

Ministero dell'economia e delle finanze

Dipartimento del tesoro

Direzione IV - Ufficio VI

dt.direzione4.ufficio6@tesoro.it

Osservazioni al documento di consultazione del Ministero dell'economia e delle finanze, Dipartimento del tesoro, per l'attuazione della direttiva 2007/36/CE relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate. Seconda consultazione.

La direttiva 2007/36/CE dell'11 luglio 2007 introduce importanti novità in tema di funzionamento dell'assemblea. L'obiettivo è quello di favorire la partecipazione degli azionisti alla vita della società e, in particolare l'esercizio, anche transfrontaliero, del diritto di voto. Il Dipartimento del tesoro aveva svolto una prima consultazione pubblica nel 2008 al fine di elaborare i criteri di delega per il recepimento della direttiva.

La Legge comunitaria 2008 (legge n. 88/2009, "Disposizioni per l'adempimento di obblighi derivanti dall'appartenenza dell'Italia alle Comunità europee", di seguito anche LC 2008) delega il Governo a dare attuazione, tra le altre, alla direttiva 2007/36/CE formulando, all'articolo 31, specifici principi e criteri direttivi.

L'attuale consultazione propone uno schema di decreto legislativo volto a modificare le disposizioni del codice civile e del Tuf in materia di assemblea, accompagnato da un documento illustrativo che evidenzia gli aspetti salienti della disciplina, sui quali si chiedono osservazioni e commenti.

Si illustrano qui di seguito le osservazioni di Assonime sullo schema di decreto.

1. AMBITO DI APPLICAZIONE

L'ambito di applicazione della direttiva è limitato alle società con azioni quotate, che hanno sede in uno Stato membro. Lo schema di decreto estende l'applicazione di alcune norme agli emittenti azioni diffuse e alla più ampia categoria degli emittenti strumenti finanziari diffusi. Viene proposto di applicare anche a questi soggetti le disposizioni relative all'avviso di convocazione (art. 125), alle relazioni sulle materie all'ordine del giorno (art. 125-bis), al sito internet (art. 125-ter), e al voto per corrispondenza (art. 127) e di delegare alla Consob l'individuazione degli emittenti che, in ragione della loro tipologia, sono esclusi dall'applicazione degli obblighi citati.

In considerazione del contenuto delle disposizioni previste, che riguardano essenzialmente la partecipazione all'assemblea degli azionisti, appare preferibile estendere l'applicazione delle norme alle sole società emittenti azioni diffuse e non anche a quelle con sole obbligazioni quotate o diffuse.

Con riferimento agli emittenti azioni diffuse si potrebbe, inoltre, valutare l'ipotesi di circoscrivere l'applicazione degli obblighi a quelle ammesse, su iniziativa della società, a negoziazione nei sistemi multilaterali; a queste società potrebbe essere estesa anche la disciplina della *record date*.

L'ambito di applicazione, come sopra delineato, dovrebbe essere definito nella normativa primaria, lasciando all'autorità di vigilanza la facoltà di disciplinare le ipotesi particolari di applicazione (ad esempio il caso di società quotate in mercati esteri che siano ammesse a negoziazione in Italia o divengano diffuse in assenza di richiesta dell'emittente).

2. LA CONVOCAZIONE E L'INFORMATIVA PREASSEMBLEARE

A) Termine di pubblicazione dell'avviso di convocazione

Lo schema di decreto disciplina i termini di pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea delle società per azioni quotate, attualmente disciplinati dal D. Min. Giustizia n. 437/1998. La proposta introduce un sistema articolato, con quattro diversi termini di pubblicazione dell'avviso a seconda delle materie poste all'ordine del giorno: un termine ordinario di 30 giorni; un termine di 40 giorni per l'assemblea convocata per la nomina degli organi sociali; un termine abbreviato di 21 giorni per le assemblee convocate ai sensi degli artt. 2446 c.c., 2447 c.c. e 2487 c.c. in materia di riduzione del capitale sociale e di liquidazione; un termine abbreviato di 15 giorni per l'assemblea convocata ai sensi dell'art. 104 Tuf per l'autorizzazione all'adozione di misure difensive in caso di opa.

La moltiplicazione dei termini di convocazione introduce un fattore di complicazione del sistema assembleare, non coerente con le istanze d'incentivazione alla partecipazione dei soci sottese alla direttiva. Quest'ultima prevede due soli termini minimi di convocazione: uno ordinario di 21 giorni e uno abbreviato di 14, fermo restando il termine speciale previsto dalla direttiva 2004/25/CE in materia di offerte pubbliche d'acquisto.

Appare preferibile sostenere in pieno una linea di semplificazione e facilitazione delle operazioni preassembleari e, in questa direzione, adottare, in accordo con la direttiva, un termine unico di 21 giorni, con la previsione di un solo termine abbreviato. Il termine di 21 giorni appare congruo ai fini di un'adeguata informazione dei soci e dell'esercizio dei diritti sociali connessi al voto, anche alla luce delle attuali possibilità tecnologiche che favoriscono la diffusione immediata delle informazioni nelle fasi preassembleari e la partecipazione anche virtuale degli azionisti. Va anche considerato che i termini di convocazione fissati dalla legge sono termini minimi ed è garantita alle società una piena flessibilità organizzativa nello stabilire termini più ampi.

