

Consob

Divisione Strategie regolamentari

Via G.B. Martini n. 3

00198 Roma

Inviato tramite SIPE

**Osservazioni alla consultazione per le modifiche al Regolamento sulle operazioni con parti correlate, al Regolamento Mercati e al Regolamento Emittenti in materia di trasparenza delle remunerazioni, dei gestori degli attivi e dei consulenti in materia di voto in recepimento della direttiva (UE) 2017/828 (Shareholder Rights Directive)**

Desideriamo in primo luogo ringraziare gli Uffici della Consob per la consueta disponibilità a confrontarsi sulle tematiche oggetto di consultazione e intendiamo formulare alcune osservazioni più generali sui principi di recepimento della disciplina europea in materia di operazioni con parti correlate e di remunerazioni, rinviando all'allegato tecnico i commenti più specifici e le proposte di modifica dell'articolato posto in consultazione su tali temi.

Considerato che una parte significativa del dettato normativo europeo è delegata alla normativa regolamentare, riteniamo utile condividere con la Consob alcune osservazioni generali circa i fini e gli obiettivi della implementazione.

La disciplina domestica vigente in materia di operazioni con parti correlate e di remunerazione appare molto avanzata rispetto agli altri ordinamenti europei e per molti aspetti anticipatrice dei principi che hanno ispirato il legislatore europeo. Al contempo, la Direttiva europea offre alcuni importanti margini di flessibilità imponendo, soprattutto nella disciplina delle operazioni con parti correlate, soltanto un regime minimo di armonizzazione.

La maturità del quadro regolamentare e autoregolamentare applicabile alle società italiane e gli effetti positivi, in termini di efficacia e flessibilità, del suo consolidamento impongono pertanto un approccio prudente nella trasposizione della Direttiva europea, finalizzato alla valorizzazione del quadro normativo esistente, in quanto compatibile con il regime europeo.

Una particolare cautela che si impone anche per tener conto del processo di trasposizione della Direttiva europea negli altri ordinamenti europei, tesi principalmente a implementarne la disciplina fondamentale, optando sovente per le soluzioni meno stringenti offerte dalla Direttiva (p.e. voto non vincolante sulla politica per la remunerazione), al fine di salvaguardare l'affidabilità e la competitività dell'ordinamento italiano.

Al contempo, la costruzione di un ordinamento nazionale efficace, efficiente e competitivo necessita di una adeguata valutazione e, ove opportuno, eliminazione delle misure che si pongono al di là della disciplina armonizzata (cd. *goldplating*).

Con riferimento alla disciplina delle **operazioni con parti correlate**, pur essendo le scelte proposte dalla Consob ragionevolmente tese a valorizzare, in linea generale, il fulcro della disciplina domestica, esse appaiono per molti altri aspetti viziata da alcuni principi di fondo che contrastano con la cautela evocata nella presente risposta. In particolare, la proposta di Regolamento:

- definisce un ambito soggettivo e oggettivo molto più esteso di quello delineato dalla Direttiva e che introduce un iato significativo anche rispetto al processo di implementazione degli altri stati Membri;
- introduce un'interpretazione estesa del regime procedurale previsto dalla Direttiva e che va ad aggiungersi agli obblighi procedurali esistenti nel nostro ordinamento, creando una sovrapposizione di presidi di tutela che non trovano eguali negli altri ordinamenti
- propone misure nuove derivanti dall'esperienza di vigilanza – che non trovano fondamento nella Direttiva – formulando norme particolarmente prescrittive e di carattere generale che sono motivate dalla patologia, creando una eccessiva sovrapposizione tra le finalità della vigilanza regolamentare e la vigilanza informativa e sanzionatoria dell'Autorità.

Riservando all'allegato tecnico ogni più puntuale osservazione, riteniamo che la flessibilità del quadro delineato dalla Direttiva consenta per molti aspetti una trasposizione graduata che avrebbe il pregio di valorizzare il quadro esistente, evitare il fenomeno del *goldplating* ed assicurare l'attrattività del mercato nazionale.

Con riguardo alla **remunerazione** la Consob effettua tre tipi di interventi:

- allinea le previsioni regolamentari e gli schemi della politica e della relazione sulla remunerazione alla disciplina comunitaria;
- propone delle modifiche sulla base dell'esperienza applicativa;
- propone delle modifiche alla luce delle emanande linee guida della Commissione europea.

In linea generale ci sembra che le modifiche di allineamento alla Direttiva siano condivisibili; abbiamo tuttavia alcune osservazioni con riguardo ad alcune modifiche proposte sulla base dell'esperienza applicativa e a quelle in vista delle emanande linee guida europee che saranno illustrate nell'allegato tecnico. Tali osservazioni sono motivate dall'opportunità di non introdurre elementi ulteriori rispetto a quelli ora previsti stante l'esistenza di una disciplina regolamentare e di autodisciplina già molto avanzata in termini di trasparenza.

Vorremmo inoltre evidenziare un profilo poco chiaro che deriva dalla Direttiva e che è stato recepito nella norma primaria che riguarda le modifiche alla politica di remunerazione che ne impongono la sottoposizione all'assemblea; in virtù del novellato art. 123-ter Tuf ed in coerenza con la Direttiva, è infatti previsto che le società sottopongano al voto dei soci la politica di remunerazione con la cadenza richiesta dalla durata della politica e comunque almeno ogni tre anni o in occasione di modifiche della politica medesima.

Poiché la Direttiva, a differenza del Decreto, limitava la sottoposizione della politica al solo caso di modifiche "rilevanti", è sorto il dubbio di quali siano le modifiche che fanno scattare l'obbligo di sottoposizione all'assemblea.

A nostro avviso le modifiche per le quali occorre procedere a una nuova sottoposizione all'assemblea sono solo quelle che impattano su tale politica in modo significativo<sup>1</sup>; posto che l'analisi andrà fatta caso per caso, dovrebbero essere sottoposte all'assemblea modifiche quali, a mero titolo esemplificativo, quelle ai criteri di *performance* della remunerazione variabile, a periodi di differimento della remunerazione variabile, mentre modifiche non significative, quali quelle ai *fringe benefit*, laddove le modifiche riguardino per esempio il tipo di benefici ma non impattino sull'esborso finale da parte della società, non dovrebbero a nostro avviso essere sottoposte all'assemblea; si potrà invece darne utilmente *disclosure* all'interno della relazione<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> La relazione al decreto chiarisce che la politica va sottoposta a nuova votazione in caso di modifiche non meramente formali o chiaramente redazionali. In sede di attuazione della disposizione in tema di piani di compenso basati su strumenti finanziari (art. 114-bis Tuf) la Consob ebbe modo di pronunciarsi nel senso di ritenere che solo modifiche sostanziali ai piani di compenso comportano la sottoposizione all'assemblea. Cfr. documento di consultazione Consob del 23 febbraio 2007, par. 3.2 che così recita: "L'art. 114-bis, al primo periodo del comma 1, stabilisce che almeno quindici giorni prima del termine fissato per l'assemblea di approvazione dei piani l'emittente mette a disposizione del pubblico la relazione degli amministratori con le informazioni concernenti i medesimi piani. Tale disposizione si riferisce specificamente alla documentazione da elaborare e mettere a disposizione degli azionisti contenente le informazioni necessarie a consentire una consapevole decisione assembleare. Si ritiene che tale adempimento vada rispettato sia nel caso di prima adozione dei piani sia nel caso della loro sostanziale modifica".

