

Spett.le

**Commissione Nazionale per
le Società e la Borsa**

Divisione Strategie Regolamentari

Via G.B. Martini, n. 3

00198 Roma

Milano, 1 dicembre 2019

A mezzo SIPE - Sistema Integrato per l'Esterno

Oggetto: osservazioni al documento per la consultazione del 31 ottobre 2019 relativo alle “Modifiche al Regolamento sulle operazioni con parti correlate, al Regolamento Mercati e al Regolamento Emittenti in materia di trasparenza delle remunerazioni, dei gestori degli attivi e dei consulenti in materia di voto in recepimento della Direttiva (UE) 2017/828 (Shareholder Rights Directive II)”.

Con riferimento al documento di consultazione in oggetto (il “**Documento di Consultazione**”) relativo alla consultazione avviata da Codesta Spettabile Commissione in data 31 ottobre 2019 (la “**Consultazione**”), intendiamo anzitutto ringraziare Codesta Spettabile Commissione per l’opportunità di formulare osservazioni e commenti relativi alle modifiche in oggetto, con l’auspicio di fornire un contributo utile a tal fine.

Ove non diversamente definite le espressioni in maiuscolo assumono il medesimo significato di quello loro ascritto nell’ambito del Documento di Consultazione predisposto da Codesta Spettabile Commissione.

PARTNERS

Filippo Troisi
Bruno Bartocci
Monica Colombera
Alberto Giampieri
Andrea Giannelli
Alberto Maggi
Giovanni Nardulli
Enzo Schiavello
Gian Paolo Tagariello
Luca Dal Cerro
Andrea Fedi
Claudia Gregori
Stefano Parlatore
Rosella Antonucci †
Gabriele Capecchi
Emanuele Esposito
Marco Graziani
Piero Venturini
Giuseppe Abbruzzese
Luca Autuori
Alessandro Botto
Cecilia Carrara
Daniele Geronzi
Guido Iannoni Sebastianini
Filippo Pacciani
Marco Gubitosi
Filippo Ruffato
Vito Auricchio
Giandomenico Ciaramella
Cristina Martorana
Silvia Tozzoli
Giorgio Vanzanelli
Tommaso Li Bassi
Paolo Marzano
Daria Pastore
Marco Penna
Federica Pomero
Vittorio Pozzi
Barbara Sancisi
Giovanni Scirocco

SENIOR COUNSEL

Enrico Attanasio
Tommaso Bernasconi
Andrea Botti
Achille Calìo Marincola
Marzio Ciani
Francesco Di Bari
Francesco Florio
Iacopo Fontana
Elena Generini
Giacomo Gitti
Marco Iannò
Marco Mastrorosa
Antonio Matino
Antonio Palazzolo
Monica Riva
Elena Ryolo
Ivano Saltarelli
Antonio Siciliano
Alberto Vaudano

MILANO

Via Broletto, 20 - 20121
T +39 02 89 63 071

ROMA

Via di San Nicola da Tolentino, 67 - 00187
T +39 06 93 18 271

LONDRA

Aldermay House
10 -15 Queen Street - EC4N 1TX
T +44 (0)20 7074 2211

NEW YORK

780 Third Avenue - New York, NY 10017
T +1 (212)203 2255

info@legance.it
www.legance.it

Si autorizzano sin d'ora la pubblicazione e la divulgazione del presente contributo.

Nel rimanere a disposizione per ogni chiarimento, indichiamo, qui di seguito, i nostri indirizzi e recapiti:

Avv. Giorgio Vanzanelli, gvanzanelli@legance.it; Avv. Cecilia Carrara, ccarrara@legance.it; Avv. Paolo Guaragnella, pguaragnella@legance.it, presso Legance – Avvocati Associati, Via Broletto n. 20, 20121 Milano – tel. 028963071.

1. MODIFICHE ALLA DISCIPLINA IN MATERIA DI OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE

Prima di sottoporre a Codesta Spettabile Commissione alcuni commenti tecnici sull'argomento oggetto di analisi, ci preme evidenziare che, sul piano generale, la disciplina di recepimento e regolamentare italiana in materia di operazioni con parti correlate risulta già notevolmente sviluppata tanto da non richiedere modifiche significative dell'impianto normativo e regolamentare.

Di conseguenza, ad avviso dello Scrivente Studio, l'approccio preferibile dovrebbe consistere nel ridurre gli interventi a quanto strettamente necessario e/o opportuno ai fini di recepire la normativa comunitaria, in modo da evitare di creare oneri non giustificati per gli operatori del mercato rispetto ad una prassi che è da ritenersi ormai consolidata.

