



## Impegno a lungo termine degli azionisti (direttiva 2017/828/UE) Atto del Governo 71

### Informazioni sugli atti di riferimento

Atto del Governo:	71	
Titolo:	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	
Norma di delega:	Ai sensi dell'articolo 1 della legge 25 ottobre 2017, n. 163	
Numero di articoli:	8	
	Senato	Camera
Date:		
presentazione:	8 febbraio 2019	8 febbraio 2019
annuncio:	8 febbraio 2019	11 febbraio 2019
assegnazione:	8 febbraio 2019	8 febbraio 2019
termine per l'espressione del parere:	20 marzo 2019	20 marzo 2019
Commissione competente :	2 <sup>a</sup> Giustizia, 5 <sup>a</sup> Bilancio e 6 <sup>a</sup> Finanze e tesoro	II Giustizia e VI Finanze
Rilievi di altre Commissioni:	14 <sup>a</sup> Politiche dell'Unione europea	V Bilancio e XIV Politiche dell'Unione Europea

### Contenuto

Lo schema di decreto legislativo in esame, in conformità alla delega conferita al Governo con la [legge di delegazione europea 2016-2017](#) ([legge n. 163/2017](#)), intende recepire nell'ordinamento le disposizioni della [direttiva \(UE\) 2017/828](#), che ha modificato la [direttiva 2007/36/UE](#) (*Shareholders' Rights Directive* o "SHRD") in tema di incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti.

Per favorire un più consapevole e stabile coinvolgimento degli azionisti nel governo societario e semplificare l'esercizio dei relativi diritti, la [direttiva 2017/828/UE](#); ha introdotto presidi normativi volti ad assicurare che le società abbiano il diritto di identificare i propri azionisti e che gli intermediari agevolino l'esercizio dei diritti da parte dell'azionista, ivi compreso il diritto di partecipare e votare nelle assemblee generali. Viene inoltre richiesto a investitori istituzionali e gestori di attività di fare *disclosure* sulla propria politica di impegno nelle società partecipate e sulla politica di investimento. Sono inoltre dettati presidi informativi e procedurali relativi alla politica di remunerazione degli amministratori e alle operazioni con parti correlate.

**L'articolo 1** dello schema, modificando l'articolo 2391-*bis* del codice civile, affida alla Consob l'individuazione di alcuni aspetti di dettaglio in materia di operazioni con parti correlate, quali le soglie di rilevanza; le regole procedurali e di trasparenza; i casi di esenzione dalla disciplina; l'obbligo di astensione dalla deliberazione sulle operazioni.

**L'articolo 2**, intervenendo sulla disciplina della gestione accentrata di strumenti finanziari contenuta nel Testo Unico Finanziario – TUF ([D.Lgs. n. 58 del 1998](#)) delega la Consob, d'intesa con la Banca d'Italia, ad adottare un regolamento che reca le disposizioni attuative della richiamata direttiva; disciplina i compiti degli intermediari in relazione all'identificazione degli azionisti, alla trasmissione delle informazioni rilevanti ed all'agevolazione dell'esercizio dei diritti dei soci, nonché i costi connessi a tali servizi; limita l'identificazione degli azionisti ai titolari di una partecipazione superiore allo 0,5% del capitale sociale, con diritto di voto.

**L'articolo 3** modifica la Parte IV (Titolo III, Capo II) del TUF in merito alla relazione sulla **politica di remunerazione** e sui compensi corrisposti e introduce la sezione sulla **trasparenza degli investitori**

**istituzionali, dei gestori di attivi e dei consulenti in materia di voto.**

**L'articolo 4** novella la **disciplina sanzionatoria** del TUF, in ottemperanza alle norme della direttiva che richiedono agli Stati membri di stabilire misure e sanzioni efficaci, proporzionate e dissuasive in caso di violazione delle disposizioni nazionali adottate in attuazione della medesima direttiva.

Gli **articoli 5 e 6**, rispettivamente, adeguano la disciplina dei fondi pensione e delle imprese assicurative alle previsioni della novellata direttiva SHRD.

**L'articolo 7** contiene le **disposizioni transitorie** e finali; salve alcune specifiche deroghe, lo schema **entra in vigore il 10 giugno 2019**.

**L'articolo 8** reca la clausola di **invarianza finanziaria**.

## La norma di delega

Con la [legge di delegazione europea 2016-2017 \(legge n. 163/2017\)](#), il Parlamento ha delegato al Governo l'adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni della **direttiva (UE) 2017/828** che modifica la [direttiva 2007/36/UE](#) (*Shareholders' Rights Directive* o SHRD) per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti.

La legge di delegazione europea 2016-2017 ha previsto, con riferimento ai principi e criteri direttivi per l'attuazione della citata direttiva, **l'applicazione del regime di carattere generale disposto dall'[articolo 32 della legge n. 234 del 2012](#)**, recante norme generali sulla partecipazione dell'Italia alla formazione e all'attuazione della normativa e delle politiche dell'Unione europea. Non sono invece previsti principi e criteri specifici.

Il termine di **recepimento** della [direttiva 2017/828/UE](#) è; fissato al **10 giugno 2019** dall'articolo 2 della medesima direttiva e dall'**Allegato A** della legge delegazione europea 2017.

Per quanto riguarda le **procedure, i principi e i criteri direttivi** della delega, [l'articolo 1, comma 1, della legge n. 163 del 2017](#) rinvia alle disposizioni previste dagli articoli 31 e 32 della [legge 24 dicembre 2012, n. 234](#). Ai sensi del comma 1 del richiamato articolo 31, il Governo deve adottare i decreti legislativi entro il termine di quattro mesi antecedenti a quello di recepimento indicato in ciascuna delle direttive.

Il successivo comma 3 stabilisce che la legge di delegazione europea indica le direttive in relazione alle quali sugli schemi dei decreti legislativi di recepimento è acquisito il parere delle competenti Commissioni parlamentari della Camera dei deputati e del Senato della Repubblica. In tal caso gli schemi dei decreti legislativi sono trasmessi, dopo l'acquisizione degli altri pareri previsti dalla legge, alla Camera dei deputati e al Senato della Repubblica affinché su di essi sia espresso il parere delle competenti Commissioni parlamentari.

Qualora il termine per l'espressione del parere parlamentare scada nei trenta giorni che precedono la scadenza dei termini di delega (di cui al già richiamato comma 1) o successivamente, questi ultimi sono **prorogati di tre mesi**.

Come anticipato, il termine di recepimento della direttiva è fissato al 10 giugno 2019. Ai sensi del comma 1 dell'articolo 31, il decreto legislativo di recepimento avrebbe dovuto essere adottato dunque entro il 10 febbraio, ma l'Atto del Governo in commento è stato assegnato alle competenti Commissioni parlamentari della Camera l'8 febbraio 2019; il termine per l'espressione del parere è fissato al 20 marzo 2019. Di conseguenza, ai sensi dell'articolo 31, comma 5, i termini per l'esercizio della delega sono prorogati al **10 maggio 2019**.

La legge di delegazione europea 2016-2017 ha previsto, con riferimento ai principi e criteri direttivi per l'attuazione della citata direttiva, **l'applicazione del regime di carattere generale disposto dall'[articolo 32 della legge n. 234 del 2012](#)**, recante norme generali sulla partecipazione dell'Italia alla formazione e all'attuazione della normativa e delle politiche dell'Unione europea. Non sono invece stati previsti principi e criteri specifici.

Si ricorda che **l'articolo 6 del disegno di legge di delegazione europea 2018 (A.C. 1201, approvato dalla Camera dei deputati, ora all'esame del Senato, A.S. 944)**, prevede una nuova delega al Governo con specifici **principi e criteri direttivi per l'attuazione della [direttiva \(UE\) 2017/828](#)**.

In particolare, il comma 1 dell'articolo 6, alle lettere *a)*, *h)* ed *l)*, dispone l'adozione delle modificazioni, integrazioni e abrogazioni alla normativa vigente occorrenti ai fini dell'attuazione della normativa europea, prevedendo il ricorso alla delega nei confronti delle autorità nazionali competenti, nel rispetto della ripartizione di competenze e di funzioni di vigilanza, per individuare a livello regolamentare termini e modalità di attuazione degli obblighi previsti dall'articolo 1 della direttiva (contenente le modifiche alla [direttiva 2007/36/UE](#)).

La lettera *b*) individua la Consob quale autorità competente a informare la Commissione europea in merito a sostanziali difficoltà pratiche nell'applicazione o in caso di mancata osservanza delle disposizioni del capo I-*bis* della [direttiva 2007/36/UE](#), come modificata dalla [direttiva 2017/828](#), in tema di identificazione degli azionisti, trasmissione delle informazioni e agevolazione dell'esercizio dei diritti di voto degli azionisti, da parte di intermediari dell'Unione o di un paese terzo.

La lettera *c*) delega il Governo a dare specifica attuazione al nuovo articolo 3-*bis* della [direttiva 2007/36/UE](#), ai sensi del quale gli Stati membri assicurano che le società abbiano il diritto di identificare i propri azionisti. In particolare, il Governo deve individuare la percentuale di azioni o diritti di voto, non superiore allo 0,5 per cento, al di sopra della quale le società sono autorizzate a richiedere l'identificazione propri azionisti, anche al fine di garantire l'efficienza del mercato del controllo societario.

La lettera *d*) dispone in merito all'attuazione del capo I-*ter* della direttiva, contenente la trasparenza degli investitori istituzionali, dei gestori di attivi e dei consulenti in materia di voto.