<sup>2</sup> Cfr. Circolare Assonime, n. 21 del 4 novembre 2019, *Il recepimento della direttiva shareholder rights nell'ordinamento italiano*.

## ALLEGATO TECNICO

### A) LA DISCIPLINA DELLE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE

#### 1. Premessa

Un primo rilievo riguarda l'ambito di applicazione oggettivo e soggettivo della Direttiva UE 2017/828 in materia di diritti degli azionisti (di seguito "Direttiva").

La Direttiva si riferisce alle operazioni "rilevanti" realizzate da società quotate su un mercato regolamentato, dove la rilevanza è stabilita dai singoli Stati membri attraverso indici quantitativi.

Nel contesto italiano, a nostro avviso, l'ambito di applicazione della delega è quindi quello delle operazioni di "maggiore rilevanza" (come definite dal regolamento Consob), realizzate da società quotate sul MTA.

In tutti i paesi europei l'ambito di applicazione della direttiva è stato limitato alle società quotate sul mercato regolamentato e la soglia di rilevanza è stata fissata su valori simili a quello utilizzato da Consob per la definizione delle operazioni di maggiore rilevanza (5%).

Rispetto all'attuale disciplina definita dal Regolamento Consob, quindi, non sarebbero soggette all'armonizzazione europea:

- le operazioni realizzate da società con azioni diffuse;
- le operazioni di minore rilevanza realizzate da società quotate sul MTA.

Qualora si volessero introdurre anche per queste operazioni disposizioni nuove derivanti dalla Direttiva (astensione e competenza deliberativa del cda) come proposto dalla Consob, ciò andrebbe espressamente motivato in quanto non è richiesto dalla Direttiva.

Inoltre, considerata la proposta della Consob di mantenere, in quanto compatibile con la Direttiva, il quadro normativo esistente e consolidato del mercato italiano, che riteniamo in linea di principio condivisibile, chiediamo che la trasposizione della Direttiva sia completata in coerenza con i principi di fondo che l'hanno ispirata.

Ciò si traduce, ad esempio, nella valorizzazione del fulcro della disciplina domestica, che poggia sul ruolo della componente indipendente dei consigli di amministrazione, attraverso una trasposizione

minima di quegli elementi della disciplina europea che appaiono una inutile duplicazione di presidi già esistenti in quanto rispondono alle medesime esigenze di tutela. La flessibilità del quadro delineato dalla Direttiva consente, infatti, per molti aspetti una trasposizione graduata che avrebbe il pregio di valorizzare il quadro esistente ed evitare, in un ambito in cui la disciplina nazionale è già molto avanzata rispetto agli altri Stati membri, il fenomeno del *goldplating*.

Nell'ottica di una maggiore semplificazione e per cogliere gli spunti di proporzionalità offerti dalla Direttiva, rileviamo inoltre l'opportunità che la Consob valuti un possibile innalzamento delle soglie per la definizione delle PMI ai fini della disciplina opz fino a € 1 miliardo di capitalizzazione. Uno spunto di riflessione che appare opportuno considerare soprattutto alla luce del mantenimento di una disciplina procedurale e di trasparenza che sarebbe, in ogni caso, anche al netto delle nostre proposte di modifica, più rigorosa di quella europea.

## 2. Commenti su punti specifici

### 2.1. Definizione di “amministratore coinvolto nell'operazione” e perimetro dell'astensione (art. 1, comma 3)

Per attuare la disciplina europea sull'astensione dell'amministratore coinvolto nell'operazione, Consob ha elaborato una serie di possibili definizioni di tale soggetto ed ha contestualmente espresso preferenza per l'**opzione 3** del documento di consultazione: “***l'amministratore che è controparte dell'operazione o è correlato a quest'ultima***”.

Si ritiene preferibile l'**opzione 2** del documento di consultazione: “***amministratore che è, direttamente o indirettamente, controparte dell'operazione***”.

Posta l'inderogabilità dell'obbligo di astensione dell'amministratore coinvolto, tale opzione appare la più ragionevole in quanto:

- la disciplina dell'astensione esprime un approccio diametralmente opposto alla disciplina del conflitto di interessi (privilegiare l'elemento informativo al board e l'assunzione di voto responsabile dell'amministratore de quo), rende inapplicabile una serie di tutele previste dall'attuale ordinamento (impugnabilità della delibera del CdA assunta con voto determinante dell'amministratore portatore di un interesse in conflitto) e dal nuovo regime sanzionatorio introdotto con d.lgs. 49/2019 (l'amministratore che si astiene si sottrae anche al potere sanzionatorio della Consob), portando di fatto ad acuire la portata afflittiva delle sanzioni in capo agli amministratori indipendenti e non correlati;

- la disciplina dell'astensione confligge, in linea di principio, con gli attuali presidi procedurali previsti dal Regolamento Consob, teso a valorizzare il coinvolgimento tempestivo degli indipendenti non correlati nella fase delle trattative e l'attribuzione al relativo comitato opc di un potere di veto, superabile soltanto con il meccanismo del *whitewash*, all'approvazione dell'operazione.

L'opzione preferita da Consob (opzione 3) appare invece e per le medesime ragioni dette sopra:

- una duplicazione in quanto risponde alle medesime esigenze dell'attuale disciplina procedurale (formazione del comitato opc, formato da amministratori indipendenti e non correlati);
- una eccessiva estensione dei soggetti obbligati all'astensione che andrebbe ad incidere in maniera significativa sulla *governance* dei gruppi societari, imponendo l'astensione dal voto a tutti gli amministratori anche indipendenti presenti nelle società del gruppo della controllante, da cui potrebbe conseguire un'impropria attribuzione di potere sostanzialmente decisivo alla sua componente indipendente (la stessa già coinvolta nella fase delle trattative e nella redazione del parere vincolante).

Proposta:

Art. 1, comma 1, lett. i-bis):

*“amministratori coinvolti nell'operazione” e “consiglieri coinvolti nell'operazione”: gli amministratori, i consiglieri di gestione o di sorveglianza che sono la controparte, **diretta o indiretta**, di una determinata operazione ~~o una delle parti correlate dell'operazione;~~”*

## 2.2. Contenuto dell'obbligo di astensione (art. 4)

Partendo dalla formulazione della Direttiva che impone in capo all'amministratore coinvolto nell'operazione l'esclusione dall'approvazione, riteniamo opportuno osservare che tale astensione debba intendersi soltanto dal voto e non dalla discussione consiliare che lo precede. Questa interpretazione appare conforme alla disciplina dell'art. 2391 c.c. e al principio informativo che la ispira, e riteniamo dunque opportuno che questa interpretazione sia mantenuta.