Non si condivide, in ogni caso, la previsione di un termine di 40 giorni per l'assemblea convocata per la nomina degli organi sociali.

Infatti, il calendario e i termini attuali di convocazione delle assemblee delle società quotate sono strettamente connessi alla tempistica delle procedure di raccolta, elaborazione e approvazione delle informazioni societarie. L'anticipazione a 40 giorni della pubblicazione dell'avviso di convocazione di un'assemblea che, tipicamente, coincide con quella di approvazione del bilancio e l'obbligo contestuale di mettere a disposizione le relazioni sulle materie all'ordine del giorno (art. 125-*bis*), comporterebbe una significativa modifica temporale della raccolta delle informazioni e dei termini di approvazione delle relazioni finanziarie da parte dell'organo amministrativo, non sempre attuabile. Tale disposizione avrebbe, peraltro, la conseguenza di anticipare anche la riunione dei consigli di amministrazione delle società controllate, anche estere, cosa non sempre possibile: questa scelta sembra portare a una soluzione italiana disallineata dalle indicazioni della direttiva e dalle scadenze degli altri paesi, che non conoscono il voto di lista.

Con riferimento alla possibilità di abbreviare il termine di convocazione appare opportuno, in linea con l'art. 5 della direttiva, prevedere che ciò sia consentito, qualora autorizzato da una maggioranza di almeno due terzi dei votanti e per una durata di un anno, per tutte le assemblee, ad esclusione di quelle di approvazione del bilancio e di nomina degli organi sociali con voto di lista. Dovrebbero poi essere adeguati i termini previsti dalla legge per la messa a disposizione della relativa documentazione.

B) Contenuto e modalità di pubblicazione dell'avviso di convocazione

Lo schema di decreto disciplina le modalità di pubblicazione e il contenuto dell'avviso di convocazione (art. 125 Tuf).

Quanto alle modalità, è prevista la pubblicazione sul sito internet della società con le modalità previste dalla Consob ai sensi dell'art. 113-*ter*, comma 3 Tuf; è poi esplicitamente esclusa l'applicazione dell'art. 2366 c.c.: viene quindi meno, per le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, l'obbligo di pubblicazione dell'avviso sulla Gazzetta Ufficiale, strumento ormai desueto rispetto allo scopo della direttiva di favorire un'informazione più ampia e tempestiva possibile, anche verso soci esteri. La pubblicazione sul sito consente di raggiungere, infatti, un'effettiva diffusione delle informazioni e ne garantisce l'immediatezza: appare dunque necessario chiarire che i termini per la convocazione dell'assemblea decorrono solo dalla pubblicazione sul sito internet, salva la possibilità di diffondere anche per altre vie la convocazione medesima.

Il contenuto dell'avviso di convocazione è stato allineato alle previsioni della direttiva. L'avviso dovrebbe contenere i soli elementi essenziali ai fini dell'esercizio rimandando al sito internet per maggiori dettagli.

C) Le ulteriori informazioni da rendere disponibili prima dell'assemblea

Lo schema di decreto prevede l'obbligo di mettere a disposizione del pubblico, entro il termine di pubblicazione dell'avviso di convocazione, le relazioni sulle materie all'ordine del giorno, i documenti da sottoporre all'assemblea, i moduli per il voto per delega e corrispondenza e le informazioni sull'ammontare del capitale sociale. La relazione finanziaria annuale è messa a disposizione del pubblico almeno ventuno giorni prima dell'assemblea e comunicata dagli amministratori al collegio sindacale trentacinque giorni prima dell'assemblea, in luogo degli attuali trenta.

La contestualità della pubblicazione dell'avviso di convocazione e delle relazioni sulle materie all'ordine del giorno, proposta dal Ministero, non è strettamente richiesta dalla direttiva. Il termine di pubblicazione dei documenti dovrebbe essere slegato dalla convocazione e deve precedere di almeno venti giorni la data dell'assemblea¹. Dovrebbero essere poi adeguati i diversi termini di pubblicazione eventualmente previsti da altre disposizioni del codice civile. La nuova disciplina proposta supera di fatto le disposizioni contenute nel D. Min. Giustizia n. 437/1998 sui termini di pubblicità delle proposte di deliberazione, la cui abrogazione dovrebbe essere esplicitata nel decreto o chiarita nella relazione.

Coerentemente con quanto sopra esposto, i termini di comunicazione del bilancio al collegio sindacale, attualmente fissati a trenta giorni prima dell'assemblea, dovrebbero essere contestuali all'invio ai componenti dell'organo di amministrazione del progetto di bilancio che dovrà da questo essere approvato in vista della delibera assembleare: la riduzione dei termini è coerente con gli attuali compiti di vigilanza continua sul sistema amministrativo e contabile affidati al collegio sindacale nelle società quotate (art. 154-ter, comma 01).

