

Spett.le
**Commissione Nazionale per le
Società e la Borsa**
Divisione Strategie Regolamentari
Via G. B. Martini 3
00198 ROMA

Milano, 29 novembre 2019

Egregi Signori,

Oggetto: osservazioni al documento di consultazione del 31 ottobre 2019 riguardante 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*)

ringraziando per l'opportunità offerta, si desiderano sottoporre all'attenzione di Codesta Spettabile Commissione le nostre osservazioni in ordine ad alcune delle tematiche proposte nel documento di consultazione in oggetto (il "**Documento di Consultazione**").

Per eventuali chiarimenti, si prega di voler contattare l'avvocato Alberta Figari (e-mail: alberta.figari@cliffordchance.com; telefono: 02/806341) o l'avvocato Francesca Casini (e-mail: francesca.casini@cliffordchance.com; telefono: 02/806341).

Distinti saluti,

Studio Legale Associato in associazione con Clifford Chance

I SOCI DELLO STUDIO: AVV. FILIPPO EMANUELE* AVV. ALBERTA FIGARI AVV. PAOLO RULLI AVV. CHARLES ADAMS*
AVV. GIUSEPPE DE PALMA AVV. PAOLO SERSALE AVV. FABIO GUASTADISEGNI AVV. TANJA SVETINA AVV.
SIMONETTA CANDELA AVV. UMBERTO PENCO SALVI* PROF. AVV. ARISTIDE POLICE DOTT. CARLO GALLI AVV. LUCIO
BONAVITACOLA* PROF. AVV. CARLO FELICE GIAMPAOLINO AVV. ANTONIO GOLINO*/** AVV. CLAUDIO GERABOLINI
AVV. FERDINANDO POSCIO AVV. LUCIANO DI VIA

*SOLICITOR PRESSO LA CORTE SUPREMA DI INGHILTERRA E GALLES **ATTORNEY-AT-LAW, NEW YORK

*** ***** ***

Nel seguito si riportano talune considerazioni di dettaglio in relazione alle proposte di modifica che si intendono introdurre (i) nel regolamento adottato con delibera Consob n. 17221/2010, come successivamente modificato, (il "**Regolamento OPC**") (cfr. paragrafo 1); e (ii) nel regolamento adottato con delibera Consob n. 11971 del 14 maggio 1999, come successivamente modificato, (il "**Regolamento Emittenti**") in materia di trasparenza delle remunerazioni (cfr. paragrafo 2), oggetto del Documento di Consultazione.

1. PROPOSTE DI MODIFICA CHE SI INTENDONO INTRODURRE NEL REGOLAMENTO OPC

1.1 Definizione di "amministratori coinvolti nell'operazione" (cfr. paragrafo 1.2.2.1 del Documento di Consultazione)

Con riferimento alle cinque opzioni regolatorie prospettate da Codesta Spettabile Commissione al fine di identificare i soggetti destinatari dell'obbligo di astensione dalla votazione relativa ad una operazione con parti correlate nella quale siano coinvolti, concordiamo con Codesta Spettabile Commissione circa l'inadeguatezza delle prime due opzioni a perseguire gli interessi di tutela sottostanti alla disciplina delle operazioni con parti correlate. Tali definizioni, infatti, consentirebbero facilmente di eludere i presidi di tutela posti a favore delle minoranze e del mercato, frustrando i principi ad essa sottostanti. Quanto alle restanti opzioni prospettate, riterremo utile che fosse adottata la formulazione proposta nell'opzione n. 4 (od eventualmente n. 5). Tali soluzioni quindi individuerebbero come "amministratori coinvolti nell'operazione" tutti gli amministratori che siano portatori, per conto proprio o di terzi, di interessi (eventualmente in conflitto con quelli della società – opzione n. 4).

