di recepimento della SRD II

a. “Accordi di gestione” e obblighi di trasparenza dei gestori di attivi nei confronti degli investitori istituzionali

La lettera dell'art. 124-*septies* TUF⁹ evidenzia come gli obblighi di comunicazione ivi previsti a carico dei gestori di attivi prevedono come destinatari gli investitori istituzionali con cui i gestori hanno concluso accordi di gestione, su base individuale ovvero su base collettiva¹⁰. Da ciò discende come tali obblighi siano imposti sui gestori con riferimento a due distinte tipologie di attività (e quindi di accordi di gestione): su base individuale, da un lato, e su base collettiva, dall'altro.

Per quanto riguarda la prima tipologia, comprendiamo come debbano ricondursi nell'alveo applicativo della disciplina le fattispecie relative ai c.d. mandati di gestione, dove tra investitore istituzionale e soggetto cui è affidata la gestione degli attivi viene effettivamente negoziato e stipulato uno specifico accordo su base individuale, il quale (a esito dell'implementazione della normativa di recepimento della SRD II) verrà ragionevolmente aggiornato nel proprio contenuto ai fini di ricomprendere gli obblighi di trasparenza e reportistica derivanti dall'applicazione disciplina in analisi.

L'attività di gestione su base collettiva fa invece riferimento alla sottoscrizione, da parte di investitori istituzionali, di quote di fondi gestite da gestori di attivi sulla base di quanto indicato nel regolamento dei fondi. In merito a tale fattispecie, la prassi ha evidenziato tuttavia la sussistenza di due diverse “modalità” di sottoscrizione. La prima avviene sulla base di un'effettiva interlocuzione tra investitori e gestori, nella quale il soggetto che sottoscrive le quote del fondo rende manifesto al gestore le proprie prerogative (e quindi, nel caso, la propria qualità di “investitore istituzionale”). Nella seconda, invece, vi ricadono le sottoscrizioni “in forma anonima”, ovvero i casi in cui la sottoscrizione avviene senza che il gestore sia messo a conoscenza delle caratteristiche relative al soggetto che sottoscrive le quote.

Alla luce delle difficoltà che potrebbero scaturire a livello pratico-applicativo, pare opportuno richiedere a codesta Autorità di specificare che, in relazione a tale seconda fattispecie, sussista l'obbligo in capo all'investitore istituzionale che sottoscriva quote di fondi di comunicare al gestore, anche attraverso tutta la catena

⁹ Cfr. art 124-*septies* TUF

¹⁰ Cfr art. 124-*sexies* TUF, cui l'art. 124-*septies* TUF rimanda con riferimento agli accordi



distributiva, i propri dati identificativi ed in generale tutte le informazioni necessarie dimodoché il gestore di attivi possa essere messo in condizione di adempiere agli obblighi ex. art 124-*septies*.

b. Comply or explain?

Differentemente dall'art. 124-*quinquies* TUF, il quale individua gli obblighi informativi dei gestori nei confronti del pubblico in generale, l'art. 124-*septies*, come evidenziato al punto precedente, concerne gli obblighi di trasparenza dei gestori aventi un bacino di destinatari circoscritto e limitato, ovvero gli investitori istituzionali con cui i gestori di attivi hanno concluso accordi di gestione. A tali differenti categorie di destinatari sembra corrispondere un differente "regime" informativo: mentre per quanto riguarda la politica di impegno viene espressamente prevista l'applicazione del principio *comply or explain*¹¹, per quanto concerne le comunicazioni agli investitori istituzionali la lettera della norma non offre alcun riferimento a tale principio¹².

A quanto descritto, si aggiunge la considerazione contenuta all'interno del *Considerandum 20* della SRD II, secondo la quale è "essenziale stabilire una serie di requisiti legali minimi che consentano agli investitori istituzionali di minori dimensioni e meno sofisticati di valutare adeguatamente e chiamare a rispondere il gestore di attivi"¹³. Secondo il legislatore europeo, tali investitori istituzionali, diversamente da quelli di maggiori dimensioni, non avrebbero il potere contrattuale di richiedere una relazione dettagliata al gestore di attivi e andrebbero perciò tutelati imponendo obblighi *ex lege*.