Un ulteriore problema interpretativo legato alla fattispecie dell'astensione obbligatoria si riflette anche nella computazione di tale comportamento ai fini del *quorum* costitutivo e deliberativo delle deliberazioni del consiglio di amministrazione. L'art. 2391-bis c.c. introduce, infatti, una particolare condizione di “astensione obbligatoria” dal voto da parte dell'amministratore *de quo*, che fa riemergere le discussioni sorte, prima della riforma del 2003, sulle “regole di condotta” dell'amministratore

interessato e sulle modalità di computo della sua presenza ai fini della determinazione dei *quorum* costitutivi e deliberativi delle riunioni consiliari.

Premesso che un obbligo di astensione dell'amministratore portatore di un interesse nell'operazione è previsto per alcune specifiche tipologie di enti<sup>3</sup>, le società quotate potrebbero certamente trarre vantaggio da una interpretazione, da fornirsi eventualmente anche in sede regolamentare o nella Comunicazione che ne accompagna l'applicazione, circa la disciplina e il trattamento dell'amministratore astenuto "di diritto". In tal senso si auspica che una eventuale interpretazione privilegi una lettura sistematica della norma e valorizzi la prassi ampiamente sostenuta dalla dottrina<sup>4</sup>, in base alla quale l'amministratore che si astiene dal voto per un obbligo di legge è computato ai fini del *quorum* costitutivo e non invece ai fini di quello deliberativo. In caso contrario, l'astensione obbligatoria per un numero significativo di consiglieri potrebbe, infatti, al blocco del processo deliberativo dell'organo amministrativo e il conseguente rischio di precludere l'approvazione della operazione.

### **2.3. Valutazione esenzioni (art. 4, comma 1)**

Consob propone di estendere a tutti i casi di esenzione:

- le modalità e i tempi con i quali gli amministratori indipendenti valutano almeno annualmente la corretta applicazione delle esenzioni;
- la valutazione preventiva delle esenzioni per le operazioni di "maggiore" rilevanza.

La proposta di modifica è soltanto in parte giustificata dalla implementazione della Direttiva che richiede agli Stati soltanto la previsione di una "valutazione periodica" della correttezza dell'applicazione dei casi di esenzione per la natura ordinaria dell'operazione conclusa a condizioni di mercato o standard.

La proposta non è condivisibile in quanto:

- introduce una valutazione periodica estendendola a tutti i casi di esenzione: ciò appare particolarmente problematico in quanto amplia l'ambito della valutazione a tutte le operazioni, di "maggiore" e di "minore" rilevanza, e riguarda tutte le tipologie di esenzione (dal documento di consultazione traspare l'inclusione di tale valutazione anche alle operazioni esigue che non rientrano

---

<sup>3</sup> Dopo la riforma del diritto societario del 2003, l'obbligo di astensione del socio e dell'amministratore che abbiano un interesse in conflitto è previsto con riferimento agli intermediari (art. 6, comma 2-*novies*, Tuf) e agli enti creditizi.

<sup>4</sup> *Ex multis* F. Bonelli, *La responsabilità degli amministratori di società per azioni*, Milano, 1992, p. 87 ss.

nel perimetro della Direttiva). Tale ampliamento costituisce un importante onere aggiuntivo per gli emittenti e introduce, attribuendo il compito della valutazione alla componente indipendente e non correlata del consiglio, un'eccessiva responsabilità su questi ultimi;

- introduce, a carico di tutte le categorie di esenzioni, anche un obbligo di valutazione preventiva delle operazioni di maggiore rilevanza: la valutazione preventiva, non prevista dalla Direttiva, appare in generale contraria alle finalità stesse della disciplina delle esenzioni, in quanto introduce un onere procedurale per consentire l'esenzione da un simile onere procedurale, ferma restando, in ogni caso e ragionevolmente, la disciplina informativa prevista dall'attuale Regolamento OPC. Inoltre, la valutazione preventiva delle esenzioni relative a opc di maggiore rilevanza appare particolarmente controintuitiva per le operazioni ordinarie, la cui disciplina è giustificata proprio dalla loro ordinarietà.

Si tratta di due casi di *goldplating* che non appaiono sufficientemente giustificati nel documento di consultazione della Consob e di cui chiediamo l'eliminazione, fatta eccezione per la valutazione periodica dei casi di esenzione delle operazioni ordinarie di "maggiore" rilevanza, come richiesto dalla Direttiva.

Qualora la Consob intendesse necessario rafforzare l'informativa al consiglio circa l'adeguata applicazione dei casi di esenzione, si propone in subordine di definire che tale informazione debba intendersi non già come una valutazione ma come una informativa al consiglio di amministrazione per le esenzioni su tutte le operazioni di maggiore rilevanza, limitando la valutazione annuale delle operazioni ordinarie.

#### Proposta

Art. 4, comma 1, lett. b):

*"(...) tali procedure: (...) b) identificano i casi di esenzione previsti dagli articoli 13 e 14 ai quali le società intendano fare ricorso e stabiliscono le modalità e i tempi con i quali gli amministratori o consiglieri indipendenti che esprimono pareri sulle operazioni con parti correlate valutano almeno annualmente la corretta applicazione dei casi di esenzione **alle operazioni ordinarie o concluse a condizioni equivalenti o standard che sono di maggiore rilevanza ai sensi dell'art. 8. Per le operazioni di maggiore rilevanza, la predetta valutazione è effettuata in via preventiva;**"*

#### **2.4. L'indipendenza dell'esperto esterno di cui si avvale il CdA (art. 5)**

Accanto al rafforzamento della valutazione di indipendenza degli esperti di cui si avvale il comitato opc (valutazione che ora si esplicita come preventiva, cfr. modifiche all'art. 7, comma 1, lett. b) Reg.



OPC per le operazioni di “minore” rilevanza e richiamato dall’art. 8 per quelle di “maggiore rilevanza), Consob introduce nella parte informativa disciplinata dall’art. 5 Reg. OPC, anche un ulteriore obbligo:

- la pubblicazione in allegato al documento informativo del parere dell’esperto di cui si è avvalso il CdA;
- le valutazioni svolte circa l’indipendenza dell’esperto di cui si è avvalso il Cda.

La proposta della Consob deriva da esperienze applicative e non dalla Direttiva.

Accanto al rafforzamento della valutazione dell’indipendenza dell’esperto di cui si avvale il comitato opc – che appare condivisibile – la proposta introduce senza adeguata spiegazione, ulteriori obblighi di *disclosure* e una implicita (e nuova) scelta normativa che non paiono condivisibili, con riferimento al consulente di cui si può avvalere il CdA.

Tale proposta appare criticabile in quanto:

- il CdA può avvalersi di un qualsiasi consulente, che non deve essere necessariamente indipendente;
- la disciplina proposta nel documento di consultazione non impone al CdA di avvalersi di un consulente indipendente, ma sembra attribuirgli tale requisito nella parte in cui disciplina l’informazione che il consiglio è tenuto al pubblico;
- la disciplina delle opc si basa sul ruolo della componente indipendente del *board* (coinvolgimento indipendenti e pareri comitato opc) e correttamente circostanza come l’attività imputata agli indipendenti debba, anche qualora si avvenga di un supporto esterno, rispecchiare determinati parametri di indipendenza; l’assoggettamento dell’attività istruttorie del CdA alle medesime condizioni di *disclosure* dell’attività degli indipendenti non appare, dunque, giustificabile ed è pertanto incoerente con il “sistema” della disciplina procedurale delle opc.
- La scelta in termini di *disclosure* appare comunque arbitraria, anche qualora l’obbligo di *disclosure* dovesse ritenersi applicabile ai soli casi in cui il CdA si sia volontariamente avvalso di un consulente indipendente.