Lo schema di decreto propone inoltre l'obbligo di messa a disposizione del pubblico, con le modalità di cui all'art. 125-bis Tuf (quindi anche sito internet), di tutti i documenti di bilancio (art. 154-ter, comma 02); la previsione, per effetto del richiamo all'art. 2429, commi 3 e 4 c.c., comporterebbe anche la pubblicazione in formato elettronico delle copie dei bilanci di società controllate, anche indirette e scarsamente significative, sul sito della società. Tale previsione non è richiesta dalla direttiva e comporta un notevole appesantimento delle informazioni da fornire in via telematica: si suggerisce, quindi, di prevedere la messa a disposizione del pubblico, del progetto di bilancio annuale e dell'eventuale bilancio consolidato, delle relazioni degli amministratori, dei sindaci e del soggetto incaricato del controllo contabile. Quanto alle copie integrali dei bilanci delle società controllate, esse dovrebbero continuare a essere messe a disposizione degli azionisti presso la sede sociale.

Sarebbe inoltre opportuno cogliere l'occasione per modificare il primo comma dell'art. 154-ter, che dispone l'obbligo di approvazione e pubblicazione del bilancio di esercizio entro centoventi giorni dalla chiusura dell'esercizio sociale. La disposizione dovrebbe essere modificata per prevedere che i

¹ La direttiva letteralmente fissa il termine obbligatorio a ventuno giorni precedenti la data dell'assemblea, computando però anche il giorno dell'assemblea (che corrispondono a venti giorni secondo i criteri di computo dei termini previsti dal nostro ordinamento).

termini di pubblicazione, in linea con la direttiva *Transparency*², si riferiscono al progetto di bilancio approvato dall'organo di amministrazione: tale modifica avrebbe il pregio di consentire agli emittenti di fissare la successiva data dell'assemblea deputata all'approvazione del bilancio stesso con una maggiore flessibilità, non concentrando quindi le assemblee in un unico periodo e consentendo una maggiore partecipazione da parte degli azionisti (nonché della stampa e degli altri soggetti interessati), in armonia con lo spirito della direttiva e con quanto accade negli altri Paesi europei.

3. INTEGRAZIONE DELL'ORDINE DEL GIORNO

Lo schema di decreto conferma nella sostanza l'attuale formulazione dell'art. 126-*bis* e chiarisce che l'integrazione dell'ordine del giorno comprende anche la facoltà di presentare proposte di delibera. Prevede inoltre che la proposta deve essere accompagnata da una relazione sulle materie delle quali si propone la trattazione o sulle proposte di delibera presentate. Propone infine di estendere i termini per l'esercizio del diritto di integrazione a dieci giorni dalla pubblicazione dell'avviso di convocazione, mantenendo l'attuale termine di cinque giorni solo per le ipotesi di pubblicazione dell'avviso di convocazione nei termini abbreviati.

La proposta di estendere il termine entro il quale gli azionisti possono presentare le proprie integrazioni e proposte sull'ordine del giorno non appare condivisibile: gli altri soci, infatti, ricevendo un'informazione completa sull'ordine del giorno solo a ridosso dell'assemblea vedrebbero compresso il proprio diritto a conoscere tempestivamente i temi su cui votare in sede assembleare e, soprattutto, inviare eventuali istruzioni di voto: su questo punto, appare dunque preferibile mantenere l'attuale formulazione dell'art. 126-*bis*. Anche tal fine è opportuno che la norma stabilisca che i soci debbano presentare non solo una relazione sulle materie di cui propongono la trattazione, ma anche formulare la relativa proposta di delibera.

4. LEGITTIMAZIONE ALL'INTERVENTO IN ASSEMBLEA E ALL'ESERCIZIO DEL VOTO

Secondo lo schema di decreto, il soggetto cui spetta il diritto di voto è colui che, in base alla comunicazione dell'intermediario all'emittente, è il "titolare del conto sul quale sono registrate le azioni al termine della giornata contabile del quinto giorno di mercato aperto, precedente la data

² Si veda la relazione alla proposta di direttiva *transparency* del 26.3.2003 che spiegava che "la relazione finanziaria annuale non dovrebbe costituire la versione finale approvata dagli azionisti nell'assemblea generale annuale". "(...) La relazione finanziaria annuale dovrebbe (...) contenere informazioni attendibili approvate dalla persona o dall'organo dell'emittente responsabile in materia (consiglio di amministrazione e – nei paesi a struttura dualistica – anche il consiglio di vigilanza)" (par. 4.2.1). Inoltre, occorrerebbe prevedere, in linea con la direttiva, la pubblicazione della relazione finanziaria semestrale entro due mesi dalla chiusura del primo semestre di esercizio. Ciò consentirebbe di sfruttare sempre pienamente il termine previsto dalla direttiva, anche in considerazione delle tempistiche per la sottoposizione della relazione semestrale a revisione.

fissata per l'assemblea in prima convocazione" (*record date*) (art. 83-*sexies*, comma 2). L'intermediario è tenuto a effettuare la comunicazione all'emittente di tutti i titolari dei conti, senza necessità di un'apposita richiesta, a meno che l'interessato non opponga una volontà in senso contrario.

Lo schema di decreto estende inoltre il meccanismo della *record date* alla presentazione delle liste per la nomina dei componenti del consiglio di amministrazione e del collegio sindacale.

Lo schema di decreto solleva alcune criticità.