Alla luce della prossima entrata in vigore della normativa di recepimento della SRDII, parrebbe opportuno chiarificare se la ricostruzione effettuata sia corretta e condivisa da codesta Commissione. In particolare, gioverebbe chiarire se quindi gli obblighi informativi ex art. 124-*septies* siano sottratti all'applicazione del principio *comply or explain* e pertanto restino validi anche con riferimento a fattispecie dove alcuni degli elementi specificamente elencati dalla norma¹⁴ non siano stati oggetto di accordo tra gestori e investitori istituzionali.

c. "Investimento azionario" e comunicazioni sulla rotazione del portafoglio e sui relativi costi

¹¹ Cfr art 124-*quinquies*, co. 3 TUF

¹² Per altro andando ad individuare un regime in parte differente rispetto alle prescrizioni rivolte agli investitori istituzionali (cfr. art 124-*sexies* co. 3 TUF), le quali prevedono che, qualora l'accordo tra gestore e investitore istituzionale non preveda alcuni degli elementi di cui occorre fornire informazioni al pubblico, l'investitore debba illustrare le ragioni di tale scelta.

¹³ Cfr *Considerandum* n. 20 alla SRD II

¹⁴ Cfr. art 124-*septies*, co. 2 TUF



Tra gli elementi da comprendersi nell'informativa periodica che i gestori devono offrire agli investitori istituzionali con cui hanno concluso accordi è prevista esplicitamente la comunicazione della relazione sul *turnover* del portafoglio e sui relativi costi¹⁵. Sulla scorta dell'impostazione tratteggiata nel paragrafo precedente (*i.e.* trattandosi di obblighi informativi vincolanti *tout court*, senza possibilità di applicare il principio *comply or explain*) si vuole di seguito evidenziare come potrebbero sorgere significative difficoltà pratico-applicative con riferimento ai fondi c.d. *multi-asset* o bilanciati.

Posto che si intendono esclusi dall'ambito di applicazione generale della disciplina in analisi gli investimenti "non azionari" (quali ad esempio quelli in fondi obbligazionari), sembrano invece doversi ricomprendere i fondi c.d. bilanciati o *multi-asset* (*i.e.* fondi che investono in un *mix* diversificato di *asset class*, comprendente non solo azioni ma anche obbligazioni, valute, ovvero, in determinati casi, investimenti alternativi), per la parte in cui investono in azioni. Ciò discende in quanto sia il testo della SRD II sia la normativa di recepimento – facendo utilizzo delle espressioni "investimento azionario"¹⁶/"impegno in qualità di azionista"¹⁷ – non contengono un esplicito sostegno letterale per ascrivere gli obblighi esclusivamente ai fondi azionari, bensì paiono ricomprendere in generale tutti gli investimenti in azioni (a prescindere dal tipo di fondo cui si riferiscono).

Pressoché nella totalità dei casi, i fondi bilanciati o *multi-asset* sono caratterizzati da un investimento in titoli azionari poco significativo rispetto alle altre *asset class*, per altro contraddistinto altresì da un elevato dinamismo (sia a livello di peso complessivo sul totale dell'investimento del fondo che di *turnover* dei titoli). Allo stato attuale, la prassi prevede inoltre una rendicontazione esclusivamente a livello aggregato del fondo (e non a livello di singolo *asset*). Alla luce di quanto illustrato, assoggettare la "porzione *equity*" dei fondi bilanciati/*multi-asset* agli stringenti obblighi di comunicazione imposti dalla SRD II risulterebbe, da un punto di vista tecnico-pratico, impossibile allo stato attuale senza prevedere alcuni accorgimenti interpretativi, in quanto diversamente sarebbe necessario individuare *ex novo* delle specifiche (nonché onerose) modalità di rendicontazione, le quali necessiterebbero altresì di un periodo molto ampio ai fini di una corretta ed efficace implementazione.

Conseguentemente, pare opportuno chiedere a codesta Autorità di prevedere come, con riferimento ai fondi bilanciati/*multi-asset*, gli obblighi di comunicazione relativi al *turnover* di portafogli e ai relativi costi possano essere adempiuti utilizzando formule e modalità di calcolo implementate nelle procedure di ciascun gestore, che prevedano di inserire al denominatore il NAV del fondo (e quindi non solamente valori relativi all'investimento in *equity*).