1.1 Definizione di Parte Correlata

La definizione di "parte correlata", contenuta nell'articolo 2, lettera h) della Direttiva, viene modificata dalla SHR2, che inserisce un rinvio mobile ai principi contabili internazionali adottati a norma del regolamento (CE) n. 1606/2002 del Parlamento europeo e del Consiglio (IAS/IFRS).

Come noto, invece, in precedenza, il Regolamento OPC aveva scelto di cristallizzare la definizione di "parti correlate" dello IAS 24 vigente alla data dell'adozione del regolamento stesso, mediante la tecnica del rinvio fisso.

È previsto, pertanto, che ad esito della presente Consultazione, il Regolamento OPC definisca, nell'**articolo 3, comma 1, lettera a)**, le "parti correlate" attraverso un rinvio mobile ai principi contabili internazionali adottati a norma del regolamento (CE) n. 1606/2002 del Parlamento Europeo e del Consiglio (IAS/IFRS). Codesta Spettabile Commissione propone, altresì, l'eliminazione dell'Allegato 1 al Regolamento OPC e l'introduzione di una nuova appendice al Regolamento OPC (**Appendice 1**).

È condivisibile la proposta di Codesta Spettabile Commissione, secondo cui si ritiene preferibile mantenere in un'appendice al Regolamento OPC le nozioni di "parte correlata" e di "operazioni con parti correlate" (e quelle ad esse strumentali), opportunamente allineate alla versione vigente dei principi contabili internazionali, al fine di facilitare, tramite la raccolta in un corpo unitario, l'applicazione di suddette definizioni. Tuttavia, si segnala che tale scelta comporta la necessità di un aggiornamento costante dell'appendice in parola, così da mantenere la definizione di "parte correlata", ivi contenuta, costantemente allineata a quella prevista dai principi contabili internazionali.

Alla luce di quanto precede, lo Scrivente Studio ritiene sufficiente inserire il rinvio mobile alla definizione di "parte correlata" nel testo senza introdurre una nuova appendice al Regolamento OPC. Lo Scrivente Studio invita, pertanto, Codesta Spettabile Commissione a considerare l'opportunità di orientarsi in tal senso.

1.2 Obblighi informativi e procedurali

(i) Astensione dei consiglieri coinvolti

Il decreto di recepimento della Direttiva, d.lgs. 49/2019 (il “**Decreto**”), introduce il comma terzo dell’articolo 2391 *bis* Codice Civile che, alla lettera c), rimette a Codesta Spettabile Commissione l’individuazione di “*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 e tutela dell’interesse della società che consentono ai predetti azionisti di prendere parte alla votazione sull’operazione*”.

È necessario chiarire la definizione di “amministratori coinvolti nell’operazione”, poiché il termine “coinvolti” utilizzato dal legislatore ha natura generica.

Con riguardo alle cinque opzioni proposte da Codesta Spettabile Commissione al **Paragrafo 1.2.2.1**, relative alla definizione di “amministratori coinvolti” nell’operazione, i quali sono di conseguenza tenuti ad astenersi dalla relativa votazione, lo Scrivente Studio ritiene preferibile adottare la definizione di cui all’opzione numero 3, secondo cui per “amministratore coinvolto” si intende “*l’amministratore che è controparte dell’operazione o è correlato a quest’ultima*”, come suggerito da codesta Autorità. L’opzione in parola è considerata la più coerente a livello sistematico e maggiormente in linea con gli *standard* internazionali, nonché con la disciplina attualmente prevista dal Regolamento OPC, ai sensi del quale il comitato interno all’organo amministrativo che si deve esprimere sull’operazione deve essere composto da soli amministratori indipendenti “non correlati” e ne sono pertanto esclusi gli amministratori correlati. Lo Scrivente Studio ritiene che sia opportuno far coincidere la definizione di “amministratori coinvolti” con quella di amministratori “parti correlate”.

Infatti, qualora si ampli eccessivamente la definizione in parola, l’obbligo di astensione in capo agli amministratori coinvolti/correlati potrebbe avere l’effetto paradossale di spostare gli equilibri del controllo societario in capo a soggetti non preposti a tale ruolo (*i.e.*, gli amministratori di minoranza e gli amministratori indipendenti), nonché l’effetto di aggravare il carico di responsabilità in capo a tali soggetti che potrebbero essere gli unici ad esprimersi sull’operazione con parti correlate. La definizione proposta sembra quindi essere quella che meglio contempera gli interessi coinvolti.