In primo luogo, secondo la formulazione proposta, sarebbero legittimati a partecipare all'assemblea, i titolari del conto: in molti casi questi non sono gli azionisti ma gli intermediari. Ciò appare in contrasto con gli scopi della direttiva, volta ad assicurare una maggiore partecipazione degli azionisti, soprattutto *cross-border*, all'assemblea. Il sistema proposto non consentirebbe quindi di avere una fotografia effettiva di tutto l'azionariato ma dei soli azionisti la cui identità è nota ai depositari "di primo livello". Sarebbe più appropriato fare riferimento agli azionisti cui spetta il diritto di voto in luogo dei titolari del conto.

In secondo luogo, la previsione della comunicazione da parte dell'intermediario di tutti i soggetti legittimati, a prescindere dalla richiesta del titolare del conto, farebbe pervenire alla società emittente un elevato numero di informazioni in un termine molto vicino alla data dell'assemblea, tenuto conto della *record date* proposta a cinque giorni. Ciò comporterebbe difficoltà di rielaborazione delle informazioni sia agli emittenti sia agli intermediari, anche perché manca la previsione di un termine entro il quale gli intermediari debbano effettuare le comunicazioni. Soprattutto, questo sistema di comunicazione genererebbe costi elevati a carico degli emittenti, da sostenere a ogni assemblea, eventualmente anche più volte in uno stesso anno non compensati da corrispondenti benefici per l'organizzazione assembleare o per l'identificazione degli azionisti.

Sembra, quindi, preferibile mantenere un sistema simile a quello vigente in cui gli emittenti ricevono dagli intermediari soltanto le comunicazioni relative agli azionisti che intendono partecipare all'assemblea³. Solo in questo caso, la *record date* proposta a cinque giorni di mercato aperto precedenti l'assemblea, salve le precisazioni più tecniche che saranno illustrate successivamente, è condivisibile.

Qualora invece si intendesse prevedere la comunicazione integrale a prescindere dall'intendimento di partecipare all'assemblea, tale comunicazione dovrebbe essere inviata agli emittenti con una

³ Occorrerebbe quindi modificare sia l'art. 83-*sexies* sia l'art. 83-*novies* comma 1, lett. c). Tale ultima disposizione, peraltro, non è di facile lettura in quanto, da un lato, stabilisce che l'intermediario effettui le comunicazioni a richiesta dell'interessato, e, dall'altro lato, sembra affermare che tali comunicazioni debbano avvenire se non vi sia un contrario avviso da parte dell'interessato. Inoltre occorre tenere presente che la proposta di comunicazione globale non sarebbe applicabile alle azioni al portatore per le quali è necessaria una richiesta del portatore di partecipare all'assemblea.

congrua tempistica, anticipando la data di registrazione⁴. In ogni caso, trattandosi di un obbligo di legge, dovrebbe essere imposta la comunicazione gratuita dei titolari dei conti o in subordine attribuire alla Consob, d'intesa con la Banca d'Italia, in linea con quanto già previsto dall'art. 81, comma 3 del Tuf, l'approvazione dei corrispettivi dovuti dagli emittenti agli intermediari

Lo schema di decreto applica un meccanismo di *record date* anche al fine di individuare i legittimati alla presentazione delle liste per la nomina dei componenti dell'organo amministrativo e di controllo; la *record date* è stata fissata a trenta giorni di mercato aperto precedenti la data dell'assemblea⁵. La direttiva nulla dispone al riguardo.

Il sistema attuale prevede che lo statuto possa richiedere che i soci che presentano una lista siano titolari al momento della presentazione della lista stessa di una determinata quota di partecipazione e che le liste siano depositate almeno quindici giorni prima dell'assemblea con la certificazione dalla quale risulti la titolarità della partecipazione; tale sistema sembra essere abbastanza efficiente. La principale criticità riguarda il fatto che gli intermediari, al fine di certificare la titolarità delle azioni per la presentazione delle liste in data successiva, bloccano, nella generalità dei casi, le azioni dei presentatori dal momento in cui ricevono la richiesta, fino allo scadere del quindicesimo giorno previsto quale termine minimo per la presentazione delle liste stesse.

In realtà, la previsione della *record date* per la presentazione delle liste non si discosta molto, in termini di risultati, dalla previsione attuale che richiede la sussistenza della certificazione attestante la titolarità della partecipazione al momento della presentazione delle liste.

In linea di principio, non sussistono dunque forti obiezioni a tale previsione, purché l'estensione della *record date* non sia accompagnata dall'anticipazione dei termini sia della pubblicazione dell'avviso di convocazione per l'elezione dei componenti dell'organo amministrativo e di controllo, sia della pubblicazione delle liste.

La *record date* potrebbe quindi essere fissata ventuno giorni prima dell'assemblea mentre il termine ultimo per la presentazione potrebbe essere fissato a quindici giorni prima dell'assemblea, come oggi stabilito dalla Consob per il collegio sindacale.

Peraltro, andrebbe valutata l'ipotesi di introdurre, tra i requisiti per la presentazione delle liste, la stabilità della partecipazione azionaria per un determinato periodo di tempo. Infatti, il tema dello *shareholders' activism*, tutelato dalla direttiva attraverso disposizioni volte a facilitare l'informazione dei soci, la partecipazione in assemblea e l'espressione del diritto di voto, deve

⁴ In ogni caso il riferimento proposto dal Ministero al "termine della giornata contabile del quinto giorno di mercato aperto precedente la data fissata per l'assemblea in prima convocazione" restringerebbe ulteriormente il termine utile per emittenti e intermediari per l'elaborazione delle comunicazioni poiché tra la data di registrazione e l'assemblea residuerebbero soltanto quattro giorni di mercato aperto. Per superare tale problema occorrerebbe anticipare l'effetto della data di registrazione in conto "all'inizio della quinta giornata contabile" precedente l'assemblea.