¹⁵ Cfr. art. 124-*septies*, co. 2 lett. a) TUF

¹⁶ Cfr. *e.g.* art. 124-*sexies*, co. 1 TUF; nonché il *Considerandum* n. 19 alla SRD II

¹⁷ Cfr. *e.g.* art. 124-*quinquies*, co. 1 TUF, nonché i *Consideranda* n. 14, 15 e 20 alla SRD II



d. Tempistiche ed entrata in vigore degli obblighi di reportistica

In conclusione, data la previsione dell'entrata in vigore della normativa di recepimento della SRDII per il prossimo 10 giugno e considerate anche le tempistiche degli obblighi di reportistica dei gestori previsti riguardo all'attuazione della politica di *engagement* nonché alle comunicazioni agli investitori istituzionali, parrebbe utile richiedere a codesta Autorità di valutare una proroga dell'entrata in vigore degli obblighi sopra evidenziati a partire dall'esercizio 2021, dimodoché il *reporting* possa essere effettuato con riguardo a un periodo corrispondente a un intero esercizio.

In subordine, sarebbe altresì opportuno chiarificare come gli obblighi di reportistica relativi all'esercizio 2020 coprono esclusivamente le attività relative al periodo successivo all'entrata in vigore della normativa (i.e. successive al 10 giugno).

Nel rimanere a disposizione per ogni ulteriore chiarimento si manifesti necessario, si inviano distinti saluti.

Il Direttore Generale



ASSOGESTIONI

associazione del risparmio gestito

Roma, 6 aprile 2020

Spett.le
CONSOB
Via G.B. Martini, n. 3
00198 Roma

Prot. n. 100/20

Inviata via posta elettronica all'indirizzo: consob@pec.consob.it

Oggetto: Nota integrativa alla risposta (del 4 dicembre 2019) alla consultazione CONSOB recante 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 2)

Assogestioni¹ ritiene opportuno fornire alcune riflessioni, alla luce degli ulteriori approfondimenti effettuati, in merito al documento concernente le 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 2) posto in consultazione da codesta Autorità lo scorso 31 ottobre.

Le osservazioni che seguono riguardano, in particolare, le nuove disposizioni relative alla Trasparenza dei gestori degli attivi e dei consulenti in materia di voto introdotte nel Testo Unico della Finanza (con specifico riferimento alle tempistiche di entrata in vigore della Sezione I-ter, Capo II, Titolo III, Parte III del TUF relativa alla Trasparenza degli investitori istituzionali, dei gestori di attivi e dei consulenti in materia di voto nonché all'ambito applicativo oggettivo e soggettivo dell'art. 124-*septies* in particolare) e rivedono parzialmente, anche alla luce dell'evolversi dell'emergenza sanitaria in corso, quanto rappresentato sul punto nella parte conclusiva della nostra risposta alla consultazione.

¹ Assogestioni, l'associazione del risparmio gestito, rappresenta tutti i principali operatori, italiani ed esteri, attivi nel nostro Paese e specializzati nella gestione di fondi comuni di investimento aperti e chiusi, fondi pensione aperti e negoziali, nonché gestioni di portafoglio, per un patrimonio complessivo che a gennaio 2020 ha superato i 2.320 miliardi di euro.



ENTRATA IN VIGORE

In primo luogo, alla luce della previsione dell'entrata in vigore della normativa di recepimento della SRD II entro il prossimo 10 giugno e considerando che i gestori di attivi potranno avere conoscenza completa dei dettagli operativi degli obblighi a loro carico ragionevolmente solo a ridosso del termine di recepimento previsto, riteniamo fondamentale una graduazione dell'entrata in vigore degli obblighi di reportistica, in modo da rendere effettivo l'avvio del monitoraggio a partire dall'esercizio 2021 e dare, quindi, *disclosure* con gli opportuni veicoli documentali alla prima data utile del 2022 (ad esempio, entro 90 giorni dalla fine dell'esercizio laddove venisse usata, in caso di gestione collettiva, la relazione annuale del fondo). Ciò, in primo luogo, al fine di poter effettuare il *reporting* con riguardo al periodo corrispondente a un intero esercizio, così da assicurare maggiore chiarezza, come abbiamo già sostenuto nella risposta alla consultazione. La graduazione nell'entrata in vigore appare altresì motivata dalla situazione venutasi a creare a seguito della pandemia da Covid-19 in corso e lascerebbe ai gestori di attivi il tempo necessario per l'adozione (o comunque per gli opportuni adeguamenti) della politica di *engagement* da cui scaturiscono gli obblighi di reportistica e per consentire loro l'adeguata implementazione dei sistemi informatici per la tracciabilità delle informazioni necessarie, operazioni rese più difficili dai potenziali limiti del lavoro da remoto e della ridotta operatività conseguente all'adozione dei *contingency plan* per assicurare la *business continuity*, nonostante le misure di contenimento adottate dal Governo in ragione del protrarsi dell'emergenza sanitaria.