Pertanto, si propone di ripristinare la vigente versione dell’art. 5, comma 5 Reg. OPC.

Proposta:

Art. 5, comma 5 Reg. OPC:

*“5. Nei termini previsti dai commi 3 e 4 le società mettono a disposizione del pubblico, in allegato al documento informativo di cui al comma 1 o sul sito internet, gli eventuali pareri di amministratori*

*o consiglieri indipendenti e di esperti indipendenti di cui tali amministratori ~~e l'organo di amministrazione~~ si siano avvalsi. Con riferimento ai pareri di esperti indipendenti, le società possono pubblicare i soli elementi indicati nell'Allegato 4, motivando tale scelta."*

## 2.5. Obblighi di comunicazione immediata (art. 6)

In base all'esperienza applicativa, Consob propone di modificare l'attuale disciplina della comunicazione immediata delle operazioni (attualmente limitata ai casi delle operazioni contenenti informazione *price sensitive*), per estenderla a tutti i casi in cui la società pubblica un comunicato (a prescindere dalla *price sensitivity* dell'informazione e anche dalla rilevanza – maggiore o minore – dell'operazione).

La proposta non è condivisibile per i seguenti motivi:

- La Direttiva richiede la comunicazione immediata dell'operazione per tutte le operazioni "rilevanti": un obbligo che riguarda dunque soltanto le operazioni di "maggiore" rilevanza e che appare peraltro inderogabile.
- La proposta Consob è eccessivamente vaga, in quanto copre qualunque operazione (a prescindere dalla sua "rilevanza"), e introduce un assioma tautologico che potrebbe causare incertezze applicative e un'eccessiva assunzione di responsabilità in capo agli emittenti (essa definisce il contenuto del comunicato per i casi in cui tale comunicato sarà pubblicato dall'emittente, a prescindere dalla rilevanza o dalla *price sensitivity* dell'operazione).

Pertanto, si propone di introdurre una chiara definizione dell'obbligo di comunicazione immediata e limitarla, al contempo, alle sole operazioni di "maggiore" rilevanza, anche se non sono *price sensitive*.

Proposta:

Art. 6 Reg. OPC:

*"~~Qualora un~~L'operazione con parti correlate **di maggiore rilevanza ai sensi dell'art. 8 Reg. OPC** è sia oggetto di un comunicato diffuso al pubblico con le modalità indicate nella Parte III, Titolo II, Capo I, del regolamento emittenti, ~~contenente sono fornite~~ almeno le seguenti informazioni: a) la descrizione dell'operazione; (...)"*

## 2.6. Parere comitato opc prima dell'approvazione preliminare di alcuni elementi essenziali dell'operazione (art. 7)

In base all'esperienza applicativa, Consob propone di introdurre il rilascio di un parere del comitato opc non soltanto prima dell'approvazione dell'operazione (attualmente richiesto dal Reg OPC) ma anche *“prima dell'approvazione preliminare di alcuni elementi essenziali dell'operazione”*.

La modifica è proposta sull'art. 7 Reg OPC (che disciplina gli obblighi procedurali delle operazioni di “minore” rilevanza) e sull'art. 8 Reg. OPC (che disciplina le operazioni di “maggiore” rilevanza).

I problemi applicativi segnalati dalla Consob non sembrano giustificare la modifica proposta.

Il rilascio del parere del comitato opc in occasione della fissazione dei termini essenziali dell'operazione risulta, infatti, contrario alla disciplina procedurale delineata dal Reg OPC; la pattuizione di tali elementi da parte dell'AD prima della delibera del CdA sull'operazione sarebbe semmai viziata dall'eccesso di delega; anche sul piano della disciplina opc casi sintomatici sono ragionevolmente oggetto della vigilanza informativa e sanzionatoria della Consob, mentre non sembrano poter giustificare un irrigidimento del sistema che implicherebbe maggiori oneri procedurali e un aumento delle responsabilità in capo agli amministratori coinvolti.

In linea generale, dunque, non si condivide l'aumento del carico procedurale per rispondere a casi sintomatici già considerati dall'ordinamento.

Inoltre, si osserva come l'estensione di tale misura anche alle operazioni di “minore” rilevanza appaia incongrua rispetto alla diversa declinazione degli obblighi procedurali che caratterizza l'attuale Reg. OPC (non è richiesto il coinvolgimento degli indipendenti nella fase delle trattative; il parere del comitato composto “solo in maggioranza” da indipendenti è soltanto consultivo”).

Pertanto, si propone di **eliminare** la previsione del parere preliminare e il mantenimento dell'attuale parere del comitato opc prima dell'approvazione dell'operazione (i.e. mantenimento dello status quo):

Proposta:

Art. 7 Reg. OPC, comma 1:

*“... le procedure prevedano almeno: a) che ~~prima dell'approvazione dei termini essenziali dell'operazione, qualora quest'ultimi siano approvati precedentemente, e prima dell'approvazione in via definitiva dell'operazione, un comitato, anche appositamente costituito, composto esclusivamente da amministratori non esecutivi e non correlati, in maggioranza indipendenti, esprima un motivato parere non vincolante sull'interesse della società al compimento~~*

dell'operazione nonché sulla sua convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni. ~~Tale parere è allegato al verbale della riunione del comitato;~~ (...)

Art. 8, comma 1, lett. c):

~~“(...) le procedure prevedono almeno che: (...) c) che il consiglio di amministrazione **approvi i termini essenziali dell'operazione, qualora questi siano approvati preventivamente, nonché l'approvazione in via definitiva, previo motivato parere favorevole del comitato opo (...)**”~~

## 2.7. Astensione dell'amministratore coinvolto nell'operazione di “minore” rilevanza (art. 7)

Consob propone l'introduzione dell'obbligo di astensione non soltanto alle operazioni di “maggiore” ma anche a quelle di “minore” rilevanza. L'estensione proposta non appare condivisibile e introduce alcune problematiche anche pratiche per la sua applicazione:

- la Direttiva si rivolge, come già detto, alle sole operazioni “rilevanti” e solo a queste impone alcuni obblighi procedurali “inderogabili” quali la competenza del consiglio a deliberare sull'operazione e l'astensione dell'amministratore coinvolto in tale operazione. Posto che Assonime e Confindustria intendono tale disposizione rivolte alle sole operazioni di “maggiore” rilevanza, questa impostazione vale già ad escludere un obbligo di astensione per tali operazioni che dovrebbe essere intesa come una misura di *goldplating*;
- l'estensione dell'obbligo di astensione appare inoltre incongrua rispetto all'opportuna scelta di non estendere a tali operazioni la competenza deliberativa del CdA: l'applicazione dell'astensione dunque a casi in cui l'operazione è approvata dall'amministratore delegato o da un comitato esecutivo si sovrappone all'obbligo di astensione che trova applicazione in questi casi ai sensi dell'art. 2391 c.c. e introduce seri dubbi applicativi;
- inoltre, la previsione di un'astensione obbligatoria in un regime procedurale, ragionevolmente semplificato in ragione della “minore” rilevanza dell'operazione, in cui gli indipendenti non correlati esprimono esclusivamente un parere non vincolante, appare quanto meno necessaria di un adeguato approfondimento e spiegazione delle scelte regolatorie;
- infine, l'introduzione dell'obbligo di astensione alle operazioni di “minore” rilevanza introduce, a cascata, un significativo irrigidimento della disciplina “semplificata” prevista per le società di minori dimensioni, società neo-quotate, società diffuse; *rebus sic stantibus*, tale modifica introduce l'obbligo di astensione anche a carico degli emittenti quotati sull'AIM Italia, MTF gestito da Borsa

Italiana, il cui Regolamento Emittenti opera un rinvio mobile all'art. 10 Reg. OPC (che richiama l'art. 7 Reg. OPC).