La lettera *e*) specifica la necessità di dare attuazione ai nuovi articoli 9-*bis* e 9-*ter* della direttiva, relativi al diritto di voto sulla politica di remunerazione degli amministratori e alle informazioni da fornire e diritto di voto sulla relazione sulla remunerazione, apportando alla relativa disciplina, contenuta nel [decreto legislativo n. 58 del 1998](#) (Testo Unico della Finanza - TUF), le modifiche necessarie, ferma restando la disciplina in materia prevista per gli intermediari operanti nel settore bancario, finanziario e assicurativo.

La lettera *f*) include fra i criteri direttivi la necessità di apportare al codice delle assicurazioni private ([decreto legislativo n. 209 del 2005](#)) le integrazioni alla disciplina del sistema di governo societario per i profili attinenti alla remunerazione. Il Governo viene inoltre delegato a modificare il codice delle assicurazioni con riferimento ai requisiti e ai criteri di idoneità degli esponenti aziendali, dei soggetti che svolgono funzioni fondamentali e dei partecipanti al capitale al fine di assicurarne la conformità alle disposizioni contenute nella [direttiva 2009/138/UE](#) (cd. *Solvency II* che disciplina l'accesso e l'esercizio delle attività di assicurazione e di riassicurazione), alle disposizioni direttamente applicabili dell'Unione europea, nonché alle raccomandazioni, linee guida e altre disposizioni emanate dalle autorità di vigilanza europee in materia.

La lettera *g*) dispone di apportare alla disciplina in materia di operazioni con parti correlate le modifiche necessarie ad assicurarne la conformità con il nuovo articolo 9-*quater* della [direttiva 2007/36/UE](#). Nell'esercizio delle opzioni che la normativa rimette alla determinazione degli Stati membri, viene specificata la necessità di preservare, ove compatibili con la direttiva, i presidi di tutela già previsti dal diritto nazionale. Devono, in particolare, essere conservati sia la disciplina prevista per gli intermediari operanti nel settore bancario, finanziario e assicurativo, sia i principi generali di cui all'[articolo 2391-bis del codice](#) civile, che delega alla Consob il compito di dettare i principi ai quali gli organi di amministrazione delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio devono ispirarsi per garantire la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni che coinvolgono parti correlate.

La lettera *i*) individua la necessità di prevedere sanzioni amministrative efficaci, proporzionate e dissuasive ai sensi dell'[articolo 1, paragrafo 1, n. 5\), della direttiva 2017/828](#), nel rispetto dei criteri e delle procedure previsti dalle disposizioni nazionali vigenti che disciplinano l'esercizio del potere sanzionatorio da parte delle autorità nazionali competenti ad irrogarle. Vengono, infine, identificati l'importo minimo (2.500 euro) e quello massimo (10 milioni di euro) riferiti alle sanzioni amministrative pecuniarie.

## La normativa europea sull'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti

La **direttiva (UE) 2017/828** è volta a favorire un più **consapevole e stabile coinvolgimento degli azionisti** nel governo societario e a semplificare l'esercizio dei relativi diritti. Al fine di perseguire tali obiettivi, vengono introdotti nuovi presidi normativi per assicurare che le società abbiano il **diritto di identificare i propri azionisti** e che gli **intermediari agevolino l'esercizio dei diritti da parte dell'azionista**, ivi compreso il diritto di partecipare e votare nelle assemblee generali. Viene inoltre **richiesto a investitori istituzionali e gestori di attività di fare disclosure sulla propria politica di impegno nelle società partecipate** e sulla **politica di investimento**. Vengono infine dettati presidi informativi e procedurali relativi alla **politica di remunerazione degli amministratori** e alle **operazioni con parti correlate**.

Più in particolare, le modifiche introdotte alla [direttiva 2007/36/CE](#) riguardano:

**1) l'identificazione degli azionisti** (nuovo articolo 3-*bis*). Spetta agli Stati membri assicurare che le società abbiano il diritto di identificare i propri azionisti. A tal fine, su richiesta della società o di un soggetto terzo da essa nominato, gli intermediari sono tenuti a comunicare tempestivamente alla società l'identità degli azionisti (paragrafo 2);

**2) la trasmissione delle informazioni** (nuovo articolo 3-*ter*). Si prevede l'obbligo, per gli intermediari, di trasmettere senza ritardo agli azionisti le informazioni necessarie per l'esercizio dei diritti conferiti dalle azioni, destinate a tutti i detentori di azioni della stessa categoria (paragrafo 1, lettera a). In alternativa, gli intermediari possono trasmettere una comunicazione che indichi dove tali informazioni sono disponibili sul sito Internet della società (paragrafo 1, lettera b). Di converso, il paragrafo 4 impone altresì agli intermediari di "trasmettere alla società, senza indugio e conformemente alle istruzioni ricevute dagli azionisti, le informazioni ricevute dagli azionisti connesse all'esercizio dei diritti conferiti dalle loro azioni";

**3) l'agevolazione dell'esercizio dei diritti degli azionisti** (nuovo articolo 3-*quater*) da parte degli intermediari. Questi, anche con riferimento alla partecipazione e votazione in occasione di assemblee generali, dovranno:

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

**4) la trasparenza degli investitori istituzionali** (enti pensionistici o assicurativi del ramo vita), **dei gestori di attivi** (imprese di investimento che prestano servizi di gestione del portafoglio agli investitori e le società di gestione del risparmio) e **dei consulenti in materia di voto** (nuovo capitolo I-*ter*, articoli da 3-*octies* a 3-*duodecies*). Si prevede l'obbligo per:

- a) gli investitori istituzionali e gestori di attivi di sviluppare e comunicare al pubblico sia una politica di impegno che descriva le modalità con cui integrano l'impegno degli azionisti nella loro strategia di investimento sia le modalità di attuazione di tale politica (nuovo articolo 3-*octies*);
- b) gli investitori istituzionali di comunicare al pubblico in che modo gli elementi principali della loro strategia di investimento azionario siano coerenti con il profilo e la durata delle loro passività, in che modo contribuiscano al rendimento a medio e lungo termine dei loro attivi, nonché specifiche informazioni relative ad accordi eventualmente conclusi con gestori di attivi (nuovo articolo 3-*nonies*);
- c) i gestori di attivi che hanno concluso accordi con investitori istituzionali di comunicare a tali investitori, su base annuale, in che modo la strategia d'investimento e la relativa attuazione rispettano l'accordo e contribuiscono al rendimento a medio e lungo termine degli attivi dell'investitore istituzionale o del fondo (nuovo articolo 3-*decies*);
- d) i consulenti in materia di voto di fare pubblicamente riferimento al codice di condotta applicato e riferire in merito alla sua applicazione. In caso di mancata applicazione di alcun codice, occorre illustrarne le ragioni in maniera chiara e motivata (nuovo articolo 3-*undecies*).

**5) la remunerazione dei dirigenti** (articoli 9-*bis* e 9-*ter*). Ai sensi del nuovo articolo 9-*bis* le società devono elaborare una politica di remunerazione degli amministratori, sulla quale agli azionisti deve essere assicurato un diritto di voto vincolante in sede di assemblea generale. Ai sensi dell'articolo 9-*bis*, paragrafo 3, tuttavia, gli Stati membri hanno la facoltà di stabilire la natura consultiva di tale voto. Dopo la votazione in assemblea, la politica di remunerazione viene condivisa con il pubblico mediante la pubblicazione sul sito Internet della società, rimanendo accessibile gratuitamente almeno per tutto il periodo di applicabilità (paragrafo 7).

Sulla base di tale politica, deve essere redatta una "relazione sulla remunerazione, chiara e comprensibile, che fornisca un quadro completo della remunerazione, compresi tutti i benefici in qualsiasi forma, riconosciuta o dovuta nel corso dell'ultimo esercizio ai singoli amministratori" (articolo 9-*ter*);

**6) le operazioni con parti correlate** (articolo 9-*quater*). Con tale espressione si intendono, in generale, tutti i soggetti che sono in grado di esercitare un'influenza su una società che ha la sua sede legale in uno Stato membro e le cui azioni sono ammesse alla negoziazione su un mercato regolamentato situato o operante all'interno di uno Stato membro. Le operazioni effettuate fra parti correlate devono essere rese note al pubblico dalle società al più tardi entro la loro conclusione con la diffusione di specifiche informazioni. Le operazioni di natura "rilevante", oltre ad essere rese note al pubblico, devono essere approvate dall'assemblea generale o dall'organo di amministrazione o vigilanza della società, con procedure che impediscono alla parte correlata di trarre vantaggio dalla sua posizione e che tutelano in modo adeguato gli interessi della società e degli azionisti che non sono una parte correlata, compresi gli azionisti di minoranza (paragrafo 4). Agli Stati membri è riconosciuta la facoltà di esentare dai predetti obblighi specifiche tipologie di operazioni.

Agli Stati membri spetta stabilire le norme relative alle misure e sanzioni ("efficaci, proporzionate e dissuasive") applicabili in caso di violazione delle disposizioni nazionali adottate in attuazione della direttiva in esame (articolo 14-*ter*).