(ii) Oneri procedurali

- ***Coinvolgimento degli amministratori indipendenti dalla fase iniziale delle trattative nelle operazioni di maggiore rilevanza***

Codesta Spettabile Commissione ha proposto che, ad esito della Consultazione, **l’articolo 8, comma 1, lettera b) del Regolamento OPC** sia modificato in modo da prescrivere che il comitato parti correlate (composto esclusivamente da amministratori indipendenti non correlati) o alcuni dei relativi amministratori indipendenti siano

coinvolti dalla fase iniziale delle trattative e nella fase istruttoria dell'operazione con parte correlata. Tale proposta riguarda esclusivamente le operazioni di maggiore rilevanza.

Lo Scrivente Studio ritiene che la proposta di Codesta Spettabile Commissione sia volta ad evitare che gli amministratori indipendenti vengano informati dell'operazione con parti correlate e siano coinvolti nel relativo flusso informativo in una fase già significativamente avanzata della negoziazioni, così limitando di fatto la rilevanza e puntualità del loro contributo. Tale proposta di modifica del Regolamento OPC deriva probabilmente dall'esperienza di alcuni casi in cui il coinvolgimento degli amministratori indipendenti è risultato tardivo.

Tuttavia, lo Scrivente Studio ritiene che il concetto di "fase iniziale" delle trattative non sia sufficientemente specifico e, pertanto, potrebbero derivarne dubbi applicativi di particolare rilievo. Si invita, pertanto, Codesta Spettabile Commissione a fornire chiarimenti in tal senso.

➤ **Mantenimento delle norme relative al *whitewash***

Con riguardo alla proposta di Codesta Spettabile Commissione, di cui al **Paragrafo 1.2.2.3**, di mantenere le norme relative al *whitewash* e alla soglia di *hold-out* previste ai sensi degli **articoli 8, comma 2 e 11, comma 3 del Regolamento OPC**, lo Scrivente Studio ne condivide l'opportunità, poiché ritiene che sia coerente con l'interesse della società consentire all'assemblea (in cui le minoranze sono rappresentate in una misura che non superi una determinata soglia) di approvare un'operazione con parte correlata di maggiore rilevanza, quando il comitato parti correlate abbia espresso parere negativo (parere vincolante in caso di operazioni di maggior rilevanza).

Tuttavia, lo Scrivente Studio suggerisce di modificare la soglia di *hold-out* attualmente prevista, pari alla misura fissa del 10%, prevedendo una soglia mobile, da determinarsi sulla base di parametri dimensionali degli emittenti, secondo una tecnica già sperimentata con riferimento ad altre fattispecie regolamentari.

➤ **Casi di esenzione - procedura**

Le procedure interne per le operazioni con parti correlate adottate dall'organo amministrativo delle società quotate devono identificare i casi di esenzione cui l'emittente intende far ricorso. Codesta Spettabile Commissione ha proposto che le procedure in parola identifichino anche "*le modalità e i tempi con i quali gli amministratori o i consiglieri indipendenti che esprimono pareri sulle operazioni con parti correlate valutano almeno annualmente la corretta applicazione dei casi di esenzione. Per le operazioni di maggiore rilevanza, la predetta valutazione è effettuata in via preventiva*". Si prevede che tale modifica sia introdotta nell'**articolo 4, comma 1, lettera b del Regolamento OPC** all'esito della Consultazione.

Lo Scrivente Studio condivide l'opportunità di introdurre una procedura di verifica periodica – e preventiva, in caso di operazioni di maggiore rilevanza – non solo per l'esenzione riguardante le operazioni con parti correlate ordinarie e a condizioni di mercato, come prescritto dalla SHR2 (articolo 9 *quater*, paragrafo 5 Direttiva), ma per

tutti i casi di esenzione, come proposto da Codesta Spettabile Commissione al **Paragrafo 1.2.3.1**. Ciò faciliterebbe il compito degli amministratori e degli organi sociali tenuti a valutare l'applicabilità dell'esenzione, limitando i rischi di una non corretta applicazione del Regolamento OPC, anche alla luce della recente introduzione di sanzioni amministrative *ad hoc* per il mancato rispetto della disciplina relativa alle operazioni con parti correlate, sia nei confronti della società, sia di amministratori e dirigenti (nuovo art. 192 *quinquies* TUF, come modificato dal Decreto, in applicazione della Direttiva). Tale suggerimento trova conferma anche nell'esperienza pratica di alcuni emittenti.