Pertanto, si propone l'**eliminazione** della proposta specifica di modifica all'art. 6, comma 1, lett. d-bis) Reg. OPC.

Proposta:

Art. 7, comma 1, lett. d-bis) Reg. OPC:

*"(...) le procedure prevedono almeno: (...) ~~d-bis) che, fermo quanto previsto dall'art. 2391 del codice civile, gli amministratori coinvolti nell'operazione si astengano dalla votazione sulla stessa;~~"*

## 2.8. Obbligo di astensione e competenza deliberativa del CdA per le operazioni di "maggiore" rilevanza nelle società cd. diffuse (artt. 7, 10)

La Consob propone di introdurre l'obbligo di astensione per gli amministratori correlati e la competenza deliberativa del consiglio per le operazioni di "maggiore" rilevanza delle società diffuse. La proposta emerge dal combinato disposto delle modifiche apportate all'art. 10 che rinvia all'art. 7 della bozza di Regolamento.

La Direttiva si rivolge, come già detto, alle sole "società quotate su mercato regolamentato" e soltanto a tali società impone, in presenza di operazioni "rilevanti", specifici obblighi procedurali "inderogabili" quali la competenza del consiglio a deliberare sull'operazione e l'astensione dell'amministratore coinvolto in tale operazione. Il mantenimento di una disciplina delle opc, e in particolare l'introduzione dei predetti obblighi, alle società diffuse costituisce pertanto *goldplating*.

Con riferimento alla specifica proposta presentata nel documento di consultazione si osserva che, al netto del mantenimento della disciplina "semplificata" per le società diffuse, la proposta intende, introdurre per le opc di "maggiore" rilevanza concluse da società diffuse la riserva di competenza a deliberare in capo al CdA.

Tale estensione non appare giustificata e se ne propone pertanto almeno la sua **eliminazione**, con riferimento alle società diffuse.

Proposta:

Art. 10, comma 1:

*“1. Ferme le disposizioni dell’articolo 5, e la disciplina delle operazioni di minore rilevanza prevista nell’articolo 7 ~~e la riserva di competenza a deliberare in capo al consiglio di amministrazione o al consiglio di gestione~~, le società quotate di minori dimensioni, le società di recente quotazione e le società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante possono applicare alle operazioni di maggiore rilevanza, in deroga alle altre disposizioni dell’articolo 8, una procedura individuata ai sensi dell’articolo 7 nonché, in deroga alle altre disposizioni dei paragrafi 2 e 3 dell’Allegato 2, una procedura individuata ai sensi del paragrafo 1 del medesimo Allegato. **Nelle società quotate di minori dimensioni e le società di recente quotazione la deliberazione sulle operazioni di maggiore rilevanza ai sensi dell’art. 8 è riservata al consiglio di amministrazione o al consiglio di gestione.** Non possono avvalersi delle disposizioni del presente comma le società quotate controllate, anche indirettamente, da una società italiana o estera con azioni quotate in mercati regolamentati.”*

## 2.9. Coinvolgimento degli indipendenti nella fase iniziale delle trattative (art. 8)

In base all’esperienza applicativa, Consob propone di modificare l’attuale disciplina procedurale delle operazioni di “maggiore” rilevanza, chiedendo il coinvolgimento degli indipendenti nella “fase iniziale delle trattative”.

La proposta non è condivisibile per i seguenti motivi:

- la proposta poggia sull’esperienza di alcuni casi pratici in cui il coinvolgimento degli indipendenti nelle trattative e nella fase istruttoria dell’operazione è stato tardivo.
- la locuzione “fase iniziale” delle trattative, proposta da Consob, è oltre modo vaga e potenzialmente foriera di significativi dubbi applicativi.
- una precisazione circa la tempestività del coinvolgimento degli indipendenti può trovare adeguata collocazione nella Comunicazione che accompagna l’applicazione del Reg. OPC, evitando così di introdurre a livello di normativa primaria ulteriori e imprecisi obblighi, peraltro ispirati da un numero limitato di casi problematici e non da una diffusa violazione dell’attuale disciplina regolamentare.

Pertanto, si propone il ripristino della versione originale dell'art. 8, comma 1, lett. b) Reg. OPC (i.e. ripristino dello status quo).

Proposta:

Art. 8, comma 1, lett. b) Reg. OPC:

*“le procedure prevedono almeno: (...) lett. b) che un comitato, anche appositamente costituito, composto esclusivamente da amministratori indipendenti non correlati o uno o più componenti dallo stesso delegati siano coinvolti **nella dalla** fase **iniziale** delle trattative e nella fase istruttoria attraverso la ricezione di un flusso informativo completo e tempestivo e con la facoltà di richiedere informazioni e di formulare osservazioni agli organi delegati e ai soggetti incaricati della conduzione delle trattative o dell'istruttoria;”*

## 2.10. Disciplina del *whitewash* (art. 13)

Consob propone il mantenimento dell'attuale disciplina del *whitewash*, per consentire alle società il mantenimento della previsione di cd. anti *hold-out* funzionale a far operare tale meccanismo soltanto in presenza di una percentuale minima di capitale sociale rappresentato da soci non correlati non superiore al 10%.

Si ritiene che la finalità della possibile previsione di anti *hold-out* sia meritevole di tutela pur in assenza di un'analogia previsione nella Direttiva e che debba essere pertanto mantenuta.

## 2.11. Compensi degli amministratori: condizione di esenzione dalla disciplina procedurale opc (art. 13)

Il documento di consultazione propone di modificare la condizione di esenzione dalla disciplina procedurale opc per le deliberazioni relative alla remunerazione degli amministratori e consiglieri investiti di particolare cariche degli altri dirigenti con responsabilità strategiche, subordinando, tra l'altro, l'esenzione all'approvazione della politica per la remunerazione in assemblea e che la remunerazione assegnata sia individuata in conformità con tale politica e sia stata quantificata sulla base dei criteri che non comportino valutazioni discrezionali.