In primo luogo, giova notare che tali definizioni ben si concilierebbero con l'analisi che il consiglio di amministrazione (e ciascun amministratore *in primis*) sarebbe già tenuto ad effettuare ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2391 in occasione dell'approvazione dell'operazione stessa, facilitando pertanto l'equiparazione tra "amministratore coinvolto nell'operazione" e "amministratore portatore di interessi". La variante dell'opzione n. 4, poi, avrebbe il vantaggio di individuare, nell'insieme più ampio degli "interessi" di cui possa essere portatore l'amministratore, esclusivamente quelli che si pongano in una situazione di conflitto con quelli della società. Riterremo che la riduzione di tale portata definitoria (rispetto all'opzione n. 5) – da un lato – non lederebbe i principi posti a tutela delle minoranza e del mercato dalla disciplina sulle operazioni con parti correlate e – dall'altro lato – consentirebbe invece di porre il dovere di astensione in capo ad un numero minore di amministratori (ossia, solo quelli che

siano portatori di interessi in conflitto con la società e non anche tutti gli amministratori semplicemente portatori di interessi).

In secondo luogo, l'opzione n. 3 sembrerebbe non fornire adeguata tutela in quanto permetterebbe agli amministratori che siano portatori di interessi in conflitto con la società di prendere parte alla votazione circa l'operazione con parte correlata. A nostro avviso, questo si porrebbe in contrasto con il principio fondante della disciplina sulle operazioni con parti correlate volta alla creazione di presidi idonei a garantire la genuinità e la trasparenza delle operazioni con parti correlate, nonché con lo scopo posto dal legislatore ai sensi dell'articolo 2391-*bis*, secondo comma, lettera c, del c.c. (come modificato dal d. lgs. 49 del 10/05/2019). Con tale norma, infatti, il legislatore sembra voler evitare che eventuali conflitti degli amministratori possano interferire nell'approvazione di una operazione con parti correlate e ciò senz'altro potrebbe accadere qualora si consentisse agli amministratori portatori di conflitti di interesse con la società di intervenire e partecipare alla votazione circa l'operazione con parti correlate.

1.2 **Calcolo dei *quorum* costitutivi e deliberativi del consiglio di amministrazione in caso di astensione degli amministratori coinvolti nell'operazione con parti correlate (cfr. paragrafo 1.2.2.1 del Documento di Consultazione)**

Quale corollario del potere attribuito dal legislatore a Codesta Spettabile Autorità ai sensi dell'articolo 2391-*bis*, secondo comma, lettera c, del c.c. (come modificato dal d. lgs. 49 del 10/05/2019), riterremmo che Codesta Spettabile Autorità debba altresì determinare i criteri per il computo dei *quorum* costitutivi e deliberativi del consiglio di amministrazione in caso di astensione degli amministratori coinvolti nell'operazione con parti correlate.

Come noto, è dubbio in dottrina se gli amministratori astenuti vadano conteggiati nella base di calcolo onde verificare il raggiungimento delle maggioranze richieste in seno al consiglio. Applicando, *mutatis mutandis*, la previsione di cui all'articolo 2368, ultimo comma, c.c., il quale prevede che non siano computate ai fini del calcolo della maggioranza e della quota di capitale richiesta per l'approvazione della deliberazione le azioni "*per le quali il diritto di voto non è stato esercitato a seguito della dichiarazione del soggetto al quale spetta il diritto di voto di astenersi per conflitto di interessi*", dovrebbe dedursi che, per la verifica del raggiungimento delle maggioranze consiliare, dovrebbe parimenti escludersi dal computo il voto dell'amministratore che abbia dichiarato di astenersi dalla votazione in quanto portatore di interessi in conflitto con la società, ma non anche il voto dell'amministratore che abbia dichiarato di astenersi dalla votazione per altre ragioni.

Da quanto sopra riportato emerge come la definizione che Codesta Spettabile Autorità riterrà più opportuno utilizzare per identificare gli "amministratori coinvolti nell'operazione" possa avere un impatto sulle regole per la determinazione dei *quorum* costitutivi e deliberativi del consiglio di amministrazione e che, anzi, per evitare incertezze circa la formazione della regolare volontà consiliare sarebbe quanto mai opportuno che venissero fissate regole specifiche in tal senso, indicando se gli amministratori astenuti debbano o meno ricomprendersi ai fini del computo delle maggioranze richieste.