➤ **Casi di esenzione previsti dalla Direttiva**

Tra i casi di esenzione prescritti dalla SHR2 rientrano le “operazioni offerte a tutti gli azionisti alle medesime condizioni”. Codesta Spettabile Commissione prevede l'inserimento di tale fattispecie nel **nuovo comma 1 bis dell'articolo 13 del Regolamento OPC**.

Lo Scrivente studio propone a Codesta Spettabile Commissione, con riguardo a quanto richiesto al **Paragrafo 1.2.3.1(iv)** che, per identità di *ratio*, possa beneficiare di tale esenzione anche l'offerta pubblica di acquisto promossa da un azionista di controllo su azioni proprie dell'emittente.

➤ **Ulteriori casi di esenzione**

Con riguardo a quanto proposto da Codesta Spettabile Commissione al **Paragrafo 1.2.3.2(ii)**, lo Scrivente Studio concorda con l'opportunità di mantenere l'esenzione prevista dall'**articolo 14, comma 2, del Regolamento OPC** e non espressamente elencata nella Direttiva, relativa alle “operazioni con società collegate” in assenza di interessi significativi di altre parti correlate, poiché ritiene che tale esenzione derivi *a fortiori* da quella – espressamente prevista dalla Direttiva – per le operazioni con società controllate in assenza di interessi di altre parti correlate. Rimuovere tale esenzione porterebbe ad una applicazione non coerente della disciplina.

Con riguardo agli “interessi significativi” di altre parti correlate, il Regolamento OPC rimette all'organo amministrativo della società l'onere di definire all'interno delle procedure relative alle operazioni con parti correlate i criteri per la valutazione di tale significatività. Anche se la seguente osservazione non rientra tra le tematiche espressamente trattate nel Documento di Consultazione, lo Scrivente Studio ritiene che gli esempi di valutazione del criterio di significatività individuati dalla Comunicazione Consob 24 settembre 2010, n. 10078683 (paragrafo 22) rappresentino uno strumento estremamente utile ai fini di una corretta applicazione della norma in parola e, pertanto, suggerisce di valutare un intervento in tal senso.

1.3 Ulteriori interventi

Ad esito della Consultazione, è previsto che gli **articoli 7 e 8 del Regolamento OPC** richiedano quanto segue:

1. che il comitato parti correlate esprima un doppio parere sull'operazione:
 - (i) uno prima dell'approvazione dei termini essenziali dell'operazione, qualora questi ultimi siano approvati preventivamente; e
 - (ii) un altro prima dell'approvazione in via definitiva dell'operazione (sia per il caso di operazioni di maggiore rilevanza, sia per quelle di minore rilevanza);
2. che il parere espresso dal comitato, con riguardo sia alle operazioni di minore rilevanza, sia alle operazioni di maggiore rilevanza, sia allegato al verbale della relativa riunione del comitato.

➤ **Doppio parere del comitato parti correlate**

Nel Documento di Consultazione, Codesta Spettabile Commissione ha proposto di introdurre l'obbligo per il comitato parti correlate di rilasciare un parere anche prima dell'approvazione dei termini essenziali dell'operazione "*qualora questi ultimi siano approvati preventivamente*". Tale obbligo dovrebbe trovare applicazione sia con riguardo alle operazioni di minore rilevanza, sia con riguardo alle operazioni di maggiore rilevanza.

Prevedendo l'obbligo che il comitato parti correlate esprima un parere sull'operazione con parte correlata anche prima dell'approvazione dei termini essenziali, oltre che prima dell'approvazione dell'operazione in via definitiva, si introduce di fatto l'obbligo che il comitato rilasci un doppio parere con riguardo a determinate operazioni con parti correlate.

La proposta di modifica sottolinea che il primo dei due pareri (di nuova introduzione), dovrà essere rilasciato nel caso in cui i termini essenziali dell'operazione vengano approvati preventivamente. In caso contrario, non è prevista alcuna novità normativa.

È stato osservato che la proposta di Codesta Spettabile Commissione è figlia della prassi delle società italiane, che sono solite approvare preliminarmente i termini essenziali di un'operazione con parti correlate, prima della relativa approvazione definitiva. Dunque, si ritiene che, qualora l'introduzione di tale obbligo sia confermata, la nuova previsione dovrebbe trovare ampia applicazione.