La proposta non appare in linea con le disposizioni della Direttiva che consente agli Stati membri di esentare, o consentire alle società di esentare, dalla disciplina sia informativa che procedurale delle OPC le operazioni relative alla remunerazione o taluni elementi della remunerazione “*riconosciuta agli amministratori in conformità dell’art. 9-bis*” della medesima Direttiva (cfr. art. 9-*quater*, comma 6, lett. c) della Direttiva); il legislatore europeo subordina dunque l’esenzione a un’unica condizione che consiste nell’approvazione della politica in assemblea; approvazione che peraltro sarà oggetto, per disposizione del d.lgs. 49/2019, a voto vincolante e non più consultivo.

Posta l’opportunità di mantenere, come nel quadro esistente, una esenzione dagli obblighi procedurali delle deliberazioni aventi ad oggetto le remunerazioni degli amministratori esecutivi e dei dirigenti con responsabilità strategiche, contestiamo l’ampliamento che Consob propone delle condizioni di esenzione. Accanto alla “approvazione della politica” e alla “conformità della remunerazione corrisposta a tale politica”, l’art. 13, comma 3, lett. b), punto iv) della bozza di Regolamento introduce l’ulteriore condizione – non prevista dal quadro europeo – che la remunerazione sia “*quantificata sulla base di criteri che non comportino valutazioni discrezionali*”. L’intervento è proposto dalla Consob nell’asserita opportunità di specificare la portata della “conformità” delle remunerazioni della politica ed è motivata dall’esperienza applicativa dell’Autorità.

Questa condizione ulteriore appare criticabile in quanto:

- non è coperta dalla Direttiva;
- non è chiara e risulta pertanto foriera di dubbi in sede applicativa: a tal riguardo si contestano anche gli esempi addotti nel documento di consultazione che sembrano qualificare di *default* come “discrezionale” qualsiasi erogazione facoltativa, senza tener conto dei casi in cui una parte del compenso variabile possa essere erogata a discrezione del *board* nei limiti definiti dalla politica, come approvata dagli azionisti (p.e. *cap* a bonus straordinari);
- non coerente con i maggiori poteri di *voice* degli azionisti in tema di remunerazione a cui è ora attribuito un voto vincolante;
- non coerente con il quadro delineato nella disciplina delle remunerazioni: in attuazione della Direttiva, il Regolamento Emittenti richiede che la politica, in presenza di circostanze eccezionali, individui gli elementi della remunerazione a cui la società può derogare e le procedure che intende seguire a tal fine. Tali circostanze eccezionali sono declinate all’art. 123-ter Tuf come quelle situazioni in cui la deroga alla politica sia necessaria per perseguire interessi a lungo termine e della sostenibilità della società nel suo complesso e per assicurarne la capacità di stare sul mercato. Non è chiaro se tali circostanze eccezionali siano quindi un sottoinsieme di quelle “valutazioni discrezionali” di cui all’art. 13 Reg. OPC posto che, in ogni caso, la conseguenza sarebbe la medesima, ovvero la sottoposizione alla disciplina OPC.



Pertanto, si propone di eliminare il riferimento alla discrezionalità prevista all'art. 13 del Reg. OPC

Proposta:

Art. 13, comma 3, lett. b):

*b) le deliberazioni (...) in materia di remunerazione degli amministratori e consiglieri investiti di particolari cariche nonché degli altri dirigenti con responsabilità strategiche e le deliberazioni con cui il consiglio di sorveglianza determina il compenso dei consiglieri di gestione, a condizione che:*

*i) la società abbia adottato una politica di remunerazione approvata dall'assemblea;*

*ii) nella definizione della politica per la remunerazione sia stato coinvolto un comitato costituito esclusivamente da amministratori o consiglieri non esecutivi in maggioranza indipendenti;*

*iii) la remunerazione assegnata sia individuata in conformità con tale politica ~~e quantificata sulla base di criteri che non comportino valutazioni discrezionali.~~*

## 2.12. Operazioni urgenti (art. 13)

Condividendo l'opportunità di mantenere le operazioni cd. urgenti tra la categoria di esenzioni, come consentito dal criterio di proporzionalità menzionato nella delega legislativa rispetto alle "caratteristiche delle operazioni", osserviamo che la formulazione appare poco chiara nella parte della competenza deliberativa del CdA che dovrebbe riguardare soltanto le operazioni di "maggiore" rilevanza.

Rispetto al documento di consultazione che accompagna la proposta di articolato, la modifica testuale dell'art. 13, comma 6, della bozza di regolamento potrebbe essere ulteriormente affinata per chiarire quanto scritto nel documento di consultazione.

Pertanto, si propone la seguente modifica:

Proposta:

Art. 13, comma 6:

*“6. Nei casi in cui l’operazione non sia di competenza dell’assemblea e non debba essere da questa autorizzata, le procedure possono prevedere, ove espressamente consentito dallo statuto, che in caso di urgenza, ferme le previsioni dell’articolo 5 e, **nei casi di operazioni di maggiore rilevanza ai sensi dell’art. 8**, la riserva di competenza a deliberare in capo al consiglio di amministrazione o dal consiglio di gestione, ~~ove applicabili~~, le operazioni con parti correlate siano concluse in deroga a quanto disposto dall’art. 7 e delle altre previsioni dell’art. 8 e dell’Allegato 2, a condizione che: (...)”*

### **2.13. Esenzione per operazioni con società collegate in assenza di altri interessi di altre parti correlate (art. 14)**

Consob propone il mantenimento del regime di esenzioni anche per le operazioni con società collegate.

La proposta di mantenere tale categoria di esenzioni è condivisibile, in quanto risponde alla medesima *ratio* della esenzione delle operazioni con società controllate, in assenza di altri interessi significativi di altre parti correlate.

### **2.14. Operazioni con importo indeterminato (Allegato 3)**

Consob propone di modificare la norma di chiusura per la valutazione della “rilevanza” dell’operazione, introducendo una presunzione relativa in base alla quale, laddove non sia determinabile il controvalore dell’operazione, tale operazione debba ritenersi di “maggiore” rilevanza, salvo che le società motivino che tale valutazione risulta manifestamente ingiustificata in considerazione di specifiche circostanze; tale valutazione è affidata dagli amministratori indipendenti.

La previsione è ispirata dall’esperienza applicativa – motivata da alcuni specifici casi di inadeguata valutazione di operazioni “rilevanti” – e non trova fondamento nella Direttiva.

La proposta appare criticabile in quanto:

- già valutata in sede di adozione del Reg. OPC nel 2010 e, in tale sede, non condivisa dal mercato;

- introduce un'inversione dell'onere della prova, ponendo un rischio eccessivo in capo agli amministratori indipendenti;
- importa un implicito aggravio della disciplina per gli emittenti, non previsto dalla Direttiva né dalle soluzioni di implementazione adottate dagli altri Stati membri, che irrigidisce il modello regolamentare italiano.

Pertanto, si propone di ripristinare la formulazione precedente (i.e. status quo) dell'Allegato 3, par. 1.1., lett. a), ultimo capoverso, Reg. OPC.