## Lo schema di decreto

### Articolo 1

**L'articolo 1**, in conformità all'articolo 9-*quater* della [direttiva 2007/36/UE](#), modifica l'articolo 2391-*bis* del codice civile, affidando alla Consob l'individuazione di alcuni aspetti di dettaglio in materia di **operazioni con parti correlate**, quali le **soglie di rilevanza**; le **regole procedurali e di trasparenza**; i casi di **esenzione** dalla disciplina; l'**obbligo di astensione** dalla deliberazione sulle operazioni.

**L'articolo 1, lettera a)**, reca una modifica formale al secondo comma dell'articolo 2391-*bis* del codice civile, specificando che, oltre ai principi generali indicati dalla Consob, alle operazioni con parti correlate si applicano anche **le regole che assicurano la trasparenza e la correttezza sostanziale** adottate dagli

organi di amministrazione delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio.

Si ricorda che l'**articolo 2391-bis del codice civile**, in materia di operazioni con parti correlate, prevede che gli organi di amministrazione delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio adottano, secondo **principi generali** indicati dalla Consob, **regole che assicurano la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale** delle operazioni con parti correlate e li rendono noti nella relazione sulla gestione; a tali fini possono farsi assistere da esperti indipendenti, in ragione della natura, del valore o delle caratteristiche dell'operazione. I **principi** di cui al primo comma **si applicano alle operazioni** realizzate direttamente o per il tramite di società controllate e disciplinano le operazioni stesse in termini di competenza decisionale, di motivazione e di documentazione. L'organo di controllo vigila sull'osservanza delle regole adottate ai sensi del primo comma e ne riferisce nella relazione all'assemblea.

La **lettera b)** introduce nello stesso articolo 2391-bis **un nuovo comma (il terzo)** che specifica i contenuti minimi che la **regolamentazione** secondaria della **Consob** deve disciplinare per dare attuazione [all'articolo 9-quater della direttiva 2007/36/UE 6\)](#), introdotto dall'articolo I, punto 4, della [direttiva 2017/828/UE](#), in materia di **operazioni con parti correlate**.

Si segnala che con l'espressione parti correlate si intendono, in generale, **tutti i soggetti che sono in grado di esercitare un'influenza** su una società che ha la sede legale in uno Stato membro e le cui azioni sono ammesse alla negoziazione su un mercato regolamentato situato o operante all'interno di uno Stato membro. In particolare, secondo la definizione [della delibera n. 17221 della Consob del 12 marzo del 2010](#) un soggetto è parte correlata a una società se:

(a) direttamente, o indirettamente, anche attraverso società controllate, fiduciari o interposte persone:

(i) controlla la società, ne è controllato, o è sottoposto a comune controllo;

(ii) detiene una partecipazione nella società tale da poter esercitare un'influenza notevole su quest'ultima;

(iii) esercita il controllo sulla società congiuntamente con altri soggetti;

(b) è una società collegata della società;

(c) è una *joint venture* in cui la società è una partecipante;

(d) è uno dei dirigenti con responsabilità strategiche della società o della sua controllante;

(e) è uno stretto familiare di uno dei soggetti di cui alle lettere (a) o (d);

(f) è un'entità nella quale uno dei soggetti di cui alle lettere (d) o (e) esercita il controllo, il controllo congiunto o l'influenza notevole o detiene, direttamente o indirettamente, una quota significativa, comunque non inferiore al 20%, dei diritti di voto;

(g) è un fondo pensionistico complementare, collettivo od individuale, italiano od estero, costituito a favore dei dipendenti della società, o di una qualsiasi altra entità ad essa correlata.

Per **operazione** con una parte correlata si intende **qualunque trasferimento di risorse, servizi o obbligazioni fra parti correlate, indipendentemente dal fatto che sia stato pattuito un corrispettivo**. Si considerano comunque incluse: le operazioni di fusione, di scissione per incorporazione o di scissione in senso stretto non proporzionale, ove realizzate con parti correlate; ogni decisione relativa all'assegnazione di remunerazioni e benefici economici, sotto qualsiasi forma, ai componenti degli organi di amministrazione e controllo e ai dirigenti con responsabilità strategiche.

Per una panoramica completa sull'attività regolamentare svolta dalla Consob sulla materia si consiglia la consultazione della pagina [web Storico regolamento operazioni con parti correlate](#) presente sul sito istituzionale dell'Autorità.

In particolare, è affidata alla Consob l'individuazione **almeno**:

- delle **soglie di rilevanza** delle operazioni con parti correlate, tenendo conto di **indici quantitativi legati al controvalore dell'operazione o al suo impatto su uno o più parametri dimensionali della società**. La Consob può individuare anche criteri di rilevanza che tengano conto della **natura dell'operazione e della tipologia di parte correlata**;

Su questo aspetto, l'articolo 9-quater della [direttiva 2007/36/UE 6\)](#) dispone che nella definizione di operazioni rilevanti, gli Stati membri stabiliscono uno o più **indici quantitativi legati all'impatto dell'operazione sulla situazione finanziaria, sui profitti, sugli attivi, sulla capitalizzazione**, incluso il capitale, o sul **fatturato** della società ovvero tengono conto della natura dell'operazione e della posizione della parte correlata.

- di **regole procedurali e di trasparenza proporzionate** rispetto alla rilevanza e alle caratteristiche delle operazioni, alle dimensioni della società ovvero alla tipologia di società che fa ricorso al mercato del capitale di rischio, nonché dei **casi di esenzione** dall'applicazione, in tutto o in parte, delle predette regole;

Il decreto recepisce la previsione del paragrafo 6 dell'articolo 9-quater della [direttiva 2007/36/UE 6\)](#) che prevede che **gli Stati membri possono esentare, o possono consentire alle società di esentare**, dagli obblighi previsti nell'articolo alcune operazioni quali:

- a. operazioni concluse tra la società e le sue controllate, a condizione che queste ultime siano interamente partecipate dalla società o che nessun'altra parte correlata della società detenga un interesse nella controllata o a condizione che il diritto nazionale preveda un'adeguata tutela degli interessi della società, della controllata e

- b. tipologie di operazioni chiaramente definite per le quali il diritto nazionale richiede l'approvazione dell'assemblea generale degli azionisti, a condizione che tali disposizioni normative prevedano e tutelino in modo specifico il trattamento equo di tutti gli azionisti e gli interessi della società e degli azionisti che non sono una parte correlata, inclusi gli azionisti di minoranza;
  - c. operazioni relative alla remunerazione degli amministratori o taluni elementi della remunerazione degli amministratori riconosciuta o dovuta;
  - d. operazioni concluse da enti creditizi sulla base di misure volte a salvaguardare la loro stabilità, adottate dalle autorità competenti responsabili della vigilanza prudenziale ai sensi del diritto dell'Unione;
  - e. operazioni offerte a tutti gli azionisti alle medesime condizioni, assicurando la parità di trattamento di tutti gli azionisti e la tutela degli interessi della società.
- dei casi in cui **gli amministratori**, fermo restando quanto previsto dall'articolo 2391, e **gli azionisti** coinvolti **nell'operazione sono tenuti ad astenersi dalla votazione** sulla stessa ovvero **misure di salvaguardia** a tutela dell'interesse della società che consentono ai predetti **azionisti di prendere parte alla votazione** sull'operazione.

Su questo ultimo aspetto si segnala che il decreto **solo con riferimento agli azionisti** prevede la possibilità di individuare misure di salvaguardia al fine di consentirne la partecipazione al voto. Un obbligo di astensione generalizzata impedirebbe, infatti, agli azionisti di controllo di esercitare il proprio voto in operazioni di competenza assembleare che li coinvolgono. L'articolo 9-*quater* della [direttiva 2007/36/UE](#), a tale riguardo, stabilisce che qualora l'operazione con parti correlate coinvolga un amministratore o un azionista, l'amministratore o l'azionista è escluso dall'approvazione o dalla votazione. **Gli Stati membri possono consentire all'azionista** che è una parte correlata di partecipare alla votazione, **purché il diritto nazionale preveda adeguate misure di salvaguardia** che si applicano prima o in occasione della procedura di votazione per tutelare gli interessi della società e degli azionisti che non sono una parte correlata, inclusi gli azionisti di minoranza.

Si ricorda, infine, che il richiamato [articolo 2391 del codice civile](#), in materia di interessi degli amministratori, prevede, tra l'altro, che l'amministratore deve dare notizia agli altri amministratori e al collegio sindacale di ogni interesse che, per conto proprio o di terzi, abbia in una determinata operazione della società, precisandone la natura, i termini, l'origine e la portata; se si tratta di amministratore delegato, deve altresì astenersi dal compiere l'operazione, investendo della stessa l'organo collegiale, se si tratta di amministratore unico, deve darne notizia anche alla prima assemblea utile. Nei casi previsti dal precedente comma la deliberazione del consiglio di amministrazione deve adeguatamente motivare le ragioni e la convenienza per la società dell'operazione.

## Articolo 2

**L'articolo 2** dello schema modifica la Parte III, Titolo II-*bis*, Capo IV, del Testo Unico Finanziario – TUF, relativa alla **gestione accentrata di strumenti finanziari**.

Si ricorda che la gestione accentrata di strumenti finanziari è un sistema nel quale, attraverso le regolazioni contabili, il trasferimento dei diritti incorporati in un titolo avviene senza la circolazione materiale del titolo medesimo. In tal modo le società incaricate possono custodire gli strumenti finanziari e restituire all'occorrenza non i titoli inizialmente consegnati, ma altri della stessa specie per un equivalente controvalore. L'attività di gestione accentrata soggiace a **riserva di legge** e gode di una disciplina specifica; è sottoposta a regime autorizzatorio ed il funzionamento del sistema è affidato a regolamenti congiunti di Consob e Banca d'Italia.