Tuttavia, lo Scrivente Studio ritiene che l'introduzione dell'obbligo in questione abbia l'effetto di aumentare il carico procedurale per le società in sede di approvazione delle operazioni e, in considerazione di ciò, non ne condivide l'estensione anche alle operazioni di minore rilevanza. Si ritiene che per queste ultime si potrebbe prevedere un'approvazione preventiva dei termini essenziali, mentre quella ulteriore dovrebbe essere richiesta solo nel caso di modifiche rilevanti.

➤ **Allegazione del parere del comitato al relativo verbale**

Nel Documento di Consultazione Codesta Spettabile Commissione ha previsto che l'obbligo di allegare il parere del comitato relativo all'operazione con parti correlate al verbale della riunione del comitato che ha deliberato in merito alla stessa sia introdotto sia con riguardo alle operazioni di minore rilevanza, sia con riguardo alle operazioni di maggiore rilevanza.

Qualora l'impostazione del Documento di Consultazione, di cui al **Paragrafo 1.3.4**, sia confermata, i verbali delle riunioni del comitato non potranno semplicemente contenere un inciso del tipo: "è stata raccolta l'opinione favorevole del comitato" – prassi attualmente diffusa soprattutto tra le società italiane di piccole dimensioni – ma dovrà essere predisposto un apposito documento contenente il parere favorevole del comitato in forma scritta, da allegare al verbale della riunione del comitato stesso.

Non si condivide l'opportunità di prevedere che il parere del comitato parti correlate relativo all'operazione sia necessariamente redatto per iscritto e allegato al relativo verbale, ma si ritiene più opportuno consentire che il parere venga rilasciato in forma orale, per non caricare di oneri eccessivi gli emittenti, in particolare quelli di piccole dimensioni. Il parere in forma orale, ad ogni modo, non esonera gli amministratori dalla responsabilità connessa al rilascio dello stesso, soprattutto alla luce del nuovo apparato sanzionatorio introdotto *ad hoc* per il mancato rispetto della disciplina relativa alle operazioni con parti correlate, già menzionato. Si dovrebbe dunque lasciare libertà ai consiglieri interessati di determinare discrezionalmente la necessità della forma scritta nel caso specifico (ad esempio, nel caso di parere particolarmente articolato e complesso).

2. MODIFICHE ALLA DISCIPLINA IN MATERIA DI TRASPARENZA DELLE REMUNERAZIONI

Il Decreto, in attuazione della SHR2, interviene, altresì, sulla disciplina relativa alla remunerazione degli amministratori e sindaci al fine di coinvolgere maggiormente gli azionisti nel governo della società, attribuendo loro diritti di voto con riguardo alla politica di remunerazione.

Il novellato articolo 123 *ter* TUF rinomina la relazione sulla remunerazione in "*relazione sulla politica in materia di remunerazione e compensi corrisposti*", composta da due sezioni:

- (i) **Sezione I:** relazione sulla politica di remunerazione (*ex-ante*) e
- (ii) **Sezione II:** relazione sui compensi corrisposti individualmente a ciascun amministratore nel corso dell'esercizio che precede (*ex-post*).

Ai sensi dell'articolo 9 *ter*, paragrafo 6 della Direttiva, la Commissione Europea è tenuta ad adottare orientamenti non vincolanti per precisare il contenuto e le modalità di redazione della relazione sulla politica in materia di remunerazione e compensi corrisposti. Le linee guida in parola non sono ancora state adottate dalla Commissione

Europea, ma si ritiene che potranno rappresentare un utile strumento di interpretazione delle novità introdotte dalla Direttiva.

Sul piano generale, le principali modifiche introdotte dal Decreto in materia di politica di remunerazione riguardano: (i) il voto vincolante dell'assemblea sulla Sezione I (in precedenza consultivo) e le relative tempistiche di approvazione; (ii) il voto consultivo sulla Sezione II (precedentemente non previsto); e (iii) il contributo da parte della politica di remunerazione al perseguimento di interessi di lungo termine e di sostenibilità della società.

Quanto alle modifiche al Regolamento Emittenti che Codesta Spettabile Commissione propone di introdurre, le principali riguardano il contenuto della Sezione I e della Sezione II della relazione sulla politica in materia di remunerazione e compensi corrisposti e sono volte ad allineare lo stesso alle novità previste dalla SHR2 e recepite dal Decreto.

