



# CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE  
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

**MODIFICHE AL REGOLAMENTO SULLE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE 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 2) NONCHÉ ALL'ART. 16 DEL REGOLAMENTO MERCATI**

**RELAZIONE ILLUSTRATIVA**

**11 DICEMBRE 2020**

**Indice**

SEZIONE I - MOTIVAZIONI, OBIETTIVI E DESCRIZIONE DEL PROVVEDIMENTO .....	2
1. Motivazione e obiettivi del provvedimento.....	2
2. Descrizione dell'intervento regolamentare.....	4
2.1 <i>Disciplina delle operazioni con parti correlate</i> .....	4
2.2 <i>Disciplina della trasparenza delle remunerazioni</i> .....	5
2.3 <i>Disciplina della trasparenza dei gestori di attivi e dei consulenti in materia di voto</i> .....	6
SEZIONE II - ESITI DELLA CONSULTAZIONE .....	7
1. Analisi dei contributi pervenuti nell'ambito della consultazione .....	7
2. La revisione della disciplina delle operazioni con parti correlate .....	8
3. La revisione della disciplina in tema di trasparenza delle remunerazioni .....	15
4. La disciplina della trasparenza dei gestori di attivi e dei consulenti in materia di voto .....	18
5. Conclusioni sull'analisi di impatto dell'intervento regolamentare.....	21
SEZIONE III - INDICATORI CHE SARANNO UTILIZZATI AI FINI DELLA SUCCESSIVA REVISIONE DELL'ATTO.....	24
APPENDICE I: Tabella esiti della consultazione sulle modifiche al Regolamento operazioni con parti correlate e modifiche finali al Regolamento OPC	
APPENDICE II: Tabella esiti della consultazione sulle modifiche al Regolamento Mercati e modifiche finali al Regolamento Mercati	
APPENDICE III: Tabella esiti della consultazione sulle modifiche al Regolamento Emittenti e modifiche finali al Regolamento Emittenti	

## **SEZIONE I - MOTIVAZIONI, OBIETTIVI E DESCRIZIONE DEL PROVVEDIMENTO**

### **1. Motivazione e obiettivi del provvedimento**

La presente relazione illustra gli interventi di adeguamento apportati nella normativa nazionale di rango secondario della Consob ai fini del recepimento della direttiva (UE) 2017/828 – c.d. *Shareholder Rights Directive 2* (“**SHRD 2**”) – che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l’incoraggiamento dell’impegno a lungo termine degli azionisti (di seguito, si indicherà come “**Direttiva**” il testo consolidato della direttiva 2007/36/CE).

In via generale, la SHRD 2 intende migliorare la *governance* delle società quotate, perseguendo un maggiore e più consapevole coinvolgimento degli azionisti nel governo societario, nel medio e lungo termine, e l’agevolazione dell’esercizio dei diritti degli stessi. In vista di tali obiettivi, la stessa detta regole in tema di:

- 1) facilitazione della comunicazione tra la società e i suoi azionisti;
- 2) trasparenza da parte di investitori istituzionali (assicurazioni e fondi pensione) e gestori di attivi sulla propria politica di impegno e strategia di investimento nelle società partecipate nonché dei consulenti in materia di voto circa l’elaborazione delle proprie ricerche e raccomandazioni;
- 3) trasparenza e coinvolgimento dei soci in ordine alle remunerazioni degli amministratori;
- 4) presidi di tipo informativo e procedurale per il compimento di operazioni rilevanti con parti correlate.

La predetta fonte europea si pone come direttiva di armonizzazione minima e riconosce agli Stati membri la facoltà di introdurre o mantenere deroghe o requisiti più stringenti, in considerazione delle peculiarità del diritto societario nelle diverse giurisdizioni dell’Unione Europea. L’art. 3 della Direttiva, rimasto invariato, dispone infatti che: “*La presente direttiva non impedisce agli Stati membri di imporre obblighi ulteriori alle società o di adottare ulteriori misure intese ad agevolare l’esercizio, da parte degli azionisti, dei diritti indicati nella presente direttiva.*”. Il medesimo principio, inoltre, è ribadito nel considerando n. 55 della SHRD 2: “*La presente direttiva non impedisce agli Stati membri di adottare o mantenere in vigore disposizioni più rigorose nel settore disciplinato dalla presente direttiva per facilitare ulteriormente l’esercizio dei diritti degli azionisti, promuovere il loro impegno e tutelare gli interessi degli azionisti di minoranza, nonché conseguire altre finalità quali la sicurezza e la solidità degli enti creditizi e delle istituzioni finanziarie.*”.