Il servizio di gestione accentrata è stato affidato a Monte Titoli con decreto ministeriale del 2000 per i titoli di Stato e con delibera Consob del 2001 per gli strumenti finanziari in genere. Il TUF come anticipato attribuisce alla Banca d'Italia e alla Consob poteri normativi, di autorizzazione e di controllo nei confronti delle società di gestione accentrata. In particolare, per l'attività di vigilanza sul sistema di gestione accentrata è prevista la c.d. "vigilanza per finalità": la Consob assicura la trasparenza e la tutela degli investitori, mentre la Banca d'Italia persegue la stabilità e il contenimento del rischio sistemico.

Nel 2008 le due autorità hanno emanato il Regolamento recante la disciplina dei servizi di gestione accentrata, di liquidazione, dei sistemi di garanzia e delle relative società di gestione (**provvedimento del 22 febbraio 2008**), che inserisce in un unico testo normativo la disciplina concernente il funzionamento dei servizi di gestione accentrata, garanzia e liquidazione degli strumenti finanziari; la definitività degli ordini di trasferimento degli strumenti finanziari; la liquidazione delle insolvenze di mercato; le istruzioni di vigilanza per le società del *post-trading*; le linee-guida in materia di *business continuity* e di *outsourcing* di attività strategiche.

A **livello europeo**, nel settembre del 2014 è stato emanato un Regolamento relativo alla razionalizzazione del settore del regolamento titoli nell'Unione europea e dei depositari centrali di titoli (CSD), noto con il nome di **CSD Regulation**, con il duplice obiettivo di creare in Europa un mercato unico dei servizi di gestione accentrata e di regolamento dei titoli e di favorire un'attenuazione dei rischi di regolamento delle transazioni in strumenti finanziari.

Le disposizioni in esame (**articolo 2, comma 1**) in primo luogo modificano **l'articolo 82 del TUF** in tema di **attività e regolamento della gestione accentrata**.

Le modifiche al comma 2 dell'articolo 82 TUF (**articolo 2, comma 1, lettera a**)) sono funzionali al coordinamento normativo con l'introdotta comma 4-*bis*, di cui alla successiva lettera *b*).

Con l'inserimento (**articolo 2, comma 1, lettera b**)) del **nuovo comma 4-*bis* all'articolo 82** si delega la Consob, d'intesa con la Banca d'Italia, ad adottare un **regolamento** che reca le disposizioni attuative della **direttiva sui diritti degli azionisti** (*Shareholder Rights Directive*, SHRD), come modificata dalla [direttiva](#)

[828/2017/UE](#) per quanto concerne taluni aspetti relativi alla disciplina dell'identificazione degli azionisti, della trasmissione delle informazioni e dell'agevolazione dell'esercizio dei diritti degli azionisti.

Più in dettaglio, le norme secondarie individuano:

- a. le attività che depositari centrali ed intermediari sono tenuti a svolgere in conformità con gli articoli 3-*bis*, 3-*ter* e 3-*quater* della [direttiva 2007/36/UE](#), rispettivamente relativi all'identificazione degli azionisti, alla trasmissione delle informazioni tra azionisti e intermediari, nonché all'agevolazione dell'esercizio dei diritti degli azionisti;
- b. i soggetti coinvolti nel processo di identificazione degli azionisti (disciplinato dal nuovo articolo 83-*duodecies*) e le relative modalità operative;
- c. le modalità e i termini per la conservazione e il trattamento dei dati identificativi acquisiti dagli emittenti ai sensi della nuova disciplina (articolo 83-*duodecies*, comma 1);
- d. le modalità operative per la trasmissione delle informazioni e l'agevolazione dell'esercizio dei diritti degli azionisti;
- e. le ulteriori disposizioni attuative della citata direttiva, per gli aspetti connessi alla disciplina dell'attività di gestione accentrata.

**Il comma 2 dell'articolo 2** modifica l'**articolo 83-novies**, comma 1, del TUF, relativo ai **compiti degli intermediari**.

Viene introdotta una nuova lettera g-*bis*), che pone a carico degli intermediari gli obblighi di trasmissione delle informazioni la cui individuazione puntuale è demandata al menzionato regolamento Consob – Banca d'Italia.

Il **comma 3** dell'articolo 2 introduce nel TUF il **nuovo articolo 83-novies.1**, volto a chiarire i principi da applicare ai **costi dei servizi resi** dagli intermediari in ottemperanza alle disposizioni del capo I-*bis* della direttiva SHRD, ossia i servizi di identificazione degli azionisti, di trasmissione di informazioni e di agevolazione dell'esercizio dei diritti di voto.

In particolare, nel recepire l'articolo 3-*quinqüies* della direttiva - in tema di non discriminazione, proporzionalità e trasparenza dei costi - si dispone che gli intermediari e i depositari centrali **comunichino al pubblico i corrispettivi** per i menzionati servizi (prestati ai sensi del capo I-*bis* della [direttiva 2007/36/UE](#)), distintamente per ciascun servizio (articolo 83-*novies.1*, comma 1).

Si chiarisce (articolo 83-*novies.1*, comma 2) che i **corrispettivi** applicati agli azionisti, agli emittenti con azioni ammesse alle negoziazioni nei mercati regolamentati italiani o di altri Stati membri dell'Unione europea, e agli altri intermediari, devono essere **non discriminatori e proporzionati** ai costi effettivi sostenuti per la prestazione dei servizi. Qualsiasi differenza fra i corrispettivi applicati per l'esercizio dei diritti a livello nazionale e transfrontaliero è consentita solo se debitamente giustificata e se tiene conto della variazione dei costi effettivi sostenuti per la prestazione dei connessi servizi.

Il Governo, nella relazione illustrativa, chiarisce di non aver ritenuto opportuno l'esercizio dell'opzione - rimessa dalla direttiva agli Stati membri – ai sensi della quale è possibile vietare agli intermediari la richiesta di commissioni per i servizi dagli stessi forniti, in quanto reputa che tale divieto impedirebbe loro di recuperare dalla clientela i costi sostenuti per l'implementazione dei processi.

**Il comma 4 dell'articolo 2** apporta numerose modifiche **all'articolo 83-duodecies del TUF**, che disciplina **l'identificazione degli azionisti**.

Si rammenta che il legislatore italiano (con il [D.Lgs. n. 27 del 2010](#)) ha introdotto nel TUF l'articolo 83-*duodecies*, che qualifica l'identificazione degli azionisti come una facoltà da prevedere specificamente nello statuto, ferma restando la possibilità per i soci di negare il proprio consenso ad essere identificati (c.d. *opt-out*). Più in dettaglio (comma 1 del vigente articolo 83-*duodecies*), se previsto dallo statuto, le società italiane quotate possono chiedere, in qualsiasi momento e con oneri a proprio carico, agli intermediari, tramite un depositario centrale, i dati identificativi degli azionisti che non abbiano espressamente vietato la comunicazione degli stessi, unitamente al numero di azioni registrate sui conti ad essi intestati.

Dall'altro lato l'articolo 3-*bis* della direttiva SHRD, introdotto dalla [direttiva 2017/828/UE](#), dispone il diritto degli emittenti a identificare in qualsiasi momento gli azionisti, per favorire, tramite la comunicazione tra emittente e soci, l'esercizio dei diritti di questi ultimi e il loro impegno (c.d. *engagement*) nei confronti della società. La direttiva consente agli Stati membri di limitare l'identificazione agli azionisti titolari di una partecipazione minima di capitale, in misura non superiore allo 0,5%.

Il Governo, nella relazione illustrativa, chiarisce che la scelta del legislatore italiano è derivata da esigenze di corretto funzionamento del mercato: l'identificazione potrebbe costituire infatti una misura c.d. "difensiva" per scoprire l'esistenza di soggetti interessati ad acquisire una partecipazione significativa nell'emittente, tuttavia al di sotto della soglia rilevante ai fini della ordinaria disciplina della trasparenza proprietaria. L'identificazione potrebbe quindi avere ricadute negative sull'efficienza del mercato del controllo societario in quanto consente agli amministratori o, per il loro tramite, agli azionisti di riferimento di venire a conoscenza di azionisti che mirano ad acquisire partecipazioni significative e svelarne l'esistenza (rendendo così più onerosa la costituzione di una partecipazione iniziale significativa, c.d. *toehold*) o intraprendere altre misure difensive.

Per tali ragioni, il Governo altresì rileva come l'Italia nel negoziato sulla direttiva, ha sostenuto il menzionato "*opt-*

out" del socio (in linea con la disciplina vigente) ovvero, in alternativa, la limitazione dell'ambito applicativo del processo di identificazione agli azionisti titolari di una partecipazione di capitale superiore allo 0,5%, per far sì che tale processo si concentri su quegli azionisti titolari di una partecipazione "qualificata", che più potrebbero avere interesse ad essere identificati per avviare effettivamente un *engagement* con la società.

Con le **novelle al comma 1 dell'articolo 83-duodecies**, lo schema **limita l'identificazione agli azionisti titolari di una partecipazione superiore allo 0,5% del capitale sociale con diritto di voto**; al di sotto di tale soglia, dunque, non sussiste in capo agli emittenti un diritto di identificare i propri azionisti.