Con riguardo a quanto precede, lo Scrivente Studio ritiene utile portare all'attenzione di Codesta Spettabile Commissione anche alcune tematiche che, seppur non espressamente trattate nel Documento di Consultazione, paiono ricorrenti nella vita delle società quotate e, pertanto, meritevoli di chiarimenti preventivi anche allo scopo di raggiungere un'opportuna uniformità di applicazione delle regole in discorso.

2.1 Proxy Advisor

Con riguardo al diritto di voto degli azionisti sulla politica di remunerazione e sui compensi corrisposti, lo Scrivente Studio suggerisce che vengano previsti e implementati sistemi di trasparenza adeguati nei confronti dell'attività svolta dai *proxy holder e advisor*, in considerazione del ruolo crescente che gli stessi assumeranno nella determinazione delle politiche in materia di remunerazione e nell'approvazione dei compensi corrisposti.

2.2 Trasparenza e caratteristiche della politica in materia di remunerazione

Ai sensi del comma 3 *bis* del novellato articolo 123 *ter*, la Sezione I – relazione sulla politica di remunerazione, che contempla una *disclosure ex-ante* al mercato sulla politica da adottare in tema di remunerazioni, deve essere sottoposta al voto dei soci con la cadenza richiesta dalla durata della politica stessa e comunque almeno ogni tre anni o in occasione di modifiche (rilevanti) della politica medesima.

(i) Non approvazione della politica di remunerazione

Il comma 3 *ter* dell'articolo 123 *ter* TUF prevede che, qualora l'assemblea dei soci non approvi la politica di remunerazione, la società debba continuare a corrispondere remunerazioni conformi alla più recente politica di remunerazione approvata dall'assemblea o, in mancanza, può continuare a corrispondere remunerazioni conformi alle prassi vigenti.

Il dettato normativo non chiarisce se “la più recente politica di remunerazione approvata dall'assemblea”:

- (i) debba essere interpretata nel senso di includere anche una politica di remunerazione approvata dai soci prima dell'entrata in vigore del Decreto (*e.g.*, la politica di remunerazione approvata dall'assemblea del 2019 di un emittente), circostanza che rileverebbe qualora non venisse espresso un voto favorevole sulla politica di remunerazione dall'assemblea dei soci del 2020; ovvero
- (ii) se l'espressione in oggetto indichi esclusivamente una politica di remunerazione approvata dai soci in seguito all'entrata in vigore del Decreto e, pertanto, a partire dall'assemblea dei soci del 2020.

Adottando l'interpretazione di cui al punto (i) che precede, qualora l'assemblea dei soci del 2020 non esprimesse un voto favorevole in merito alla politica di remunerazione predisposta in conformità alle nuove disposizioni normative, ma l'emittente avesse approvato una politica di remunerazione nel 2019, la stessa rileverebbe ai fini dell'applicazione dell'articolo 123 *ter*, comma 3 *ter* del TUF e, pertanto, l'emittente in questione sarebbe tenuto ad attribuire remunerazioni in conformità a tale politica.

Adottando, invece, l'interpretazione di cui al punto (ii) che precede, una politica di remunerazione approvata dai soci nel 2019 non rileverebbe ai fini dell'applicazione dell'articolo 123 *ter*, comma 3 *ter* del TUF e, pertanto, l'emittente in questione sarebbe tenuto ad attribuire remunerazioni in conformità alle "prassi vigenti"; lo stesso varrebbe per gli anni successivi al 2020, nel caso in cui l'assemblea dei soci non esprimesse un voto positivo sulla Sezione I della relazione in materia di politica di remunerazione e compensi corrisposti anche durante le assemblee che si terranno negli anni successivi al 2020.

Con riguardo all'espressione "prassi vigenti", non è chiaro se con tale espressione il legislatore intenda riferirsi a prassi di mercato, ovvero a prassi endosocietarie. Tuttavia, in considerazione dell'accostamento del termine "prassi" con il termine "vigenti", si ritiene più plausibile che il legislatore intendesse far riferimento alle prassi di mercato attualmente vigenti in tema di remunerazioni

Con riguardo a quanto sopra, lo Scrivente Studio invita Codesta Spettabile Commissione a (i) chiarire cosa si intenda per "*la più recente politica di remunerazione approvata dall'assemblea*" e a confermare che per "prassi vigenti" si intendono le prassi di mercato e non invece quelle endosocietarie, ciò per evitare situazioni di incertezza che potrebbero già emergere numerose in occasione dell'approvazione dei bilanci al 31 dicembre 2019.