Come sopra anticipato, riterremmo che Codesta Spettabile Commissione abbia l'autorità e i poteri per procedere in tal senso, alla luce della previsione di cui all'articolo 2391-*bis*, secondo comma, lettera c, del c.c. (come modificato dal d. lgs. 49 del 10/05/2019) che richiede alla Consob di individuare almeno [...] i casi in cui gli amministratori coinvolti nell'operazione siano tenuti ad astenersi dalla votazione sulla stessa. Il legislatore sembra infatti aver stabilito il contenuto minimo dell'intervento regolatorio di Codesta Spettabile Commissione, senza imporre preclusioni a che la stessa definisca aspetti strettamente correlati che è opportuno siano anch'essi definiti in conseguenza delle scelte operate.

Nel caso in esame, infatti, un silenzio normativo e regolamentare circa le regole applicabili per il corretto calcolo dei *quorum* costitutivi e deliberativi del consiglio di amministrazione in caso di astensione degli amministratori coinvolti nell'operazione con parti correlate potrebbe comportare gravi conseguenze circa il regolare funzionamento dell'organo amministrativo. Qualora, ad esempio, in occasione di una riunione consiliare fosse obbligatoria l'astensione di più amministratori, in base al numero di componenti del consiglio di amministrazione il Presidente della riunione potrebbe trovarsi in difficoltà nel determinare se la delibera sia stata legittimamente assunta (circostanza non auspicabile proprio quando l'oggetto della delibera è una operazione con parti correlate); o, ancora, potrebbe aumentare il rischio di impugnazione della delibera consiliare, anche in questo caso rendendo ancor più incerto il destino dell'operazione con parti correlate e l'affidamento che i terzi possano avervi posto. La fondamentale importanza che non si generino dubbi interpretativi di alcun genere circa la regolarità dell'assunzione di delibere consiliari, tanto più quando le stesse abbiano ad oggetto operazioni con parti correlate, impone che vengano fissate specifiche regole circa il conteggio dei *quorum* costitutivi e deliberativi in caso di (obbligatoria) astensione degli amministratori, chiarendo se la loro presenza debba o meno ricomprendersi ai fini del computo delle maggioranze richieste.

1.3 Verifica della corretta qualificazione delle operazioni con parti correlate oggetto di esenzione (cfr. paragrafo 1.2.3.1 del Documento di Consultazione)

Il Documento di Consultazione sottolinea che l'oggetto della verifica circa la corretta qualificazione delle operazioni con parti correlate oggetto di esenzione, che la direttiva (UE) 2017/828 indirizza alle sole operazioni ordinarie e a condizioni di mercato, è stato esteso a tutti i casi di esenzione, sulla scorta dell'esperienza applicativa maturata da Codesta Spettabile Commissione a decorrere dal 2011, la quale ha mostrato come concreti siano i rischi di un'errata classificazione delle operazioni soprattutto nel caso di esenzione. Tale verifica deve essere svolta – secondo la proposta di modifica dell'articolo 4, primo comma, lettera b), del regolamento OPC come illustrata nel Documento di Consultazione – dagli *"amministratori o consiglieri indipendenti che esprimono pareri sulle operazioni con parti correlate"* almeno annualmente. A parere di chi scrive, la proposta di estendere la verifica circa la corretta qualificazione delle operazioni con parti correlate oggetto di esenzione ad un ambito anche più esteso di quello imposto dalla direttiva (UE) 2017/828 (ossia tutte le operazioni con parti correlate oggetto di esenzione e non solo le operazioni ordinarie e quelle a condizioni di mercato) è decisamente condivisibile. La maggior attività richiesta agli amministratori indipendenti, infatti, appare più che giustificabile alla luce dello scopo meritevole che tale verifica si pone. E' infatti ben possibile che, mutate circostanze successive o ulteriori analisi ed approfondimenti, possano far ritenere non più applicabili i casi di esenzione che inizialmente si ritenevano sussistere.

