



**Senato della Repubblica**

**2a Commissione (Giustizia) e 6a Commissione (Finanze e Tesoro)**

Roma, 13 marzo 2019

**Schema di decreto legislativo recante attuazione della direttiva (UE)  
2017/828 che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda  
l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti  
(Atto Governo n. 71)**

**Audizione  
Assogestioni**



2a Commissione (Giustizia) e 6a Commissione (Finanze e Tesoro)  
Senato della Repubblica  
Audizione Assogestioni  
Roma, 13 marzo 2019

Assogestioni ringrazia le Commissioni Giustizia e Finanze e Tesoro per l'opportunità di rappresentare il proprio punto di vista in ordine allo schema di decreto legislativo recante attuazione della direttiva (UE) 2017/828 che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti (Atto Governo n. 71).

La nostra Associazione 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 2019 si è attestato attorno ai 2.100 miliardi di euro.

In occasione dell'esame dello schema di decreto legislativo che recepisce nel nostro ordinamento la direttiva (UE) 2017/828, che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti (c.d. SRD II), intendiamo offrire il punto di vista delle società di gestione del risparmio nella loro qualità di gestori di attivi e di investitori istituzionali, facendo seguito a quanto da ultimo abbiamo rappresentato nell'ambito del ciclo di audizioni organizzato dalla Commissione Politiche dell'Unione europea nel corso dell'esame del disegno di legge di delegazione europea, lo scorso 31 gennaio.

Nel corso di quella audizione la nostra Associazione ha, infatti, commentato positivamente la scelta del Governo di prevedere principi e criteri direttivi specifici, entro i quali procedere al recepimento nell'ordinamento italiano della SRD II, orientati ad assicurare il perseguimento degli obiettivi previsti dalla direttiva e, in particolare, l'obiettivo di facilitare l'esercizio dei diritti degli azionisti e l'impegno degli stessi.

L'Assogestioni ha, inoltre, apprezzato il testo dello schema di decreto legislativo posto in consultazione dal Ministero dell'economia e delle finanze, sottolineando come le diverse disposizioni ivi contenute, nell'apportare miglioramenti agli assetti esistenti, rispondano perfettamente alla ratio della SRD II, siano conformi alle *best practice* internazionali ed europee in materia nonché siano coerenti con i principi e criteri direttivi specifici definiti dal ddl di delegazione europea. È stato inoltre notato come, tra le righe dello schema di decreto legislativo, emerga in modo chiaro l'impegno del Ministero a utilizzare ampiamente – laddove opportuno e con particolare attenzione alle specificità del mercato italiano – e con estremo equilibrio molte delle opzioni lasciate dal legislatore europeo alla scelta dei legislatori nazionali, senza incorrere mai nel rischio di *goldplating*.



Tuttavia, il testo dello schema di decreto legislativo approvato in via preliminare dal Consiglio dei Ministri lo scorso 7 febbraio e ora sottoposto al Vostro esame, risulta differente per alcuni profili rispetto alla versione sottoposta a consultazione e già ampiamente commentata.

Le principali differenze riscontrate riguardano due temi nei confronti dei quali i gestori di attivi e gli investitori istituzionali sono particolarmente sensibili: i) il voto sulla politica di remunerazione, che nello schema di decreto legislativo sottoposto a consultazione era mantenuto consultivo mentre diventa vincolante nella nuova versione; ii) i limiti minimi e massimi delle sanzioni introdotte per tutte le diverse violazioni sanzionabili nell'ambito delle disposizioni contenute nello schema di decreto legislativo, risultati nell'ultima versione sensibilmente ridotti.

Con riguardo al primo profilo, ossia l'introduzione del voto vincolante sulla politica di remunerazione, pur trattandosi anche in questo caso di una facoltà prevista dalla SRD II, per cui la scelta da ultimo effettuata dal Governo non si discosta comunque dal dettato europeo, ci preme rilevare come, alla luce dell'esperienza maturata dall'introduzione del c.d. *say on pay* con l'art. 123-ter del Testo Unico della Finanza, il voto consultivo si sia rivelato un utile strumento di dissenso.

La natura consultiva del voto non ha reso, infatti, meno efficace il segnale inviato dagli azionisti ai *board*, anche in ragione del fatto che, prevedendo l'art. 123-ter del TUF la pubblicità dell'esito del voto sul sito della società, l'eventuale voto negativo degli azionisti ha sino a ora assunto una notevole rilevanza sul piano reputazionale. I dati degli anni di applicazione del *say on pay* in Italia dimostrano come la possibilità di esercitare tale *voce* da parte degli azionisti abbia contribuito ad aumentare la propensione degli investitori all'esercizio attivo dei propri diritti e quindi a una maggiore partecipazione.

Alla luce di tale esperienza, in coerenza con quanto già rappresentato nell'audizione presso la Commissione Politiche dell'Unione europea dello scorso 31 gennaio, Assogestioni auspica che codeste Commissioni, nel predisporre il parere di competenza, facciano propria la richiesta al Governo di mantenere il voto consultivo sulla politica di remunerazione.