Non si preclude così agli azionisti titolari di una partecipazione inferiore allo 0,5% del capitale, qualora di interesse, di farsi conoscere dall'emittente, stabilendo di sua iniziativa un contatto con lo stesso al fine di instaurare un dialogo diretto.

Si abroga il comma 2 dell'articolo 83-duodecies, che pone il termine di dieci giorni di mercato aperto dal giorno della richiesta per l'adempimento degli obblighi di identificazione degli azionisti (ovvero il diverso termine stabilito dalla Consob, d'intesa con la Banca d'Italia, con regolamento).

Il **nuovo comma 2-bis** prevede che gli intermediari e i depositari centrali siano legittimati ad adempiere alle richieste dei dati identificativi degli azionisti formulate da emittenti aventi la sede legale in un altro Stato membro dell'Unione europea, con azioni ammesse alle negoziazioni nei mercati regolamentati italiani o di altri Stati membri dell'Unione europea.

Tale disposizione recepisce l'articolo 3-bis, paragrafo 6, della Direttiva SHRD, ai sensi del quale gli Stati membri assicurano che l'intermediario che comunica le informazioni relative all'identità degli azionisti conformemente alle norme stabilite nel medesimo articolo non sia considerato in violazione di eventuali restrizioni alla comunicazione di informazioni imposte da clausole contrattuali o da disposizioni legislative, regolamentari o amministrative.

Viene mantenuto l'obbligo per la società di rendere nota al mercato l'attivazione di una procedura di identificazione, con un comunicato stampa, nonché di aggiornare il libro soci sulla base dei dati ricevuti (originario **comma 4 dell'articolo 83-duodecies**, sostanzialmente non modificato) nonché il diritto per una minoranza qualificata di azionisti di richiedere alla società di effettuare l'identificazione dei soci (**novellato comma 3 dell'articolo 83-duodecies**; si tratta di tanti soci che rappresentino almeno la metà della quota minima di partecipazione, stabilita dalla Consob).

Il Governo al riguardo rileva che il diritto delle minoranze a richiedere l'identificazione è in linea con la finalità - espressamente menzionata dal considerando 6 della [Direttiva 2017/828/UE](#) tra gli ulteriori scopi perseguibili dagli Stati membri tramite l'identificazione - di favorire la cooperazione tra gli azionisti.

Per quanto riguarda il trattamento e la conservazione dei dati identificativi degli azionisti, la direttiva SHRD (articolo 3-bis, paragrafo 4) pone limiti stringenti che possono essere superati qualora il trattamento di tali dati assolva a scopi diversi, stabiliti dagli Stati membri. Il Governo al riguardo rileva che il diritto di identificare gli azionisti, come recepito dallo schema di decreto, assolve esplicitamente l'ulteriore citata finalità di agevolare il coordinamento tra soci: di conseguenza il trattamento e la conservazione dei dati identificativi non soggiacciono ai limiti previsti dalla Direttiva e possono essere liberamente disciplinati dallo Stato membro.

In particolare l'articolo 82, comma 4-bis, del TUF introdotto dalle norme in esame, delega la Consob - tra l'altro - a definire con regolamentazione secondaria le modalità e i termini per la conservazione e il trattamento dei dati acquisiti ai sensi dell'articolo 83-duodecies.

Con le **modifiche al comma 5** viene mantenuta la possibilità, per le società con azioni ammesse alla negoziazione sui sistemi multilaterali di negoziazione, di prevedere in via statutaria l'applicazione della disciplina dell'identificazione degli azionisti di cui all'articolo 83-duodecies del TUF, secondo le nuove modalità introdotte dalle norme in esame.

### Articolo 3

L'**articolo 3** dello schema modifica la Parte IV (Titolo III, Capo II) del TUF in merito alla relazione sulla **politica di remunerazione** e sui compensi corrisposti e introduce la sezione sulla **trasparenza degli investitori istituzionali, dei gestori di attivi e dei consulenti in materia di voto**.

Il **comma 1** modifica l'articolo 123-ter del TUF, introdotto per dare attuazione alle raccomandazioni della Commissione europea in materia di **remunerazione degli amministratori di società quotate**. Il comma 1 dell'articolo citato prevede che tali società mettano a disposizione del pubblico almeno 21 giorni prima dell'assemblea di approvazione del bilancio una relazione sulla remunerazione, approvata dal consiglio di amministrazione e articolata in due sezioni.

La prima sezione illustra in modo chiaro e comprensibile (come specificato dall'articolo 3, comma 1, lettera d) dello schema in esame) la **politica della società in materia di remunerazione dei componenti** degli organi di amministrazione, dei direttori generali e dei dirigenti con responsabilità strategiche con riferimento almeno all'esercizio successivo e le procedure utilizzate per l'adozione e l'attuazione di tale politica. L'articolo 3, comma 1, lettera d) dello schema in esame amplia il novero dei soggetti rilevanti ai fini della relazione includendo i componenti degli **organi di controllo**.

La seconda illustra le **voci che compongono la remunerazione** di ciascun componente degli organi di



amministrazione e di controllo, dei direttori generali e, in forma aggregata, dei dirigenti con responsabilità strategiche; illustra analiticamente i compensi corrisposti, a qualsiasi titolo e in qualsiasi forma dalla quotata e da società controllate o collegate.

La politica di remunerazione è sottoposta al voto dei soci, che deliberano in senso favorevole o non favorevole. Nel recepimento della direttiva, è stata **modificata la natura del voto dei soci sulla politica di remunerazione** (prima sezione della relazione), prevedendo che tale voto abbia **natura vincolante**, in linea con quanto già disposto dalla disciplina speciale applicabile alle banche e alle assicurazioni. Qualora l'assemblea dei soci non approvi la politica di remunerazione la società continua a corrispondere remunerazioni conformi alla più recente politica approvata dall'assemblea o, in mancanza, può continuare a corrispondere remunerazioni conformi alle prassi vigenti.

L'assemblea delibera **anche sulla seconda sezione** della relazione: in tal caso la natura del **voto è rimasta non vincolante**, fatte salve le diverse previsioni applicabili a banche e assicurazioni, ma l'esito deve essere reso noto al pubblico dalla società (nuovo comma 6 dell'articolo 123-ter).

La **periodicità del voto** sulla politica, che il vigente art. 123-ter del TUF prevede su base annua, viene resa coerente con la durata della politica stessa, entro il limite di tre anni. Un nuovo voto dei soci è poi richiesto in occasione di modifiche della politica: la sottoposizione della politica di remunerazione a una nuova votazione in caso di modifiche dei suoi contenuti che non siano meramente formali o chiarimenti redazionali è coerente con il quadro di maggior flessibilità complessivamente delineato e con l'esigenza di limitare il rischio di variazioni della politica in assenza del coinvolgimento dei soci.

In via generale, le società sono tenute ad attribuire **esclusivamente compensi in linea con la politica di remunerazione approvata** dall'organo amministrativo e sottoposta al voto dei soci. Allo stesso tempo, le società possono, in **circostanze eccezionali**, discostarsi temporaneamente dalla politica. Tali circostanze, come specificato nella stessa direttiva (considerando 30), sono rinvenibili nei casi in cui la deroga sia "necessaria per soddisfare gli interessi a lungo termine e la sostenibilità della società nel complesso o per assicurarne la capacità di stare sul mercato". La deroga deve essere disciplinata sia dal punto di vista procedurale, identificando specifiche condizioni in base alle quali può essere applicata, che nel merito, stabilendo gli elementi a cui è possibile derogare (nuovo comma 3-bis dell'articolo 123-ter).

Con riferimento all'attuazione dell'opzione concessa agli Stati membri di consentire alle "piccole e medie imprese" ai sensi della [direttiva 2013/34/UE](#) di sottoporre la sezione della relazione sui compensi corrisposti (seconda sezione) a una mera discussione assembleare senza votazione, la stessa non è stata esercitata, in quanto, come esposto nella relazione illustrativa del Governo, nella concreta prassi assembleare la maggior parte degli azionisti esprime il proprio voto per delega e in anticipo, anziché partecipare fisicamente all'adunanza. Pertanto, la mancanza di una votazione avrebbe precluso loro la possibilità di esprimere un dissenso sull'attuazione della politica di remunerazione come descritta nella sezione sui compensi corrisposti.

Il **contenuto specifico** di entrambe le sezioni della relazione sulla politica di remunerazione e sui compensi corrisposti è affidato alla **regolamentazione secondaria** adottata dalla Consob, sentite Banca d'Italia e Ivass per i soggetti rispettivamente vigilati (art. 123-ter, commi 7 e 8).

Per quanto riguarda i contenuti della politica di remunerazione (prima sezione), la regolamentazione secondaria dovrà conformarsi a quanto previsto dall'articolo 9-bis della direttiva mentre, per quanto riguarda il contenuto della relazione sui compensi corrisposti (seconda sezione), la normativa di attuazione dovrà tener conto di quanto previsto dall'articolo 9-ter della direttiva, **garantendo al contempo il mantenimento dei più elevati standard di trasparenza** sui compensi corrisposti già previsti nell'ordinamento italiano ai sensi della norma in esame e della regolamentazione secondaria della Consob (articolo 84-qualer del [Regolamento n. 11971/1999](#), Regolamento emittenti)

Il nuovo articolo 123-ter del TUF (comma 4, lettera b-bis), come modificato dallo schema in esame, specifica inoltre che in ciascuna sezione della relazione è necessario **illustrare in che modo la società ha tenuto conto del voto espresso l'anno precedente**.