Tuttavia, riterremmo auspicabile che la verifica successiva per operazioni con parti correlate (diverse da quelle di maggiore rilevanza, per cui la verifica debba essere svolta preventivamente) si svolga con una frequenza maggiore, e non solo annualmente come proposto nel Documento di Consultazione. Lo scopo della verifica successiva, infatti, è quello di creare un ulteriore presidio idoneo a limitare i rischi di una non corretta applicazione delle regole procedurali e/o di trasparenza previste dal Regolamento OPC e dalle procedure per operazioni con parti correlate adottate dalle singole società. A nostro avviso una verifica che, in teoria, potrebbe svolgersi a distanza di un anno dalla valutazione di sussistenza di un caso di esenzione frusterebbe lo scopo di tutela e presidio della verifica stessa. Ad esempio, nel mese di gennaio 2020 la società potrebbe valutare che un'operazione con parti correlate ricada in un'ipotesi di esenzione senza dunque applicare la procedura prevista per l'approvazione e comunicazione al mercato di un'operazione con parti correlate. Tuttavia, nel corso del mese di dicembre 2020, nello svolgere la verifica annuale, gli amministratori indipendenti potrebbero pervenire ad una diversa interpretazione non ritenendo più applicabile il caso di esenzione inizialmente previsto. In tale ipotesi, quindi gli amministratori dovrebbero dare impulso ad una revisione dell'operazione stessa e del suo *iter* approvativo che non potrebbe che verificarsi (considerati i normali tempi di funzionamento dell'attività degli organi sociali) a distanza di un anno, o forse più, dall'originaria valutazione di esenzione. Alla

luce di quanto precede, si propone dunque che la verifica periodica venga fissata con cadenza semestrale.

In aggiunta a quanto precede, inoltre, e a prescindere dalla cadenza annuale o semestrale che sarà ritenuta più idonea, si suggerisce che vengano individuati dei periodi pre-determinati per lo svolgimento della suddetta verifica, al fine di semplificare l'attività societaria interna della società e regolarizzare i momenti di verifica. Ad esempio, con riferimento alle operazioni con parti correlate che siano state oggetto di esenzione nei primi sei mesi di calendario (ossia, 1 gennaio – 30 giugno) l'attività di verifica dovrà essere svolta entro il 30 settembre e così ugualmente per il secondo semestre con la verifica da svolgersi entro i primi tre mesi di calendario dell'anno successivo.

Ultimo aspetto che riterremmo utile venisse chiarito nel Regolamento OPC è quali possano essere le conseguenze procedurali relativamente ad un'operazione che, inizialmente considerata oggetto di esenzione, sia invece ritenuta non più soggetta a tale regime di favore. In particolare, ci si chiede se (e con quali conseguenze) la società sia poi tenuta ad attivare, a posteriori, la procedura con parti correlate rispetto ad un'operazione già approvata e a cui sia stata già data esecuzione, anche in considerazione del fatto che il comitato parti correlate non avrà più modo di partecipare alle fasi iniziale-negoziale ed istruttoria dell'operazione medesima e che il parere del comitato stesso (sia nel caso in cui abbia natura non vincolante tanto più nel caso in cui esso abbia natura vincolante) si configuri come un parere acquisito a posteriori che perde quella connotazione di presidio a tutela dell'interesse della società al compimento dell'operazione, e della convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni.

1.4 Individuazione dei criteri di esiguità delle operazioni con parti correlate (cfr. paragrafo 1.3.2 del Documento di Consultazione)

Con riferimento alla proposta di modifica dell'articolo 4, primo comma, lettera a), del Regolamento OPC, il quale demanderà alle procedura interne per le operazioni con parti correlate di individuare le operazioni cd. di importo esiguo, condividiamo che i criteri di fissazione di tale importo esiguo siano differenziati almeno in considerazione della natura della controparte (a seconda che si tratti di persona giuridica o persona fisica). Riterremo tuttavia utile aggiungere, oltre ad un criterio soggettivo di identità (*i.e.* la natura della controparte), anche un criterio soggettivo di relazione, individuando ulteriori criteri differenziati in ragione della tipologia di rapporto che si verrà a creare tra società quotata e parte correlata. Quindi, per esempio, un contratto di consulenza o di servizi potrà avere un parametro economico di esiguità diverso da un contratto di locazione immobiliare e da un contratto di compravendita di materie prime. In tal caso,

ciò che rileva non è soltanto l'identità della controparte, ma anche (e soprattutto) la natura del rapporto che viene ad instaurarsi con essa.