⁵ Peraltro, il termine della *record date* per la presentazione delle liste fa riferimento a 30 giorni di mercato aperto, e, quindi potrebbe cadere anteriormente al termine minimo di pubblicazione dell'avviso di convocazione (40 giorni).

essere tenuto distinto dal diverso tema del controllo della società e dei mezzi volti a ottenerlo. Questa preoccupazione emerge anche dai recenti orientamenti della SEC: nelle proposte di modifica del proprio regolamento in materia di deleghe di voto, la SEC propone⁶, tra l'altro, che gli azionisti possano indicare candidati alla nomina al consiglio di amministrazione a condizione che siano detentori da almeno un anno di una percentuale qualificata del capitale sociale.

Inoltre, è in ogni caso opportuno lasciare agli intermediari ed emittenti l'autonomia di definire procedure di controllo dei legittimati al voto ai fini della corretta organizzazione assembleare, anche grazie alle possibilità offerte dall'evoluzione delle tecnologie in materia.

Infine, il riordino della disciplina in materia di voto di lista pone l'opportunità di coordinare le omologhe disposizioni in materia contenute nell'art. 4 della legge 474/1994.

B) Adegamenti in materia di disciplina dell'assemblea, impugnazione delle delibere assembleari e diritto di recesso

Lo schema di decreto consente la facoltà statutaria di tenere l'assemblea in un'unica convocazione in deroga al codice civile. Si condivide la modifica proposta che semplifica l'organizzazione dell'assemblea, ne riduce i costi e favorisce la partecipazione diretta dei soci, anche non residenti.

Lo schema cambia, inoltre, la disciplina sull'impugnazione delle delibere assembleari e del diritto di recesso. Non è legittimato all'esercizio di tali diritti chi acquista le azioni successivamente alla *record date* (art. 127-bis). La proposta è condivisibile in quanto previene conflitti fra più legittimati che avrebbero luogo laddove si consentisse di esercitare le azioni in questione sia all'azionista legittimato alla *record date* sia all'azionista che abbia acquistato da questi successivamente alla *record date*. Peraltro, nel "sistema *record date*", chi acquista dopo la data è consapevole che l'azione circola senza il diritto di partecipare all'assemblea e quelli di impugnativa e recesso⁷.

C) Riordino della disciplina della gestione accentrata e della dematerializzazione

Lo schema di decreto riunisce nel Tuf sia la disciplina della gestione accentrata sia della dematerializzazione, ora contenuta nel d.lgs. n. 213/1998. Lo schema di decreto non prevede un meccanismo di identificazione degli azionisti ma stabilisce l'obbligo di comunicazione dagli intermediari agli emittenti, in occasione dell'assemblea, dei soggetti titolari dei conti su cui sono registrate le azioni alla *record date* fissata. Il decreto, poi, demanda alle disposizioni attuative, sia i termini per l'invio della comunicazione, sia la specificazione di quale intermediario, nella catena di intermediazione, sia obbligato a inviare la citata comunicazione agli emittenti.

⁶ SEC, *Proposing Release, Facilitating Shareholder Director Nominations*, Release No. 33-9046.

⁷ Sarebbe in ogni caso opportuno riformulare l'art. 127-bis eliminando, sia al comma 1 sia al comma 2, l'ultima parte della disposizione, che appare superflua e di non chiara formulazione.

La proposta è condivisibile in quanto accorpa le fonti legislative come auspicato da Assonime da tempo. In particolare, si condivide il rinvio al regolamento della Consob per l'individuazione dei requisiti per gli intermediari tenuti all'invio della comunicazione (art. 81); al riguardo, deve essere mantenuta la flessibilità della norma vigente che lascia al regolamento attuativo l'individuazione dei soggetti ammessi alla gestione accentrata in modo tale da includere anche le società emittenti azioni quotate (come previsto attualmente dal Provvedimento congiunto Consob-Banca d'Italia recante la disciplina dei servizi di gestione accentrata, di liquidazione, dei sistemi di garanzia e delle relative società di gestione). Si condivide anche la flessibilità nel prevedere che gli obblighi di segnalazione dei nominativi degli aventi diritti sulle azioni possano provenire sia dagli intermediari, come è oggi nell'attuale sistema, che dalla società di gestione accentrata, come potrebbe accadere nel caso di evoluzione delle attuali modalità trasmissione.

Lo schema di decreto prevede, come si è detto, la comunicazione da parte dell'intermediario all'emittente dei dati dei soggetti che alla data di registrazione risultano titolari di azioni sul conto (art. 83-*sexies*) ma non prevede un termine, fissato oggi a tre giorni, per tale invio.