Con riferimento all'ambito di applicazione della norma, lo schema di decreto in esame mantiene l'obbligo di rappresentare i compensi corrisposti **non solo dalla società quotata** e dalle società del relativo **gruppo**, ma anche da **società collegate**. Tale estensione è consentita dalla direttiva che prevede la possibilità per gli Stati membri di adottare o mantenere disposizioni più rigorose per facilitare ulteriormente l'esercizio dei diritti degli azionisti, promuovere il loro impegno e tutelare gli interessi degli azionisti di minoranza, nonché conseguire altre finalità quali la sicurezza e la solidità degli enti creditizi e delle istituzioni finanziarie.

Ancora all'articolo 123-ter del TUF viene inserito il nuovo comma 8-bis che attribuisce al soggetto che si occupa della revisione legale il compito di verificare l'avvenuta predisposizione della relazione sui compensi corrisposti.

Il **comma 2** attua le nuove norme relative alla **trasparenza degli investitori istituzionali, dei gestori degli attivi e dei consulenti in materia di voto**.

Gli obblighi di trasparenza previsti dagli articoli da 3-octies a 3-decies della direttiva sono stati inseriti nell'ambito della disciplina degli emittenti con azioni quotate contenuta nel TUF (Parte IV, Titolo III, Capo II), in ragione della finalità che intendono perseguire piuttosto che dei soggetti ai quali sono indirizzati.

Oltre alla nuova sezione (1-ter) del TUF, rubricata "**trasparenza degli investitori istituzionali, dei gestori**

di attivi e dei consulenti in materia di voto", sono comunque stati previsti, nell'ambito della disciplina settoriale assicurativa e delle forme pensionistiche complementari, specifici rinvii al TUF.

Sono **gestori di attivi le società di gestione del risparmio (Sgr), le società di investimento a capitale variabile e fisso (Sicav e Sicaf)** che gestiscono direttamente i propri patrimoni, e tutti i **soggetti autorizzati** in Italia a prestare il **servizio di gestione di portafogli**.

Nella categoria degli **investitori istituzionali** rientrano **le imprese di assicurazione o di riassicurazione**, incluse le sedi secondarie in Italia di imprese aventi sede legale in uno Stato terzo, autorizzate ad esercitare attività di assicurazione o di riassicurazione nei rami vita, **i fondi pensione con almeno cento aderenti**, che risultino iscritti all'albo tenuto dalla COVIP e che rientrino tra quelli di cui agli articoli 4, comma 1, e 12 del [decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252](#), sulle forme pensionistiche complementari, ovvero tra quelli dell'articolo 20 del medesimo decreto aventi soggettività giuridica;

I **consulenti in materia di voto** sono, infine, soggetti che analizzano, a titolo professionale e commerciale, le informazioni diffuse dalle società nell'ottica di informare gli investitori in relazione alle decisioni di voto fornendo ricerche, consigli o raccomandazioni di voto connessi all'esercizio dei diritti di voto.

I **gestori di attivi e gli investitori istituzionali** sono soggetti alla disciplina non solo nel caso di investimento in società quotate in un mercato regolamentato italiano, ma anche nel caso di investimento in società quotate in un mercato regolamentato di un altro Stato membro dell'Unione Europea.

Si evidenzia che l'esclusione dei **fondi** che non risultino sottoscritti da almeno 100 aderenti è espressamente consentita dalla direttiva allo Stato membro, qualora lo stesso abbia inteso avvalersi delle esclusioni ammesse dall'articolo 5 della direttiva (UE) 2016/2341. L'Italia ha esercitato tale opzione attraverso l'articolo 15-*quinquies* del [decreto legislativo n. 252 del 2005](#) attribuendo alla Covip il potere di definire con regolamento le norme che non trovano applicazione ai fondi di piccole dimensioni (potere che, come risulta dalla relazione illustrativa del Governo, è già stato esercitato da Covip in alcuni casi).

L'ambito applicativo delle previsioni in materia di trasparenza dei **consulenti in materia di voto** include i **soggetti che hanno sede legale in Italia** e, qualora non abbiano la sede legale o principale in un altro Paese dell'Unione europea, quelli che **hanno in Italia una sede anche secondaria**, nella misura in cui tali soggetti, a titolo professionale e commerciale, forniscano ricerche, consigli o raccomandazioni di voto riguardanti società europee con azioni quotate in mercati regolamentati di uno Stato membro dell'Unione europea (articolo 124-*quater*).

L'articolo 124-*quinquies* richiede a investitori istituzionali (assicurazioni e fondi pensione) e gestori di attivi di mettere a disposizione del pubblico le **informazioni in merito all'adozione di una politica di impegno nei confronti delle società partecipate** o, in caso contrario, in merito alle **motivazioni circa la mancata adozione della stessa** (approccio *comply or explain*). La politica di impegno descrive le modalità con cui tali soggetti monitorano le società su questioni rilevanti, quali la strategia, i risultati finanziari e non finanziari, i rischi, la struttura del capitale, l'impatto sociale e ambientale e il governo societario. La politica descrive, inoltre, se e in quale modo gli investitori dialogano con le società partecipate, esercitano i diritti di voto e gli altri diritti connessi alle azioni, collaborano con altri azionisti o comunicano con gli *stakeholder* dell'impresa nonché gestiscono conflitti di interesse attuali e potenziali in relazione al loro impegno. Investitori istituzionali e gestori di attivi sono inoltre tenuti, sempre secondo l'approccio *comply or explain*, a pubblicare su base annua informazioni sulle **modalità di attuazione della politica di impegno**, fornendo una **descrizione generale del comportamento di voto**, dell'eventuale ricorso a consulenti in materia di voto e una spiegazione dei voti più significativi.

Il comma 6 dell'articolo 124-*quinquies* non trova applicazione nei casi in cui il gestore di attivi eserciti il diritto di voto quale rappresentante di un investitore istituzionale, avente il diritto di voto in assemblea, e sulla base di istruzioni vincolanti da quest'ultimo impartite al gestore. Tale ipotesi si verifica per i fondi pensione, che conservano il diritto di voto circa i valori mobiliari in gestione e che, sulla base delle Istruzioni Covip (deliberazioni del 7 gennaio 1998), possono esercitare tale diritto direttamente, ovvero tramite propri rappresentanti e possono conferire la rappresentanza del fondo anche al gestore, con procura da rilasciarsi per iscritto e per singola assemblea e contenente istruzioni vincolanti.

L'articolo 124-*sexies* richiede agli investitori istituzionali di fornire informazioni sulla **coerenza dei principali elementi della propria strategia di investimento in azioni con il profilo e la durata delle proprie passività**, nonché sul contributo di tale strategia alla generazione di un rendimento di medio-lungo termine dei loro portafogli.

Nel caso in cui la gestione del portafoglio sia attribuita a un gestore di attivi (di diritto italiano o di altri Stati membri dell'Unione Europea) è richiesta, secondo l'approccio *comply or explain*, la trasparenza su specifici elementi dell'accordo con il gestore, tra cui le modalità con cui l'accordo incentiva il gestore di attivi ad allineare la strategia di investimento al profilo e durata delle passività degli investitori istituzionali e a prendere decisioni di investimento basate sulla valutazione dei risultati finanziari e non finanziari a lungo termine delle società partecipate.

L'articolo 124-*septies* disciplina **gli obblighi di comunicazione dei gestori di attivi nei confronti degli investitori istituzionali** (di diritto italiano o di altri Stati membri dell'Unione Europea) che hanno **affidato loro la gestione del portafoglio**, nella prospettiva di garantire adeguati flussi informativi (annuali) sulle

modalità con cui la strategia di investimento rispetta l'accordo e contribuisce al rendimento del portafoglio nel medio-lungo termine. Tale informativa è inclusa nella relazione annuale del fondo. Il gestore di attivi non è tenuto agli obblighi di comunicazione in argomento qualora le informazioni richieste siano a disposizione del pubblico.

L'articolo 124-*septies* contiene gli **obblighi previsti dalla direttiva in capo ai consulenti in materia di voto** e prevede la pubblicazione annuale di una relazione contenente informazioni sulle caratteristiche essenziali delle metodologie e delle fonti informative utilizzate nell'elaborazione di ricerche, consigli e raccomandazioni di voto e sulle procedure volte a garantire la qualità delle ricerche e le qualifiche del personale coinvolto. La relazione contiene anche una descrizione delle modalità con cui si tiene conto delle specificità di ciascun mercato e delle politiche di voto applicate per ciascuno di essi. Inoltre, devono essere descritte nella relazione le prassi di dialogo con gli emittenti oggetto delle ricerche, dei consigli o delle raccomandazioni di voto o con altri *stakeholder* e le politiche di prevenzione e gestione dei conflitti di interessi. La relazione illustra infine se il consulente in materia di voto aderisce a un codice di comportamento, ovvero le ragioni della mancata adesione ad una o più delle sue disposizioni e sulle misure alternative adottate.

L'articolo 124-*octies* richiede ai consulenti in materia di voto di **individuare e comunicare ai loro clienti**, nell'ambito dello svolgimento del servizio richiesto, qualsiasi **conflitto di interesse** reale o potenziale o relazione commerciale che possa influenzare l'elaborazione delle ricerche, dei consigli o delle raccomandazioni di voto, unitamente alle azioni volte ad eliminare, attenuare o gestire tali conflitti.