Per quel che concerne, invece, il secondo profilo, ossia la significativa riduzione dei limiti massimi delle sanzioni previste nelle disposizioni dello schema di decreto legislativo, è appena il caso di rilevare – perché immediatamente evidente – come ciò ne riduca fortemente la funzione deterrente e dissuasiva.

Tali limiti sanzionatori, inoltre, una volta inseriti nel Testo Unico della Finanza, andrebbero a risultare del tutto distonici rispetto all'impianto sanzionatorio complessivo ivi contenuto, andando a dettare sanzioni massime particolarmente ridotte specialmente su materie cruciali, come le operazioni con parti correlate o la politica di remunerazione. In quest'ultimo caso, per esempio, si verrebbe a creare una



situazione particolarmente delicata, dettata dal fatto che attraverso l'introduzione del nuovo comma 1.1 all'art. 192-bis del TUF, come previsto dallo schema di decreto legislativo in corso di esame con l'art. 4, comma 2, lett. b), nello stesso articolo del TUF dedicato alle sanzioni amministrative in tema di informazioni sul governo societario e di politica di remunerazioni e compensi corrisposti si verrebbero a sanzionare in maniera molto difforme situazioni non dissimili.

La necessità da parte del Governo di modificare in tal senso lo schema di decreto legislativo rispetto alla versione posta in consultazione alla fine del 2018 è dettata, come è noto, dalla circostanza per cui il ddl di delegazione europea 2018, contenente i principi e criteri direttivi specifici di recepimento della SRD II - e in particolare i criteri direttivi contenuti nell'art. 6, comma 1, lett. i) del ddl, che chiedono di "prevedere sanzioni amministrative efficaci, proporzionate e dissuasive" - non è ancora stato approvato in via definitiva da parte del Parlamento.

In assenza di una delega specifica, il Governo può, quindi, prevedere sanzioni solo nell'ambito di quanto stabilito dai principi e criteri direttivi generali previsti dall'art. 32 della legge n. 234/2012 (recante norme generali sulla partecipazione dell'Italia alla formazione e all'attuazione della normativa e delle politiche dell'UE). Per questa ragione il Governo, nel testo dello schema di decreto legislativo di recepimento della SRD II approvato in via preliminare, ha introdotto, quindi, solo sanzioni che si attengono ai limiti minimi e massimi definiti dal comma 1, lett. d), della l. n. 234/2012.

Come noto, l'Associazione ha manifestato al MEF, nel corso della consultazione sullo schema di decreto legislativo di recepimento della SRD II, un generale favore per l'impianto dell'intervento normativo sui profili sanzionatori - ritenendo i limiti minimi e massimi previsti nella prima versione del testo dello schema di decreto legislativo in linea con la ratio della SRD II e con i principi e criteri direttivi specifici, contenuti nell'art. 6, comma 1, lett. i) del ddl di delegazione europea. Ha, inoltre, espresso uno specifico apprezzamento per la decisione di introdurre la possibilità di sanzioni amministrative anche nei confronti dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione e di direzione, sebbene la portata sia ridotta dal fatto che la disposizione prevede la restrizione ai soli casi in cui la condotta abbia inciso in modo rilevante sulla complessiva organizzazione o sui profili di rischio aziendale, ovvero abbia provocato un grave pregiudizio per la tutela degli investitori o per la trasparenza, l'integrità e il corretto funzionamento del mercato.

Tutto ciò considerato, l'Assogestioni, in primo luogo ribadisce l'auspicio - già espresso nell'ambito della consultazione e in occasione dell'audizione presso la Commissione Politiche dell'Unione europea - che codeste Commissioni possano fare propria la nostra proposta ed esprimano, quindi, nel parere la richiesta al Governo di valutare attentamente la possibilità di eliminare detta restrizione, che vanificherebbe nei fatti la disposizione, o almeno di estenderla ai casi di colpa grave, in modo che possano davvero essere sanzionabili i componenti degli organi di amministrazione



risultati effettivamente responsabili.

L'Assogestioni ritiene altresì necessario segnalare a codeste Commissioni, e al Senato tutto, l'importanza che il ddl di delegazione europea ancora in corso di esame possa essere approvato definitivamente in tempo utile per consentire al Governo di esercitare, nell'ambito dello schema di decreto legislativo di recepimento della SRD II, la delega riguardante specificamente il regime sanzionatorio.

Ove non sia possibile concludere l'iter del ddl di delegazione europea in tempo utile, Assogestioni rappresenta fin da ora l'urgenza di segnalare al Governo la necessità di provvedere ad apportare le opportune modifiche al regime sanzionatorio previsto dalle disposizioni del decreto legislativo di recepimento della SRD II nel più breve tempo possibile dall'entrata in vigore nel nostro ordinamento della legge di delegazione europea.