Appare opportuno reinserire un termine per l'invio da parte degli intermediari⁸, anche perché questo è stato invece previsto, in modo troppo stringente, per gli emittenti per l'aggiornamento del libro dei soci: si è passati infatti da novanta a trenta giorni dal ricevimento delle comunicazioni: la previsione di un termine intermedio di sessanta giorni sembra opportuna. L'introduzione del termine per gli intermediari renderebbe anche univoca la decorrenza del termine per gli obblighi degli emittenti. Sarebbe, infine, opportuno prevedere che le richieste dei soci di ottenere le risultanze del libro soci sono fatte a loro spese, in analogia con quanto previsto all'art. 2422 c.c. (art. 83-*undecies*, comma 2).

Lo schema di decreto non propone invece un meccanismo di identificazione degli azionisti attivabile dall'emittente e non necessariamente collegato all'evento assembleare, rinunciando così a introdurre nell'ordinamento la cd. *shareholder identification*, auspicata dagli emittenti. Inoltre, per i motivi accennati in precedenza, il meccanismo di identificazione proposto alla *record date* non consentirebbe di conoscere comunque la compagine azionaria e rischierebbe anzi di limitare la partecipazione dei soci alle assemblee.

Come illustrato nella risposta alla consultazione avviata dal Ministero lo scorso anno, sussiste, però per gli emittenti, l'esigenza, non legata necessariamente all'evento assembleare, di conoscere il proprio azionariato, anche al fine di instaurare con gli azionisti un dialogo permanente. In alternativa alla soluzione prospettata dal Ministero, si potrebbe quindi prevedere un meccanismo secondo cui l'emittente, se previsto dallo statuto, possa richiedere, in qualunque momento, ai depositari i nominativi degli azionisti, similmente a quanto previsto in altri ordinamenti.

⁸ L'eventuale violazione dell'obbligo di comunicazione da parte dei depositari dovrebbe essere assistita da una sanzione amministrativa pecuniaria.

5. DIRITTO DI PORRE DOMANDE

Lo schema di decreto introduce un nuovo art. 127-*ter* che disciplina il diritto di porre domande sulle materie poste all'ordine del giorno, prima o durante l'assemblea. La norma rimette allo statuto la possibilità di prevedere che i soci possano porre domande e le modalità con cui debba essere data risposta.

Il diritto di discussione in assemblea, che si concretizza nel diritto di partecipare alla discussione e di porre domande agli amministratori, è riconosciuto nel nostro ordinamento, anche se non è oggetto di una disciplina esplicita. Altrettanto pacifico è che il diritto di discussione e di porre domande possa essere legittimamente limitato, allo scopo di bilanciare due opposti interessi: quello del socio a fare domande sulle materie iscritte all'ordine del giorno e quello della società al regolare funzionamento dell'assemblea e alla riservatezza.

È pienamente condivisibile lasciare all'autodisciplina delle società la materia, attraverso la modifica statutaria o mediante rinvio al regolamento assembleare, che garantisca l'identificazione degli azionisti, il corretto svolgimento dell'assemblea e la sua preparazione, e la tutela della riservatezza delle informazioni privilegiate.

6. PARTECIPAZIONE E VOTO A DISTANZA

A) Voto per corrispondenza

Lo schema di decreto legislativo propone di modificare la disciplina del voto per corrispondenza prevedendo che tale strumento possa essere sempre esercitato salva diversa previsione dello statuto (cd. *opt-out*). Analoga disposizione viene proposta per l'esercizio del voto in via elettronica.

Appare preferibile riservare all'autonomia statutaria la facoltà di prevedere che il voto possa essere esercitato anche per corrispondenza (cd. *opt-in*). Questa soluzione è in linea con quella della direttiva anche perché l'evoluzione della disciplina del voto per delega consentirebbe di favorire la partecipazione alla assemblee da parte di un gran numero di soci, senza la necessità di imporre, comunque, un più oneroso voto per corrispondenza.

B) Conferimento di deleghe

Lo schema di decreto legislativo introduce una disciplina speciale per le società quotate in materia di deleghe di voto, introducendo nuove disposizioni nel Tuf (artt. 135-*bis*, *ter* e *quater*).

Le modifiche proposte eliminano le limitazioni al conferimento della delega attualmente previste dal codice civile (art. 2372 c.c.): non sono più previsti limiti al numero di deleghe che un rappresentante può ricevere, né possono essere richiesti requisiti soggettivi di idoneità, diversi dalla capacità giuridica, per essere nominati rappresentanti. In particolare, è ora possibile conferire la delega anche ai membri degli organi di amministrazione e controllo. Il principio introdotto dalla

direttiva è, infatti, quello di vincolare la discrezionalità del rappresentante in conflitto di interessi, e non di impedire la nomina di un soggetto legato alla società. L'art. 135-*bis* sancisce, al comma 1, la regola in base alla quale l'azionista può indicare un unico rappresentante per ciascuna assemblea, salva la facoltà di indicare sostituti. Individua poi due eccezioni a tale regola: (1) l'azionista può delegare un rappresentante diverso per ciascuno dei conti destinati a registrare i movimenti dei titoli (comma 2); (2) il soggetto indicato come titolare delle azioni (intermediario o fiduciario) che agisce per conto dei propri clienti, può indicare come rappresentanti i soggetti per conto dei quali agisce (comma 3) ovvero altri. Non si richiede che siano date istruzioni di voto omogenee ai diversi rappresentanti eventualmente nominati.