Proposta:

Allegato 3, par. 1.1., lett. a), ultimo capoverso, Reg. OPC:

*“Se le condizioni economiche dell’operazione dipendono in tutto o in parte da grandezze non ancora note, il controvalore dell’operazione è il valore massimo calcolabile o pagabile ai sensi dell’accordo. ~~Se non è determinabile un valore massimo e non è calcolabile nessuno degli altri indici di rilevanza, l’operazione si considera di maggiore rilevanza, salvo che le società motivino che tale qualificazione risulta manifestamente ingiustificata in considerazione di specifiche circostanze. La predetta valutazione è effettuata dagli amministratori o consiglieri indipendenti che esprimono pareri sulle operazioni con parti correlate e riporta nei verbali delle deliberazioni previsti dall’art. 7, comma 1, lettera e).~~”*

## 2.15. Tempi di applicazione della disciplina

Il documento di consultazione della Consob non chiarisce da quando debba intendersi pienamente applicabile la nuova disciplina opc; al contempo chiarisce che successivamente all’adozione del Regolamento OPC, la Consob procederà alla revisione della Comunicazione che accompagna l’applicazione del Regolamento, previa consultazione pubblica.

In assenza di una chiara indicazione in merito ai temi di effettiva applicazione dell’intera disciplina opc, si ritiene opportuno che la Consob preveda, in sede di adozione del Regolamento, un termine congruo per l’aggiornamento delle procedure degli emittenti e, decorso un ulteriore termine intermedio, per l’entrata in vigore della relativa disciplina.

A tal fine si propone un termine di nove mesi rispetto al giorno della deliberazione di modifica del Regolamento, per l’adeguamento delle procedure e un termine di dodici mesi rispetto al giorno

della medesima deliberazione per la piena applicazione della nuova disciplina. Si intende compresa in questa proposta anche la disciplina derivante dall'art. 2391-*bis* c.c. e, in particolare, la disciplina dell'astensione che necessita, come evidente dal documento di consultazione, di adeguata disciplina regolamentare, e non è pertanto suscettibile di immediata applicazione.

## 2.16. Regime transitorio speciale

Consob propone di introdurre un regime transitorio “accelerato” per le società che passano dal regime semplificato delle società di minori dimensioni o che diventano soggette ad attività di direzione e coordinamento, in presenza di un'unica condizione: un numero sufficiente di amministratori indipendenti per l'applicazione della disciplina opc e per le ulteriori disposizioni di *governance* del Reg. Mercati.

La proposta non appare condivisibile in quanto introduce un trattamento diverso per società che si trovano in medesime situazioni, penalizzando – con l'accelerazione del passaggio al nuovo regime – le società che già presentano un numero adeguato di amministratori indipendenti necessari per l'applicazione della disciplina rafforzata in materia di opc.

Tale accelerazione non è condivisibile in quanto:

- penalizza le società più virtuose in merito alla composizione del CdA e alla numerosità della sua componente indipendente;
- non considera la necessaria predisposizione delle procedure che tali società devono adottare per allinearle alla disciplina “standard” delle operazioni di maggiore rilevanza e la possibilità di dotarsi di amministratori indipendenti più adeguati al nuovo ruolo che dovranno svolgere.

### Proposta:

*Art. 10, comma 2, bozza di Regolamento OPC:*

*2. Le procedure vengono adeguate alle disposizioni derogate ai sensi del comma 1 entro novanta giorni ~~dalla chiusura dell'esercizio in cui la società non possa più qualificarsi come società di minori dimensioni, nel caso disponga di un numero sufficiente di amministratori o consiglieri indipendenti, ovvero~~ dal primo rinnovo del consiglio di amministrazione o del consiglio di gestione successivo alla chiusura dell' ~~medesimo~~ esercizio **in cui la società non possa più qualificarsi come società di minori dimensioni negli altri casi.***

Art. 16, comma 3, bozza di Regolamento Mercati

“3. Le società con azioni quotate che vengono sottoposte all’attività di direzione e coordinamento di un’altra società si adeguano alle disposizioni di cui al comma 1, lettera d), ~~entro trenta giorni nel caso dispongano di un numero sufficiente di amministratori o consiglieri indipendenti; ovvero~~ entro i trenta giorni successivi alla prima assemblea per il rinnovo del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza **negli altri casi.**”

## B) LA DISCIPLINA DELLE REMUNERAZIONI

In tema di remunerazione la Consob effettua tre tipi di interventi:

- allinea le previsioni regolamentari e gli schemi della politica e della relazione sulla remunerazione alla disciplina comunitaria;
- propone delle modifiche sulla base dell’esperienza applicativa;
- propone delle modifiche alla luce delle future linee guida sulla standardizzazione delle informazioni della relazione sulla remunerazione della Commissione europea.

### 1. Allineamento alla Direttiva

La Consob inserisce la previsione, nello schema sulla politica di remunerazione e nell’informativa *ex-post*, dell’indicazione delle componenti variabili della remunerazione “basati su obiettivi di *performance* finanziari e non finanziari, se del caso tenendo conto di criteri relativi alla responsabilità sociale”; si tratta di un allineamento alla Direttiva che va interpretato, a nostro avviso, nel senso di garantire flessibilità alle società in quanto dalla Direttiva emerge chiaramente che i criteri legati alla responsabilità sociale sono utilizzati per la politica di remunerazione se così valutato dalla società; ciò alla luce dell’utilizzo della locuzione “se del caso” che appare lasciare, opportunamente, la discrezionalità necessaria in base alla strategia aziendale<sup>5</sup>.

<sup>5</sup> Il Codice di autodisciplina raccomanda, sin dal 2010, la previsione di obiettivi di *performance*, anche non economici, per la remunerazione variabile (art. 6) e ciò è in linea con i principali codici stranieri. Dall’analisi di Assonime è emerso che circa il 50% delle società quotate utilizza parametri di *business* e che circa il 12% delle società quotate collega la remunerazione variabile a criteri ESG; si tratta per lo più di alcune società del

Peraltro, ci preme sottolineare che i criteri non finanziari della remunerazione non sono necessariamente solo quelli legati alla *corporate social responsibility* (ambientali, sociali) ma anche legati a obiettivi di *business* quali quelli legati alla *compliance*, alla riduzione dei costi, alla *customer satisfaction*<sup>6</sup>.

Un altro intervento di allineamento alla Direttiva è quello previsto al par. 1.5 della sezione sui compensi corrisposti relativo alle informazioni tra la variazione annuale del compenso di ciascuno dei soggetti per i quali le informazioni di cui alla presente sezione della relazione sono forniti nominativamente, dei risultati della società, della remunerazione media dei dipendenti<sup>7</sup>; occorrerebbe precisare cosa si intenda per remunerazione “calcolata su base equivalente a tempo pieno” e se per essa si intenda la remunerazione annua lorda parametrata sui dipendenti a tempo pieno.

## 2. Modifiche sulla base dell’esperienza applicativa

La Consob modifica la disposizione sulle indennità di fine rapporto richiedendo una più dettagliata informativa, sia nella politica di remunerazione, sia nella sezione sui compensi corrisposti<sup>8</sup>, motivandola alla luce dell’esperienza applicativa che ha mostrato con frequenza formulazioni ambigue o generiche, poco idonee a consentire di apprezzare la reale consistenza dei trattamenti di fine rapporto.