INTERPRETAZIONE DELL'ARTICOLO 124-*septies* TUF

Rendicontazione

L'articolo 124-*septies* TUF, in particolare, in linea con la SRD II, pone in capo ai gestori degli attivi l'obbligo di comunicare con frequenza annuale, agli investitori istituzionali (così come definiti dalla SRD II) con cui hanno concluso gli accordi di gestione, su base individuale o collettiva, *ex art. 124-sexies*, in che modo la loro strategia d'investimento e la relativa attuazione rispettano tali accordi e contribuiscono al rendimento a medio e lungo termine degli attivi degli investitori istituzionali o dei fondi. I gestori degli attivi potranno, quindi, offrire "prodotti" (fondi comuni di investimento e gestioni patrimoniali), che potremmo definire per comodità "SRD II *compliant*", che investono in società con azioni ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato italiano o di un altro Stato membro dell'Unione europea – ossia il perimetro definito nell'art. 124-*quater*, comma 2 – con riguardo ai quali, oltre alla rendicontazione abituale destinata al pubblico, avranno l'obbligo di rendicontare, con destinatari gli investitori istituzionali, anche i profili specifici di cui all'art. 124-*septies*.

In merito a tale rendicontazione, nella nostra risposta alla consultazione avevamo espresso la preoccupazione che i gestori degli attivi potessero incorrere in



significative difficoltà pratico-applicative con riferimento ai fondi c.d. *multi-asset* o bilanciati. Tale potenziale criticità derivava dall'assunto per cui si intendesse incluso nell'ambito di applicazione qualsiasi investimento in azioni, a prescindere dalla rilevanza dello stesso e dalla tipologia di fondo, quindi non solo per i fondi che investono principalmente in titoli azionari rientranti nell'ambito di applicazione, quali i fondi cd. Azionari esposti sui mercati UE per almeno il 70% dell'attivo del fondo/comparto, ma anche per quei fondi in cui l'investimento in azioni non è rilevante o è residuale, e che dovesse esserne rendicontata separatamente la sola parte azionaria. L'obbligo di rendicontazione separata di tutte le parti *equity* degli investimenti sembrava, a nostro avviso, discendere sia dal testo della SRD II sia dalla normativa di recepimento - laddove fanno ripetuto utilizzo delle espressioni "investimento azionario"²/"impegno in qualità di azionista"³ paiono così ricomprendere in generale tutti e i soli investimenti in azioni (a prescindere dal tipo di fondo cui si riferiscono).

Tuttavia, a seguito di una serie di approfondimenti, la nostra Associazione è giunta alla conclusione che gli obblighi di comunicazione in capo ai gestori di attivi *ex art. 124-septies* siano da intendersi espletati attraverso la reportistica già attualmente predisposta senza necessità di "spacchettare" le informazioni riguardanti la sola parte *equity* anche per quei fondi in cui l'investimento principale non è composto da titoli azionari rientranti nell'ambito di applicazione. Tra l'altro, un'informativa "spacchettata" potrebbe essere persino decettiva per l'investitore o comunque non rilevante.

La reportistica già attualmente predisposta andrà, a nostro avviso e salvo diversa indicazione, integrata delle informazioni riguardanti i profili di *governance* in senso stretto, ossia quelle relative al ricorso ai consulenti in materia di voto, al prestito titoli e alle informazioni in merito all'eventuale adozione, e alle relative modalità, di decisioni di investimento sulla base di una valutazione dei risultati a medio e lungo termine delle società partecipate, compresi i risultati non finanziari. Sembra, tra l'altro, chiaro - sia dal tenore letterale della SRD II, e in particolare di alcuni dei *consideranda*, sia dalle disposizioni di recepimento nel TUF - come tale obbligo in capo ai gestori di attivi debba intendersi esclusivamente riferito alle informazioni sulle *policy* adottate e sui criteri utilizzati con riguardo ai summenzionati profili di *governance*.