L'art. 135-*ter* prevede che il rappresentante in conflitto di interessi deve comunicare al socio le circostanze da cui deriva tale conflitto e può votare solo se ha ricevuto istruzioni di voto. Individua poi, al comma 2, alcune ipotesi in cui il conflitto di interessi è presunto in via assoluta⁹: non appare necessario prevedere altre ipotesi di conflitto di interessi ma appare opportuno coordinare la definizione dei legami familiari rilevanti con quella prevista dai principi contabili internazionali. L'art. 135-*quater* introduce la figura del rappresentante indipendente, designato dalla società per ciascuna assemblea, al quale qualunque socio può conferire una delega di voto con istruzioni vincolanti, anche solo per alcuni punti all'ordine del giorno. La previsione è derogabile in via statutaria.

Le modifiche proposte sono, in linea generale, coerenti con la direttiva e in larga parte condivisibili. Si segnalano tuttavia alcune osservazioni di carattere generale in merito (i) alla possibilità di nominare diversi rappresentati da parte dello stesso socio; (ii) alla nomina di un rappresentante indipendente da parte della società, (iii) alle formalità per l'esercizio della delega.

(i) Nomina di più rappresentanti

La previsione della possibilità di nominare più di un rappresentante da parte dello stesso soggetto potrebbe sollevare la questione dell'ammissibilità del voto divergente.

Le norme proposte non sembrano modificare la posizione riconosciuta dal nostro sistema giuridico in materia, che consente la votazione divergente unicamente in presenza di un interesse meritevole di tutela, da valutarsi caso per caso. In questo senso, non presenta profili di illegittimità il fatto che una società fiduciaria voti con riferimento alla quota intestata a un socio e voti diversamente o non partecipi alla votazione con riguardo alla quota intestata da altro socio. Viceversa, è sanzionabile negativamente il voto che risulti essere ispirato da intenzioni che non sono ritenuti meritevoli di tutela dall'ordinamento, ad esempio quando l'espressione diversificata del voto avvenga all'unico scopo di procurare al socio, attraverso l'emissione di un voto negativo sulla delibera, la

⁹ Quando il rappresentante sia (i) un azionista di controllo o soggetto da esso controllato; (ii) un componente dell'organo di amministrazione o di controllo della società o di un azionista di controllo o di soggetto da esso controllato; (iii) un dipendente o un revisore della società o di un azionista di controllo o di un soggetto da esso controllato; (iv) abbia legami familiari con una delle persone fisiche indicate nelle ipotesi sopra.

legittimazione a impugnare. Queste ipotesi sembrano escluse dalla disciplina proposta: si condivide pertanto la formulazione proposta dallo schema di decreto.

(ii) Rappresentante indipendente nominato dalla società

La figura del rappresentante indipendente non è prevista dalla direttiva, né questa appare essere l'unica soluzione consentita qualora la società volesse facilitare la partecipazione dei soci attraverso l'indicazione di un soggetto cui conferire la delega.

Appare infatti possibile, alla luce della direttiva, attribuire il compito di ricevere deleghe di voto a un soggetto anche legato alla società, a condizione che le deleghe siano accompagnate da istruzioni di voto vincolanti. Del resto questa possibilità è già contemplata dalla proposta di modifica dell'art. 2372, comma 5, laddove esclude espressamente le società quotate dal divieto di conferire la rappresentanza ai membri degli organi di amministrazione o controllo. In questo senso, dispone il nuovo art. 135-ter proposta dallo schema di decreto legislativo.

Questa soluzione, in linea anche con altri ordinamenti, renderebbe inoltre più agevole l'adempimento della previsione da parte delle società senza imporre oneri aggiuntivi non necessari.

In presenza delle modifiche sopra proposte, si condivide l'obbligo, derogabile dalla statuto, di designare un rappresentante per gli azionisti, sempreché sia prevista solo in via statutaria l'adozione del voto per corrispondenza ed elettronico. In ogni caso, sarebbe opportuno lasciare all'autonomia della società la fissazione del termine entro il quale trasmettere al rappresentante le deleghe, piuttosto che fissare nella legge un termine che potrebbe risultare troppo ampio o ristretto a seconda delle caratteristiche dell'azionariato e delle modalità tecnologiche di trasmissione. Infine, diversamente da quanto proposto, si ritiene che il rappresentante debba rivelare il numero delle deleghe ricevute al momento della costituzione dell'assemblea anche ai fini della determinazione dei quorum.

(iii) Formalità per l'esercizio della delega

La previsione dell'esibizione della documentazione relativa alla delega a richiesta della società, ivi incluse le istruzioni di voto eventualmente ricevute dal rappresentante, solleva il dubbio che la società debba entrare nel merito del rapporto intercorrente tra rappresentante e rappresentato. Si suggerisce pertanto di eliminare la richiesta di esibizione delle istruzioni di voto da parte della società.

Infine, in linea di principio, non sussistono particolari obiezioni alla proposta di eliminare la limitazione al numero di soci che uno stesso soggetto può rappresentare, anche con riferimento alle società non quotate, così come eliminare la limitazione al conferimento della delega ai membri degli organi amministrativi e di controllo e ai dipendenti.