Infine, la norma estende i poteri informativi attribuiti alla Consob dagli articoli 114, commi 5 e 6, e 115, comma 1, lettere a), b) e c) del TUF ai consulenti in materia di voto soggetti alla disciplina italiana: tali poteri assicurano gli strumenti per l'interlocazione tra Autorità di vigilanza e soggetti vigilati e consentono, in maniera più immediata delle misure sanzionatorie e in un'ottica di vigilanza preventiva, di assicurare l'integrità e la completezza dell'informativa al mercato. Si tratta, in particolare, dei poteri della Consob di richiedere la comunicazione al pubblico di informazioni, ferma la possibilità di opporre reclamo per grave danno, (art. 114, commi 5 e 6 del TUF) e di acquisire informazioni e procedere ad audizioni e ispezioni (art. 115, comma 1, lettere a), b) e c) del TUF). Come evidenziato dalla relazione illustrativa del Governo il richiamo all'articolo 115 del TUF non è stato esteso ai più pervasivi poteri di indagine previsti tramite rinvio all'articolo 187-*octies* del TUF in materia di vigilanza sugli abusi di mercato.

La definizione dei **termini e delle modalità di pubblicazione** delle informazioni che investitori istituzionali, gestori di attivi e consulenti in materia di voto sono tenuti a osservare è **delegata alla regolamentazione secondaria delle autorità competenti**. In particolare, l'articolo 124-*novies* prevede l'attribuzione dei necessari poteri regolamentari alle singole autorità di vigilanza (Consob, Banca d'Italia, Ivass e Covip) sulla base delle proprie competenze, individuando laddove necessario appositi meccanismi di coordinamento e prevedendo l'affidamento alla Consob della delega alla regolamentazione dei consulenti in materia di voto.

Il **comma 3** dell'articolo 3 modifica l'articolo 125-*quater* del TUF al fine di prescrivere alle società di **fornire agli intermediari le informazioni che queste ultime mettono a disposizione per consentire l'esercizio dei diritti** o, in alternativa, un avviso che indichi la sezione del sito internet in cui tali informazioni sono reperibili in maniera standardizzata e tempestiva (articolo 3-*ter*, paragrafi 1 e 2 della direttiva).

Pertanto lo schema di decreto inserisce il nuovo comma 2-*bis* dell'articolo 125-*quater* del TUF, che specifica il dovere per gli emittenti di trasmettere ai depositari centrali, con le modalità che saranno indicate nel regolamento di cui all'articolo 82 del TUF, le **informazioni concernenti la convocazione dell'assemblea** e le **ulteriori informazioni necessarie** per l'esercizio dei diritti degli azionisti individuate nella regolamentazione secondaria adottata dalla Consob ai sensi dell'articolo 92, comma 3, del TUF. Tali informazioni dovranno essere trasmesse dagli intermediari all'azionista.

Con riferimento alle disposizioni sull'agevolazione dell'esercizio dei diritti (articolo 3-*quater*), la relazione illustrativa chiarisce che non è stato necessario adeguare le previsioni di fonte primaria, poiché esse risultano già in linea con l'impianto della direttiva.

Infine, l'articolo 3, comma 4, dello schema in esame modifica l'articolo 127-*ter* del TUF al fine di **migliorare le condizioni applicative per l'esercizio del diritto degli azionisti di presentare domande prima dell'assemblea** (e di ottenere una risposta alle domande presentate) previsto dall'articolo 9 della direttiva. Con le modifiche introdotte si è inteso consentire alle società di disporre di più tempo per rispondere alle domande pervenute prima dell'assemblea sugli argomenti all'ordine del giorno. In particolare, la presentazione delle domande da parte degli azionisti prima dell'assemblea potrà avvenire:

- fino a cinque giorni prima dell'assemblea; in tal caso la società fornisce risposta al più tardi durante l'assemblea;
- qualora l'avviso di convocazione preveda che la società fornisca prima dell'assemblea una risposta alle domande pervenute, fino al termine anticipato della *record date* (data indicata all'articolo 83-*sexies*, comma 2, ovvero il settimo giorno di mercato aperto precedente la data fissata per l'assemblea). In tal caso l'emittente dovrà fornire le risposte almeno due giorni prima dell'adunanza dei soci sul proprio

sito internet e l'attestazione della titolarità delle azioni potrà essere fornita dai soci successivamente al termine per l'invio delle domande, purché entro il terzo giorno successivo alla *record date*.

#### Articolo 4

L'**articolo 4** introduce modifiche alla **disciplina sanzionatoria** del TUF (Parte V) per dare attuazione alle previsioni della direttiva SHRD che richiedono agli Stati membri di stabilire misure e sanzioni "efficaci, proporzionate e dissuasive", "in caso di violazione delle disposizioni nazionali adottate in attuazione della [...] direttiva" (articolo 14-*ter*, introdotto nella direttiva SHRD dalla [direttiva 2017/828/UE](#)).

In mancanza di specifiche previsioni della direttiva, si fa quindi riferimento all'applicazione del citato regime previsto dall'[art. 32 della legge n. 234 del 2012](#) (*Norme generali sulla partecipazione dell'Italia alla formazione e all'attuazione della normativa e delle politiche dell'Unione europea*) che prevede, in caso di irrogazione di sanzioni amministrative, che queste debbano consistere nel pagamento di una somma non inferiore a 150 euro e non superiore a 150.000 euro.

Come già accennato, l'articolo 6, comma 1, lett. i) del **disegno di legge di delegazione europea 2018** (A.C. [1201](#), approvato dalla Camera dei deputati, attualmente all'esame in sede referente al Senato, A.S. **944**), prevede – per la direttiva in attuazione - il rinnovo della delega al Governo nonché **specifici principi e i criteri direttivi**. In relazione all'entità delle **sanzioni amministrative** pecuniarie per le violazioni della direttiva, la lettera i) individua il limite minimo di 2.500 euro e massimo di 10 milioni di euro.

Viene introdotto (**articolo 4, comma 1**) nel TUF l'**articolo 190.1-bis**, che disciplina le violazioni della disciplina sulla gestione accentrata di strumenti finanziari. Esso individua ulteriori sanzioni amministrative per le violazioni, poste in essere da depositari centrali e intermediari, degli obblighi previsti dall'articolo 83-*novies*, comma 1, lettere g) (obbligo di segnalazione dei vincoli e gravami eventualmente iscritti sugli strumenti finanziari) e g-*bis*) (obbligo di trasmissione delle informazioni necessarie per l'esercizio dei diritti degli azionisti, lettera inserita dalle norme in esame), nonché del nuovo art. 83-*novies*.1, introdotto dallo schema in commento, in materia di non discriminazione, proporzionalità e trasparenza dei costi.

In tali casi si applica una sanzione amministrativa pecuniaria da 30.000 a 150.000 euro.

Si interviene inoltre sul **comma 1 dell'art. 194-*quinquies*** (sul pagamento in misura ridotta) introducendo la lettera a-*bis*.1) per allinearla all'introdotta articolo 190.1-*bis* (**articolo 4, comma 7**).

Viene novellato l'**articolo 192-bis** del TUF (**articolo 4, comma 2**) che riguarda le sanzioni amministrative in materia di informazioni sul governo societario, per ricomprendervi la fattispecie di violazione dell'articolo 123-*ter* del TUF - novellato dall'articolo 3 dello schema in commento – che riguarda l'obbligo di redazione della **relazione** sulla politica di remunerazione e **sui compensi**.

Con le modifiche in esame, viene inserita nell'articolo 192-*bis* una **sanzione amministrativa pecuniaria** a carico delle società (da 10.000 a 150.000 euro) e a carico dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione o di controllo che abbiano violato il predetto obbligo, oltre alle sanzioni alternative della dichiarazione pubblica e dell'ordine di porre termine alle violazioni.

Viene inoltre introdotta (**articolo 4, comma 4**) all'articolo 193 del TUF - recante, tra l'altro, le sanzioni per le società di revisione legale - una specifica sanzione amministrativa pecuniaria (da 10.000 a 100.000 euro) nei confronti del soggetto incaricato di effettuare la revisione legale che ometta di verificare l'avvenuta predisposizione della sezione della relazione sulla remunerazione relativa ai compensi corrisposti dalla società.

Con riferimento alla disciplina delle **operazioni con parti correlate** (di cui al combinato disposto dell'art. 2391-*bis* c.c. e delle relative disposizioni di attuazione, novellate dall'articolo 1 dello schema) si introduce nel TUF l'**articolo 192-*quinquies***, che commina una sanzione amministrativa pecuniaria sia in capo alle società (da 10.000 a 150.000 euro), sia in capo ai soggetti che svolgono funzioni di amministrazione e di direzione (da 5.000 a 150.000 euro), quando la condotta di quest'ultimi incide in modo rilevante sulla complessiva organizzazione o sui profili di rischio aziendali, ovvero provoca un grave pregiudizio per la tutela degli investitori o per la trasparenza, l'integrità e il corretto funzionamento del mercato (mediante rinvio all'articolo 190-*bis*, comma 1, lettera a).

La relazione illustrativa al riguardo rammenta che le previsioni sanzionatorie ricalcano l'impianto normativo del TUF che prevede, per ogni materia, in caso di violazione della normativa primaria e della normativa secondaria, una sanzione nei confronti delle società e una sanzione nei confronti degli esponenti aziendali nelle ipotesi in cui ricorrano particolari condizioni di gravità, anche in coerenza con la disciplina del settore bancario in materia di attività di rischio nei confronti di coloro che possono esercitare, direttamente o indirettamente, un'influenza sulla gestione della banca o del gruppo bancario.