(ii) Contenuto della politica di remunerazione

Nel Documento di Consultazione, Codesta Spettabile Commissione ha anticipato che il contenuto della relazione sulla politica in materia di remunerazione dovrà essere notevolmente arricchito, diventando più specifico e dettagliato, a partire dalle relazioni presentate alle assemblee che si terranno nel 2020 per approvare il bilancio di esercizio.

Con riguardo alla remunerazione variabile, le modifiche al Regolamento Emittenti proposte da Codesta Spettabile Commissione e, in particolare all'**articolo 84 quater e all'Allegato 3°, Schema 7 bis**, prevedono che la relazione sulla remunerazione indichi in modo chiaro, esaustivo e differenziato gli obiettivi previsti e i criteri di definizione degli stessi.

In particolare, la relazione sulla politica di remunerazione dovrà descrivere accuratamente, con riguardo alla remunerazione variabile, (i) gli obiettivi di *performance* finanziari e non finanziari predeterminati, e (ii) i criteri che verranno utilizzati per la valutazione di tali obiettivi.

A tal proposito, non è esplicitato se gli emittenti saranno tenuti a individuare esclusivamente il tipo di parametro cui la remunerazione sarà collegata, ovvero se – in particolare per il caso di obiettivi finanziari – gli emittenti saranno tenuti ad individuare il valore numerico puntuale di tale parametro ai fini della corresponsione della relativa remunerazione variabile.

Tenuto conto della complessità della tematica relativa alla diffusione di dati numerici previsionali o di informazioni sensibili, quali, ad esempio, quelle relative alla strategia commerciale o di crescita di un emittente, la disposizione in parola dovrebbe essere interpretata nel senso che l'obbligo di *disclosure* possa avere ad oggetto eventualmente informazioni qualitative e non necessariamente quantitative. A sostegno di un'interpretazione di questo tipo, si osserva che, trattandosi di una *disclosure* al mercato di tipo preventivo sulla politica che verrà adottata per un orizzonte temporale potenzialmente della durata di tre anni, ciò potrebbe contrastare con l'esigenza di una revisione più frequente di una politica contenente obiettivi quantitativi o strategici di breve-medio termine.

L'interpretazione relativa alla disposizione in oggetto non è esplicitata nel Documento di Consultazione e, pertanto, lo Scrivente Studio invita Codesta Spettabile Commissione a fornire chiarimenti in tal senso.

Per maggiori indicazioni circa la redazione della relazione sulla politica di remunerazione si dovrà naturalmente tener conto anche degli orientamenti non vincolanti che saranno pubblicati dalla Commissione Europea.

(iii) Obiettivi di *performance* non finanziari: sostenibilità della società e responsabilità sociale

Come anticipato, con riguardo alla remunerazione variabile, ai sensi del nuovo articolo 9 *bis*, paragrafo 6, comma 3 della Direttiva, la stessa deve essere legata a livelli di *performance* sia finanziari, sia non finanziari. Lo Scrivente Studio ritiene che l'introduzione di livelli di *performance* non finanziari rappresenti per le società un ottimo incentivo a perseguire obiettivi (non finanziari) di lungo termine e, in particolare, di sostenibilità.

A tal proposito, in seguito all'entrata in vigore del Decreto, è stato introdotto il comma 3 bis dell'articolo 123 ter, il quale prevede che “*la politica di remunerazione contribuisce alla strategia aziendale, al perseguimento di interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società e illustra il modo in cui fornisce tale contributo*”.

La stessa disposizione sarà prevista, altresì, come proposto da Codesta Spettabile Commissione, **dall'articolo 84 quater, comma 2 bis, lettera a) del Regolamento Emittenti**. Il medesimo articolo, alla **lettera b)**, prevedrà, altresì, la possibilità che la società leghi alla remunerazione variabile obiettivi che tengano conto della responsabilità sociale d'impresa.

Per la prima volta, si è introdotto un collegamento tra la sostenibilità degli emittenti e la politica in materia di remunerazione, la quale dovrà necessariamente contribuire alla (ed essere coerente con la) sostenibilità della società e, in aggiunta, la relativa relazione dovrà specificare il modo in cui è realizzato tale contributo. Codesta Spettabile Commissione ha proposto, altresì, di introdurre il concetto di “responsabilità sociale d'impresa” (c.d., *corporate social responsibility*), cui possono essere legati gli obiettivi di *performance* previsti dalla politica in materia di remunerazioni.