Gli obblighi di reportistica in capo ai gestori di attivi verso gli investitori istituzionali, inoltre, secondo la nostra interpretazione possono essere sempre resi rispetto alla totalità degli investimenti, in continuità con il regime di trasparenza vigente, indipendentemente dalla rilevanza degli investimenti in azioni, a meno che non pervengano indicazioni differenti. Quindi, a titolo esemplificativo, al fine di assolvere

² Cfr. *e.g.* art. 124-*sexies*, co. 1 TUF; nonché il *Considerandum* n. 19 alla SRD II.

³ Cfr. *e.g.* art. 124-*quinquies*, co. 1 TUF, nonché i *Consideranda* n. 14, 15 e 20 alla SRD II .



all'informativa sulla rotazione del portafoglio e sui relativi costi, ai sensi di quanto previsto dal comma 2, lettera a) dell'art. 124-*septies*, riteniamo sia sufficiente l'informativa della relazione di gestione del fondo fornita nella Nota Integrativa Parte D - Altre informazioni - tasso di movimentazione del portafoglio del fondo (c.d. *turnover*) e nella Parte C - Risultato economico dell'esercizio, Sezione IV.1 Costi sostenuti nel periodo, che include gli oneri di negoziazione di strumenti finanziari.

Ambito di applicazione della trasparenza gestori di attivi

Poiché la ratio della SRD II è senz'altro quella di incoraggiare l'impegno a lungo termine degli azionisti e aumentare la trasparenza tra società e investitori e in linea con quanto definito in particolare dal Considerando 19⁴ della SRD II, secondo cui tutti gli obblighi derivanti dall'adozione della direttiva sono relativi all'effettività dell'impegno in qualità di azionisti, pare evidente come l'ambito di applicazione degli obblighi derivanti dall'adozione della SRD II debbano essere intesi con particolare riguardo all'esercizio da parte degli azionisti dei diritti di *stewardship* (che si esplicano nelle attività di *monitoring*, *engagement* e *voting*).

Pertanto, in considerazione dei possibili beni oggetto di investimento nell'ambito dello svolgimento dell'attività di gestione collettiva del risparmio o del servizio di gestione di portafogli, siamo convinti che l'informativa in capo ai gestori di attivi, da darsi utilizzando la reportistica attualmente già prevista, valga per i soli investimenti nell'ambito dei quali i gestori di attivi siano investiti dell'esercizio degli obblighi di *stewardship* connessi alla parte *equity* dell'investimento. In tale accezione, non sarebbero quindi rilevanti gli investimenti in titoli diversi dalle azioni effettuati per il tramite di altri strumenti finanziari che espongono i prodotti direttamente o indirettamente al mercato azionario, quali a titolo d'esempio gli OICR, inclusi gli ETF, o gli strumenti finanziari derivati. Chiaramente sono, quindi, esclusi da detti obblighi di rendicontazione, a meno che non venga poi richiesto diversamente, gli investimenti in fondi di fondi e in gestioni di portafoglio in fondi. La *disclosure* richiesta dalla SRD II sarebbe coerentemente, in conclusione, finalizzata a fornire tutti gli elementi utili perché gli investitori istituzionali possano valutare l'effettività dell'impegno dei

⁴ *Considerandum* n. 19: "Un approccio a medio e lungo termine è un fattore chiave della gestione responsabile degli attivi. Di conseguenza gli investitori istituzionali dovrebbero comunicare al pubblico, con cadenza annuale, le informazioni che illustrano in che modo gli elementi principali della loro strategia di investimento azionario sono coerenti con il profilo e la durata delle loro passività e in che modo tali elementi contribuiscono al rendimento a medio e lungo termine dei loro attivi. In caso di ricorso a gestori di attivi, tramite mandati discrezionali che prevedono la gestione degli attivi su base individuale o tramite fondi messi in comune, gli investitori istituzionali dovrebbero comunicare taluni elementi chiave dell'accordo con il gestore di attivi specificando in particolare in che modo si incentiva il gestore degli attivi ad allineare la sua strategia e le sue decisioni di investimento al profilo e alla durata delle passività dell'investitore istituzionale, soprattutto le passività a lungo termine; in che modo si valutano i risultati del gestore degli attivi, compresa la sua remunerazione, in che modo si monitorano i costi sostenuti per la rotazione del portafoglio e in che modo lo si incentiva a impegnarsi nell'interesse superiore a medio e lungo termine dell'investitore istituzionale. Ciò contribuirebbe a un corretto allineamento degli interessi tra i beneficiari finali degli investitori istituzionali, i gestori degli attivi e le società partecipate e potenzialmente allo sviluppo di strategie di investimento di lungo periodo e di rapporti più a lungo termine con le società partecipate che comportano l'impegno degli azionisti".



gestori di strumenti *equity* nella loro capacità di esercizio dei diritti in qualità di azionisti.