2. PROPOSTE DI MODIFICA CHE SI INTENDONO INTRODURRE NEL REGOLAMENTO EMITTENTI IN MATERIA DI TRASPARENZA DELLE REMUNERAZIONI

2.1 Fissazione di obiettivi di *performance* di natura non finanziaria in caso di remunerazione variabile

L'articolo 84-*quater*, comma 2-*bis*, lettera b), del Regolamento Emittenti – nella formulazione proposta da Codesta Spettabile Commissione nel Documento di Consultazione – prevede che la politica di remunerazione stabilisca criteri per il riconoscimento della remunerazione variabile che siano basati su obiettivi di *performance* finanziari e non finanziari, questi ultimi eventualmente parametrati a criteri relativi alla responsabilità sociale d'impresa.

Onde garantire un'applicazione uniforme della previsione di cui sopra, si suggerisce che venga chiarito se gli obiettivi di *performance* finanziari e non finanziari siano tra loro (i) cumulativi, in tal caso suggerendosi di modificare il testo come segue "*che siano basati su obiettivi di performance sia finanziari sia non finanziari*", ovvero (ii) alternativi, in tal caso suggerendosi di modificare il testo come segue "*che siano basati su obiettivi di performance finanziari o non finanziari*"; ovvero (ii) cumulativi o alternativi a discrezione dell'emittente, in tal caso suggerendosi di modificare il testo come segue "*che siano basati su obiettivi di performance finanziari e/o non finanziari tempo per tempo individuati*".

A parere di chi scrive, gli obiettivi di *performance* dovrebbero essere tra loro cumulativi o alternativi a discrezione dell'emittente, così consentendo che l'individuazione di obiettivi di *performance* variabili possa realmente adeguarsi all'esigenze della società e, soprattutto, al tipo di *business* da essa svolto.

Analoga modifica dovrà poi essere apportata anche alla sezione 1, articolo 1, lettera g), dell'allegato 3A, schema 7-*bis*, del Regolamento Emittenti,

2.2 Approvazione di modifiche alla politica di remunerazione

L'articolo 123-*ter*, comma 3-*bis*, del TUF prevede che la politica di remunerazione sia sottoposta all'approvazione dei soci anche in occasione di modifiche da apportare alla politica medesima indipendentemente dalla "rilevanza" delle modifiche stesse, senza quindi far proprio il concetto di "materialità" invece presente nella direttiva (UE) 2017/828.

Tuttavia, rispetto alla formulazione di cui sopra si riterrebbe utile inserire il concetto di "rilevanza" delle modifiche ai fini di determinare se detta modifica necessiti di un passaggio assembleare o meno. A parere di chi scrive, infatti, non tutte le ipotesi di modifica della politica di remunerazione richiederebbero l'intervento dei soci, anche in considerazione dei costi e dell'impiego di risorse dedicate che l'organizzazione di un'assemblea ordinaria richiederebbe. Anzi, in caso di modifiche poco significative sarebbe più agevole per la vita societaria dell'emittente che le modifiche fossero apportate direttamente dall'organo amministrativo.

Ai fini di agevolare gli emittenti nell'applicazione di tale disposizione, si suggerisce che il Regolamento Emittenti preveda anche una casistica, seppur solo esemplificativa e non tassativa, che possa guidare gli emittenti nell'identificare quali modifiche possano in linea di principio essere considerate rilevanti.