In primo luogo la Direttiva richiede indicazioni minimali che già sono previste dallo schema Consob vigente, mentre le ulteriori informazioni richieste nel documento di consultazione sulla politica di fine rapporto appaiono contenere profili “sensibili” e “competitivi” che sono giustificabili solo all’atto della cessazione dalla carica (e non in un momento antecedente).

In secondo luogo il Codice di autodisciplina vigente già contiene indicazioni sul contenuto della politica anche con riferimento alle indennità eventualmente previste per la cessazione del rapporto<sup>9</sup>. Ulteriore informativa è richiesta inoltre all’atto della cessazione del rapporto, sia dal

---

FTSE MIB che operano in settori dove impattano i criteri ESG (si veda Assonime, [Interventi 9/2019, The Principles and governance of sustainable remuneration policies](#)).

<sup>6</sup> Cfr. Circolare Assonime, n. 21 del 4 novembre 2019, *Il recepimento della direttiva shareholder rights nell’ordinamento italiano*.

<sup>7</sup> La Direttiva fa riferimento ai dipendenti dell’emittente quotato.

<sup>8</sup> Qualora non venisse accolta la nostra istanza occorrerebbe fare riferimento, non tanto a sinoli soggetti, come previsto, ma a categorie di soggetti in quanto sono ricompresi anche i dirigenti con responsabilità strategiche per i quali *la disclosure* non è nominativa ma aggregata.

<sup>9</sup> Art. 6.C.1, lett. g).

Codice di autodisciplina<sup>10</sup>, sia dalle Istruzioni al Regolamento di Borsa nel caso di comunicati *price sensitive*<sup>11</sup>. Va inoltre considerato che le modifiche che il Comitato per la *corporate governance* sta apportando al Codice vigente vanno nella direzione di una maggiore *disclosure* della politica in tema di indennità di fine rapporto e pertanto riterremo opportuno preservare e valorizzare il ruolo dell'autodisciplina.

Per tutti i motivi sopra indicati proponiamo il ripristino delle previsioni previgenti.

### 3. Modifiche alla luce delle future linee guida della Commissione europea

Ci riferiamo all'informativa (*ex ante* ed *ex-post*) su obiettivi raggiunti in confronto con quelli previsti, motivata dagli orientamenti della Commissione europea sulla standardizzazione delle informazioni non ancora emanati; la Consob chiede alle società di effettuare valutazioni per possibili correttivi che possano essere apportati al fine di calibrare la portata della *disclosure* tenendo conto delle possibili esigenze di riservatezza degli emittenti.

Come già sottolineato dalla Consob nel documento di consultazione, si tratta di informazioni commercialmente sensibili per le società; alla luce del fatto che le linee guida della Commissione europea sono indirizzate alle società, comunque in modo non vincolante, e non sono ancora state emanate, sarebbe opportuno riformulare il par. 1.1 della prima parte della sezione II dello schema allineandolo alle previsioni più flessibili contenute nella Direttiva che richiede, nella politica, di dare informazioni "in merito ai metodi da applicare per determinare in che misura i criteri basati sui risultati sono stati soddisfatti (art. 9-*bis*, par. 6, comma 3) e, nella relazione *ex-post*, "informazioni sul modo in cui sono stati applicati i criteri basati sui risultati" (art. 9-*ter*, par. 1, lett. a).

La Consob, successivamente all'emanazione delle citate linee guida, potrà valutare se e che tipo di interventi eventualmente effettuare con riguardo agli schemi dell'informativa *ex-post*.

Proposta:

#### **SEZIONE I: politica in materia di remunerazione**

**1. Con riferimento ai componenti degli organi di amministrazione, ai direttori generali e agli altri dirigenti con responsabilità strategiche, la sezione contiene almeno le seguenti informazioni, da**

<sup>10</sup> Art.6.C.8.

<sup>11</sup> Cfr. IA.2.6.7

**illustrare in modo chiaro e comprensibile:**

*omissis.*

*h) i criteri utilizzati per la valutazione degli obiettivi di performance alla base dell'assegnazione di azioni, opzioni, altri strumenti finanziari o altre componenti variabili della remunerazione, **spiegando i metodi da applicare per determinare in che misura i criteri basati sui risultati sono stati soddisfatti** ~~specificando la componente variabile connessa al raggiungimento degli obiettivi (target), eventualmente distinta in base al livello di conseguimento degli stessi;~~*

**SEZIONE II: compensi corrisposti**

*La sezione è articolata in due parti e illustra nominativamente:*

*.....omissis*

**PRIMA PARTE**

*1.1. Nella prima parte è fornita una rappresentazione **adeguata, chiara e comprensibile** di ciascuna delle voci che compongono la remunerazione, compresi i trattamenti previsti in caso di cessazione dalla carica o di risoluzione del rapporto di lavoro, evidenziandone la **conformità** con la politica in materia di remunerazione di riferimento **e le modalità con cui la remunerazione contribuisce ai risultati a lungo termine della società.***

***Con riguardo alle componenti variabili, sono fornite informazioni sulle modalità con cui gli obiettivi di performance della politica delle remunerazioni di riferimento sono stati applicati, ~~indicando gli obiettivi raggiunti in confronto con quelli previsti. È inoltre fornita indicazione della proporzione tra i compensi di natura fissa e variabile nell'ambito della remunerazione totale.~~***

#### **4. Regime transitorio**

Infine un'ultima osservazione riguarda il regime transitorio; il documento di consultazione non prevede alcunché al riguardo mentre il Decreto stabilisce che la nuova disciplina si applichi alle relazioni da pubblicare in occasione delle assemblee di approvazione dei bilanci relativi agli esercizi finanziari aventi inizio a partire dal 1° gennaio 2019.

L'insussistenza di un regime transitorio nel documento in consultazione pone delle problematiche con riguardo, sia alle nuove previsioni sulla politica di remunerazione, sia sulle informazioni da fornire *ex-post* in quanto tali previsioni saranno emanate, presumibilmente, in concomitanza



dell'apertura della stagione assembleare 2020, a fronte di comitati e consigli di amministrazione già tenuti e in vista di possibili rinnovi degli organi sociali.

Alcune delle nuove previsioni non impongono una mera *compliance* ma spingono le società a una riflessione per la revisione delle politiche in essere, anche alla luce del voto vincolante sulla politica di remunerazione (e del voto consultivo sull'*ex-post*) che saranno già in vigore.

Per tali motivi riterremo opportuno che la Consob prevedesse un termine di applicazione delle nuove disposizioni successivo, stabilendo che esse si applichino alle relazioni da pubblicare in occasione delle assemblee di approvazione dei bilanci relativi agli esercizi finanziari aventi inizio a partire dal 1° gennaio 2020.

Ovviamente, infine, vi è anche la necessità di prevedere un regime transitorio per le società neo quotate: in generale, dal momento che non potranno rendicontare informazioni sui compensi corrisposti qualora non abbiano approvato ancora una politica di remunerazione e, in particolare, con riferimento alla previsione di fornire informazioni sulla variazione annuale dei compensi dei 5 anni precedenti rispetto alle quali potranno essere fornite informazioni solo allo scadere del quinquennio.