Accordi di gestione su base individuale o collettiva

Con riguardo all'interpretazione da dare dell'art. 124-*septies* nella parte in cui evidenzia come gli obblighi di comunicazione a carico dei gestori degli attivi prevedano come destinatari gli investitori istituzionali con cui i gestori hanno concluso accordi di gestione, su base individuale ovvero su base collettiva, la nostra Associazione ritiene importante sottolineare quanto segue.

Con riguardo agli accordi individuali, non sembrano certo esservi dubbi sul fatto che debbano ricondursi nell'alveo applicativo della disciplina le fattispecie relative ai c.d. mandati di gestione, dove tra investitore istituzionale e soggetto cui è affidata la gestione degli attivi viene effettivamente negoziato e stipulato uno specifico accordo su base individuale, il quale (a esito dell'implementazione della normativa di recepimento della SRD II) verrà ragionevolmente aggiornato nel proprio contenuto ai fini di ricomprendere gli obblighi di trasparenza e reportistica derivanti dall'applicazione della disciplina in analisi.

Con riguardo, invece, all'attività di gestione su base collettiva, si ricade nei casi in cui gli investitori istituzionali decidano di sottoscrivere quote di fondi gestite da gestori di attivi sulla base, quindi, di quanto indicato nel regolamento dei fondi. Sebbene questa *fictio juris* sia pacificamente accettata, nella prassi il regolamento del fondo non può comunque, a nostro avviso, essere equiparato a un contratto bilaterale.

I gestori di attivi, quindi, secondo la nostra interpretazione e salvo indicazioni difformi, dovranno dare adeguata pubblicità di quali dei prodotti offerti siano "SRD II *compliant*", in linea con quanto definito dall'art. 124-*quinquies*. Pertanto, ogni qual volta un investitore istituzionale ritenga di sottoscrivere fondi, se investirà in prodotti "SRD II *compliant*", riceverà, di conseguenza, tutte le informazioni già previste nella rendicontazione attuale, implementate delle summenzionate informazioni riguardanti il ricorso ai consulenti in materia di voto, il prestito titoli e quelle in merito all'eventuale adozione, e alle relative modalità, di decisioni di investimento sulla base di una valutazione dei risultati a medio e lungo termine delle società partecipate, compresi i risultati non finanziari. Sulla modalità di comunicazione delle informazioni sia consentito precisare come appare auspicabile che il gestore degli attivi possa valutare se estendere l'attuale rendicontazione pubblica fino a ricomprendervi dette informazioni, in modo da metterle comunque a disposizione del pubblico, e quindi anche agli investitori istituzionali, oppure se prevedere una rendicontazione separata per i soli investitori istituzionali.

Qualora, invece, l'investitore istituzionale ritenga funzionale (sulla base di una valutazione sull'esiguità dell'investimento, sulle caratteristiche dell'investimento o sulla base di ulteriori e diversi ragionamenti) investire in un fondo non "SRD II



compliant”, ne discende come non possa in alcun modo presumere di dover ricevere da parte del gestore degli attivi le informazioni di cui all’art. 124-*septies* (per quanto riguarda la parte non già presente nella tradizionale rendicontazione al pubblico). La scelta dell’investitore istituzionale ricadrebbe, quindi, nella circostanza di cui all’art. 124-*sexies*, comma 3, secondo cui “Qualora l’accordo con il gestore di attivi di cui al comma 2 non includa uno o più degli elementi indicati nel medesimo comma, l’investitore istituzionale illustra in modo chiaro e articolato le ragioni di tale scelta”.

Nel ringraziare per l’attenzione che Consob vorrà riservare alle nostre ulteriori osservazioni, rimaniamo a disposizione per ogni approfondimento occorrente.

Il Direttore Generale