2.3 **Definizione delle "circostanze eccezionali" in presenza delle quali è possibile derogare "temporaneamente" alla politica di remunerazione**

La direttiva (UE) 2017/828 menziona nel considerando n. 30 la possibilità che alle società sia consentito di derogare temporaneamente a talune norme nel quadro della politica di remunerazione (come i criteri per la remunerazione fissa e variabile) in presenza di circostanze eccezionali. E' il medesimo considerando n. 30 ad individuare suddette circostanze eccezionali in *"quelle situazioni in cui la deroga alla politica di remunerazione sia necessaria per soddisfare gli interessi a lungo termine e la sostenibilità della società nel complesso o per assicurarne la capacità di stare sul mercato"*. La medesima formulazione viene altresì riproposta nel testo dell'articolo 9-bis, paragrafo 4, inserito nella direttiva 2007/36/CE (cfr. articolo 1, paragrafo 4, della direttiva (UE) 2017/828).

Sulla scorta di tale previsione, il d. lgs. 49 del 10/05/2019 (cfr. articolo 1, lettera e)) modifica l'articolo 123-ter del Regolamento Emittenti, inserendo un nuovo comma 3-bis, il quale prevede, tra le altre cose, che *"[i]n presenza di circostanze eccezionali le società possono derogare temporaneamente alla politica di remunerazione [...]. Per circostanze eccezionali si intendono solamente situazioni in cui la deroga alla politica di remunerazione è necessaria ai fini del perseguimento degli interessi a lungo termine e della sostenibilità della società nel complesso o per assicurarne la capacità di stare sul mercato."*

Come si evince dal raffronto dei due testi normativi, il legislatore italiano si è limitato a riprendere la definizione già fornita dalla direttiva (UE) 2017/828 senza alternarne il contenuto e senza fornire parametri più concreti che possano essere di ausilio nella corretta individuazione di quali siano le circostanze eccezionali.

Notiamo che anche il Documento di Consultazione si limita a proporre l'introduzione di un nuovo comma *2-bis* all'articolo 84-*quater* del Regolamento Emittenti, la cui lettera c) menziona semplicemente le "circostanze eccezionali" rimandando all'articolo 123-*ter*, comma 3-*bis*, del TUF per l'esatta definizione delle stesse.

Nessuna delle sopramenzionate fonti, pertanto, fornisce una casistica concreta ed oggettiva di quelle che possano essere le circostanze eccezionali che consentano di avvalersi della deroga temporanea dall'applicazione di taluni elementi della politica di remunerazione. In senso generale, è evidente che un'elencazione tassativa o molto dettagliata di tali circostanze eccezionali rischierebbe di focalizzarsi su aspetti molto concreti perdendo di vista il principio generale che la norma europea si prefissa. Tuttavia, ci preme notare che la mancanza di tale esemplificazione rischia di rendere la definizione soggetta ad un'intensa attività interpretativa da parte di tutti i soggetti coinvolti (società emittenti, destinatari delle remunerazioni, consulenti, autorità, giurisprudenza), creando incertezza rispetto alla effettiva applicazione della deroga temporanea e una estrema diversificazione nell'attivazione della deroga temporanea da parte dei singoli emittenti.

Alla luce di quanto precede, pertanto, si auspica che il Regolamento Emittenti sia modificato al fine di inserire una casistica di maggiore dettaglio, anche se a carattere esemplificativo, circa quelle che possano rientrare nel concetto di "circostanze eccezionali".

Da ultimo, quand'anche non si ritenesse di volere inserire un elenco (almeno esemplificativo e non tassativo) di tali possibili circostanze eccezionali, si auspica che venga almeno inserito nel nuovo comma *2-bis*, lettera c), dell'articolo 84-*quater* del Regolamento Emittenti il riferimento al carattere temporaneo della deroga, onde evitare un disallineamento con la normativa europea e nazionale di primo livello. Infatti tale elemento temporale sembra mancare nella trasposizione della norma europea contenuta nella direttiva (UE) 2017/828 prima, e della norma nazionale di cui al d. lgs. 49 del 10/05/2019 poi. Il testo che si propone di adottare pertanto leggerebbe come segue: "*specifica gli elementi della politica ai quali, in presenza di circostanze eccezionali indicate nell'articolo 123-ter, comma 3-bis, del Testo unico, è possibile derogare temporaneamente e [...]*".