C) Sollecitazione di deleghe di voto

Lo schema di decreto legislativo propone una modifica sostanziale della disciplina della sollecitazione delle deleghe di voto. In particolare, è stato eliminato il requisito di possesso azionario; è considerata sollecitazione solo quella rivolta a più di duecento azionisti; la sollecitazione è svolta dal promotore senza necessità di servirsi di un intermediario; è stata eliminata la raccolta delle deleghe da parte delle associazioni di azionisti. In linea di principio, gli interventi normativi volti a semplificare e ripensare la disciplina della sollecitazione delle deleghe di voto appaiono condivisibili.

Appare tuttavia preferibile mantenere la previsione dell'art. 139 Tuf, che impone al promotore di essere titolare di una soglia di partecipazione minima. Il requisito della soglia minima consente infatti di garantire un adeguato livello di trasparenza e affidabilità dello strumento, limitando la possibilità di abusi. Tale soglia potrebbe anche essere inferiore a quella attualmente fissata all'un per cento del capitale sociale o alla diversa soglia stabilita dalla Consob per società a elevata capitalizzazione e ad azionariato particolarmente diffuso. In questo senso, si sta orientando la SEC nelle proposte di modifica del proprio regolamento in materia di deleghe di voto. Il considerando 10 della Direttiva fa salve le misure adottate a livello nazionale per prevenire abusi a danno degli azionisti, con riferimento al caso di sollecitazione di deleghe ovvero al caso in cui un rappresentante abbia raccolto più di un determinato e significativo numero di deleghe. Non sembra però necessario prevedere ipotesi in cui debba essere vietato a un soggetto di essere promotore.

Si ritiene comunque che all'art. 142, comma 2, debba essere precisato che il rappresentante è tenuto a votare per conto del delegante "secondo le istruzioni da questo impartite", sulle altre proposte di delibera in linea con quanto già previsto del Regolamento Emittenti e dal considerando 10 della Direttiva, allo scopo di evitare eventuali abusi del voto per delega.

Lo schema di decreto legislativo consente a chiunque di promuovere una sollecitazione per la raccolta delle deleghe, abrogando la disciplina speciale per le associazioni di azionisti. Qualora però venisse mantenuta una soglia minima di partecipazione come requisito per la sollecitazione, sarebbe utile prevedere una norma volta a facilitare la sollecitazione da parte delle associazioni.

Infine, in merito ai limiti statutari alla rappresentanza, appare utile mantenere l'art. 137, comma 2, come norma di chiusura, anche al fine di favorire la partecipazione alle assemblee.

7. SANZIONI

Lo schema di decreto legislativo prevede l'applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie a carico degli intermediari, per l'inosservanza degli obblighi di comunicazione e segnalazione e a carico degli emittenti per la violazione degli obblighi di aggiornamento del libro soci (art. 190). In generale, sembra opportuno che, anche alla luce delle onerose sanzioni previste, siano disciplinati direttamente nella norma primaria i termini entro i quali gli intermediari sono tenuti a effettuare le comunicazioni previste all'art. 83-*novies*, anziché lasciarli alla determinazione delle disposizioni attuative, come proposto nello schema di decreto.

8. ALTRE DISPOSIZIONI

A) Rendiconto del voto

Lo schema di decreto propone la messa a disposizione del rendiconto delle votazioni sul sito internet della società, omettendo l'indicazione dei nominativi dei partecipanti all'assemblea, favorevoli, astenuti o dissenzienti, disponibili ai soci su richiesta (art. 125-ter, comma 2). La proposta è condivisibile fissando un termine congruo per la pubblicazione che potrebbe essere di trenta giorni.

B) Disposizioni finali

Lo schema di decreto prevede un'articolata disciplina transitoria e finale (art. 13): i) l'applicazione delle disposizioni ivi contenute alle assemblee il cui avviso di convocazione sia pubblicato dopo la sua entrata in vigore e l'adozione dei regolamenti e delle disposizioni attuative entro sei mesi dall'entrata in vigore dello stesso decreto; ii) che, in sede di prima applicazione e fino all'entrata in vigore delle disposizioni attuative, continuino ad applicarsi, in quanto compatibili, le disposizioni di attuazione attualmente vigenti; iii) che le disposizioni in tema di sollecitazione di deleghe di voto, sostituite o modificate dal decreto, continuino ad applicarsi fino all'emanazione delle disposizioni di attuazione.

Stante il rilievo della materia nell'ambito della vita societaria e l'ampiezza delle deleghe per la regolamentazione secondaria, l'applicazione delle disposizioni dovrebbe aver luogo successivamente all'emanazione di tutte le disposizioni attuative, necessarie, agli emittenti, per avere contezza di un quadro normativo certo, anche perché la complessità della normativa e gli adeguamenti necessari alla sua implementazione, richiederanno modifiche statutarie da adottarsi in sede di assemblea straordinaria.

Si propone pertanto di riformulare l'articolo 13 dello schema di decreto prevedendo che le nuove disposizioni contenute nel decreto e quelle regolamentari si applicheranno all'assemblea successiva all'assemblea che approva il bilancio dell'esercizio in corso al momento dell'entrata in vigore del decreto e dei regolamenti di attuazione.

Roma, 29 settembre 2009