Mentre, con riguardo alla sostenibilità della società, è prescritto che la politica di remunerazione debba contribuirvi e che debba descrivere nella relativa relazione il modo in cui tale contributo viene realizzato; con riguardo alla *corporate social responsibility*, è previsto che la società sia libera di decidere se prevedere obiettivi di *performance* che tengano conto della responsabilità sociale di impresa, ovvero di non legare alcun obiettivo *alla corporate social responsibility*.

La scelta di prevedere che la politica sulla remunerazione debba contribuire alla sostenibilità dell'impresa e di prevedere la possibilità di legare obiettivi di *performance* alla *corporate social responsibility* crea alcuni dubbi con riguardo alla sua attuazione, poiché il concetto di sostenibilità di una società e il ruolo che la stessa ha con riguardo alla responsabilità sociale variano a seconda del *business* effettivamente svolto da ciascuna società e, pertanto, secondo lo Scrivente Studio sarebbe opportuno che la previsione in oggetto fosse declinata sulla base di un approccio *business specific*. A titolo esemplificativo, la sostenibilità e la responsabilità sociale di una società che produce carburante sono ben diverse da quelle di una società il cui *business* è basato sulla consulenza, per la quale risulterebbe più complesso individuare problematiche di responsabilità sociale.

Si invita, pertanto, Codesta Spettabile Commissione a voler tenere in considerazione le riflessioni dello Scrivente Studio, sopra riportate, e a fornire chiarimenti a tal proposito.

(iv) Modifiche al Regolamento Emittenti

Con riguardo alle modifiche proposte da Codesta Spettabile Commissione al Regolamento Emittenti, lo Scrivente Studio, con riguardo sia all'**articolo 84 quater, comma 2 bis, lettera b)**, sia all'**Allegato 3°, Schema n. 7 bis, Sezione I, comma 1, lettera g)**, suggerisce di sostituire l'espressione “se del caso” con “anche”, poiché maggiormente in linea con la relativa *ratio*, alla luce di tutto quanto osservato sopra.

2.3 Trasparenza dei compensi corrisposti

(i) **Disclosure degli obiettivi raggiunti**

La SHR2 prevede, per quanto riguarda la remunerazione variabile, che vengano fornite al mercato “*informazioni sul modo in cui sono stati applicati i criteri basati sui risultati*” all’interno della Sezione II – relazione sui compensi corrisposti, che contempla una *disclosure ex post* al mercato sulle remunerazioni corrisposte per mezzo dell’indicazione degli obiettivi raggiunti in confronto con quelli previsti.

In seguito al recepimento della proposta di Codesta Spettabile Commissione di modifica all’**all’Allegato 3°, Schema n. 7 bis, Sezione II**, gli emittenti dovranno, pertanto, confrontare quanto era stato previsto *ex ante*, a livello di obiettivi, dalla politica sulla remunerazione in vigore, con gli obiettivi effettivamente raggiunti e la remunerazione ad essi collegata, come descritta nella relazione sui compensi corrisposti.

Con riguardo al confronto tra obiettivi previsti *ex ante* e obiettivi realizzati *ex post*, Codesta Spettabile Commissione non chiarisce se lo stesso debba riguardare parametri qualitativi, ovvero parametri quantitativi e quanto tale confronto debba essere puntuale. A tal proposito, lo Scrivente Studio ritiene preferibile orientare l’interpretazione della disposizione nel senso di un confronto di tipo qualitativo, in modo che lo stesso risulti chiaro, ma non rischi di rivelare al mercato informazioni per cui non sussiste un obbligo di comunicazione e che l’emittente abbia interesse a mantenere riservate.

Se, da una parte, lo Scrivente Studio ritiene sicuramente utile fornire al mercato una *disclosure* sugli obiettivi complessivamente raggiunti dalla società per mezzo dell’adozione di piani di incentivazione legati ad obiettivi finanziari e non finanziari, dall’altra parte, prevedendo obblighi di *disclosure* particolarmente incisivi, si rischierebbe di obbligare l’emittente a rendere pubbliche informazioni eventualmente strategiche, potenzialmente ledendo il legittimo interesse di quest’ultimo a mantenerle riservate.

Alla luce di quanto precede, lo Scrivente Studio invita, pertanto, Codesta Spettabile a fornire chiarimenti a riguardo.