In tema di trasparenza degli investitori istituzionali, dei gestori di attivi e dei consulenti in materia di voto, invece, lo schema (**articolo 4, comma 5**) introduce l'art. 193-*bis*.1, che prevede sanzioni pecuniarie (da

2.500 a 150.000 euro) nei confronti degli investitori istituzionali e dei gestori di attivi in caso di violazione degli obblighi informativi, nonché nei confronti dei consulenti in materia di voto in caso di violazione degli obblighi previsti a loro carico.

Si dispone infine (**commi 6 e 8 dell'articolo 4**, rispettivamente) che alle violazioni delle norme che riguardano gestori di attivi, investitori istituzionali e consulenti in materia di voto siano applicabili, in alternativa alla sanzione amministrativa pecuniaria e nelle fattispecie ivi previste, gli articoli 194-*quater* (ordine di porre termine alle violazioni) e 194-*septies* (dichiarazione pubblica) del TUF, nei quali sono previsti specifici richiami agli articoli da 124-*quinquies* a 124-*octies*, come introdotti dallo schema in parola.

Le sanzioni sono applicate, secondo le rispettive competenze e procedure sanzionatorie, dalla Consob per le violazioni da parte dei gestori di attivi e dei consulenti in materia di voto, dall'IVASS per le violazioni da parte delle imprese di assicurazione e dalla COVIP per le violazioni da parte dei fondi pensione.

#### Articolo 5

**L'articolo 5** introduce modifiche al [decreto legislativo n. 252 del 2005](#) che disciplina le forme pensionistiche complementari, **inserendovi l'articolo 6-bis**. Le norme introdotte obbligano all'osservanza della disciplina in tema di **trasparenza degli investitori istituzionali** (Parte IV, Titolo III, Capo II, Sezione I-*ter*, del TUF, introdotte dall'articolo 3 dello schema in esame) anche i **fondi pensione**, a condizione che:

- abbiano almeno cento aderenti;
- siano iscritti all'albo delle forme pensionistiche complementari tenuto dalla COVIP (di cui all'articolo 19, comma 1, del [D. lgs. n. 252 del 2005](#));
- che rientrino tra quelli di cui agli articoli 4, comma 1 (costituiti come soggetti di natura associativa ed aventi personalità giuridica), e 2 del [D.lgs. n. 252 del 2005](#) (costituiti entro una singola società o un singolo ente), ovvero tra quelli dell'articolo 20 del medesimo provvedimento (istituiti prima del 1992) ed aventi soggettività giuridica.

Si affida alla COVIP il compito di dettare le relative **disposizioni di attuazione**.

#### Articolo 6

Con **l'articolo 6** dello schema è modificato il **Codice delle assicurazioni private – CAP**, di cui al [D.Lgs. n. 209 del 2005](#).

In primo luogo viene modificato l'articolo 30 del CAP, in tema di governo societario dell'impresa assicurativa, al fine di obbligare tali imprese a dotarsi altresì di sistemi di remunerazione e di incentivazione (**articolo 6, comma 1**).

Introducendo **l'articolo 47-duodecies** nel Codice (**articolo 6, comma 2**), si obbligano le imprese di assicurazione, in quanto ricomprese nel novero degli investitori istituzionali, ad osservare la disciplina in tema di trasparenza di cui all'introdotta Parte IV, Titolo III, Capo II, Sezione I-*ter* del TUF (per cui si veda l'articolo 3 dello schema in parola).

Viene novellato poi **l'articolo 68 CAP (comma 3 dell'articolo 6)** ai sensi del quale, ai fini del rilascio dell'autorizzazione ad acquistare partecipazioni qualificate in imprese di assicurazione, l'IVASS deve valutare la qualità del potenziale acquirente sulla base di una serie di criteri (indicati nell'articolo 68, comma 5), tra cui la reputazione del soggetto istante che comprende anche il possesso dei requisiti di onorabilità di cui all'articolo 77 CAP (come precisati dal D.M. 11 novembre 2011 n. 220).

Con le modifiche in esame l'IVASS, ai fini del rilascio della richiamata autorizzazione, deve valutare la reputazione del potenziale acquirente in **conformità** a quanto **previsto dall'ordinamento europeo**, anche tenuto conto dei relativi orientamenti, disposizioni e raccomandazioni.

La relazione illustrativa al riguardo rammenta che le norme così introdotte discendono dalla circostanza che il legislatore europeo ha già emanato atti delegati di diretta applicabilità nell'ordinamento nazionale, con particolare riferimento alle disposizioni sulle remunerazioni, riconducendo tale disciplina nel novero delle previsioni in materia di sistema di *governance* dell'impresa assicurativa o riassicurativa.

Le modifiche all'articolo 188 CAP (**comma 4 dell'articolo 6**) riguardano i **poteri di intervento dell'IVASS** nell'esercizio dei propri compiti di vigilanza; le norme vigenti consentono all'istituto di adottare misure preventive o correttive nei confronti delle singole imprese di assicurazione o riassicurazione, tra cui misure riguardanti la distribuzione di utili o di altri elementi del patrimonio (vigente articolo 188, comma 3-*bis*, lettera c) del CAP). Con le modifiche in commento, tali provvedimenti possono riguardare anche la fissazione di **limiti all'importo totale della parte variabile delle remunerazioni dell'impresa**.

Con le novelle all'articolo 191 CAP (**comma 5**) viene introdotto il potere dell'IVASS di emanare **regolamenti** anche in materia di **sistemi di remunerazione e di incentivazione** delle imprese di assicurazione o di riassicurazione.

## Articolo 7

**L'articolo 7** reca le **disposizioni transitorie e finali**.

Le norme dello schema in esame sono destinate a entrare in vigore il 10 giugno 2019 (**comma 1**), fatte salve specifiche deroghe, elencate al **comma 2**.

In particolare:

- i nuovi obblighi in materia di **identificazione degli azionisti, trasmissione delle informazioni e agevolazione dell'esercizio dei diritti di voto (articolo 2 e articolo 3, comma 3)**, in linea con quanto previsto dall'articolo 2, paragrafo 1 della [direttiva 2017/828/UE](#), trovano applicazione a decorrere dalla data di applicazione del Regolamento di esecuzione (UE) 2018/1212 del 3 settembre 2018, che stabilisce i requisiti minimi d'attuazione delle disposizioni della direttiva SHRD, e cioè a decorrere **dal 3 settembre 2020** (articolo 11 del predetto Regolamento);
- le modifiche all'articolo 123-ter in tema di **politiche di remunerazione** (per cui si veda la scheda di lettura dell'articolo 3 dello schema) trovano applicazione a partire dalle **assemblee convocate per l'approvazione dei bilanci relativi agli esercizi finanziari aventi inizio a partire dal 1° gennaio 2019**;
- le norme in materia di **trasparenza** di investitori istituzionali, gestori di attivi e consulenti in materia di voto si applicano **decorso un anno dalla data di entrata in vigore dello schema** in esame;
- le modifiche alla disciplina sul **diritto di porre domande** per l'assemblea si applicano alle **assemblee** il cui avviso di convocazione sia pubblicato a decorrere **dal 1° gennaio 2020**.

Ai sensi del **comma 3**, le Autorità competenti sono tenute ad adottare le disposizioni di attuazione entro centottanta giorni dalla data di entrata in vigore dello schema in esame (ad eccezione di quelle relative ai nuovi obblighi in materia di identificazione degli azionisti, trasmissione delle informazioni e agevolazione dell'esercizio dei diritti di voto, che devono essere emanate entro 24 mesi dall'adozione degli atti di esecuzione individuati dalla direttiva SHRD, con riferimento a ciascuna delle predette materie).

Fino alla data di entrata in vigore delle nuove disposizioni nelle corrispondenti materie, restano vigenti le disposizioni di attuazione adottate ai sensi delle previsioni sostituite o abrogate dallo schema in esame.

Con il **comma 4** si intende recepire il criterio dettato dall'articolo 1, paragrafo 2, della [Direttiva 2017/828/UE](#), secondo il quale lo Stato membro competente a disciplinare le materie oggetto della direttiva è lo Stato membro in cui la società ha la sede legale (criterio richiamato anche dal considerando 8 del citato Regolamento di esecuzione).

Di conseguenza, la disciplina in materia di **identificazione degli azionisti, trasmissione delle informazioni e agevolazione dell'esercizio dei diritti**, così come recepita nell'ordinamento italiano, si applica ai soggetti dell'Unione o di paesi terzi sui cui conti siano registrate azioni ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato emesse da società italiane.

Si individua altresì nella CONSOB l'Autorità competente ad informare la Commissione europea in merito a sostanziali difficoltà pratiche nell'applicazione di tali disposizioni, nonché delle altre previste dalla Direttiva, nonché in caso di mancata osservanza delle medesime da parte di intermediari dell'Unione o di un Paese terzo, in pressoché totale conformità al disposto del nuovo articolo 3-septies della Direttiva SHRD.



## Articolo 8

**L'articolo 8** reca la clausola di **invarianza finanziaria**.

**Senato: Dossier n. 105**

**Camera: Atti del Governo n. 71**

**20 febbraio 2019**

Camera	Servizio Studi Dipartimento Finanze	st_finanze@camera.it - 066760-9496	 CD_finanze
	Servizio Studi Dipartimento Giustizia	st_giustizia@camera.it - 066760-9148	 CD_giustizia