Il presente intervento regolamentare fa seguito all’attività di conformazione dell’ordinamento italiano, a livello di normazione primaria, alla stessa SHRD 2, realizzato con l’emanazione del d.lgs. n. 49 del 10 giugno 2019 (“**Decreto**”).

Il citato Decreto, per quanto di specifico rilievo in questa sede, ha modificato l’art. 2391-*bis* del Codice Civile in materia di operazioni con parti correlate (di seguito anche “**OPC**”), riservando alla Consob la definizione a livello regolamentare degli aspetti di dettaglio della normativa di riferimento nella prospettiva di perseguire un pieno adeguamento dell’ordinamento al mutato quadro europeo.

Nell’ambito del d.lgs. n. 58 del 24 febbraio 1998, recante il Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (“**TUF**”) sono stati, inoltre, apportati limitati adattamenti in materia di identificazione degli azionisti, obblighi degli intermediari e trasmissione delle informazioni, nonché nella disciplina concernente la relazione sulla remunerazione.

Il Decreto ha poi introdotto, nella normativa incentrata sugli emittenti con azioni quotate, una nuova sezione dedicata alla trasparenza degli investitori istituzionali, dei gestori di attivi e dei consulenti in materia di voto.

Infine, la revisione della legislazione primaria ha interessato alcune disposizioni sanzionatorie, per gli ambiti connessi con gli indicati interventi<sup>1</sup>.

In considerazione del nuovo regime normativo delineatosi in ambito europeo e nazionale, la Consob ha adottato le modifiche della propria regolamentazione per recepire i contenuti della Direttiva anche a livello di normativa secondaria, attraverso la modifica del:

- Regolamento Consob n. 17221 del 12 marzo 2010, recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate (“**Regolamento OPC**”);
- Regolamento Consob n. 11971 del 14 maggio 1999, concernente la disciplina degli emittenti (“**Regolamento Emittenti**”), con riguardo alla disciplina della trasparenza delle remunerazioni e agli obblighi informativi dei gestori di attivi e dei consulenti in materia di voto.

L’Istituto sta ulteriormente provvedendo alla revisione del Provvedimento Unico sul *post-trading* del 13 agosto 2018 (“**Provvedimento Unico**”), recante la disciplina delle controparti centrali, dei depositari centrali e dell’attività di gestione accentrata, ai fini della trasposizione delle disposizioni in materia di identificazione degli azionisti, trasmissione delle informazioni all’interno della catena di detenzione dei titoli e agevolazione dell’esercizio dei diritti<sup>2</sup>. In particolare, dal 3 agosto al 25 settembre 2020 si è svolta la pubblica consultazione sulla proposta di modifica di tale Provvedimento ed è attualmente in corso l’esame delle osservazioni pervenute.

Si procede nei successivi paragrafi a un’illustrazione di sintesi dei principali interventi di adeguamento dei richiamati atti regolamentari in materia di operazioni con parti correlate e di trasparenza delle remunerazioni, nonché per l’attuazione delle nuove deleghe regolamentari introdotte dal d.lgs. 49/2019 con particolare riguardo alla trasparenza dei gestori degli attivi e dei consulenti in materia di voto.

---

<sup>1</sup> Da ultimo, con successivo d.lgs. 14 luglio 2020, n. 84, è stata data attuazione all’art. 7 della legge 4 ottobre 2019, n. 117 (c.d. Legge di Delegazione Europea 2018) che ha dettato principi e criteri direttivi specifici per la compiuta attuazione della direttiva SHRD 2, con l’obiettivo di apportare, tra l’altro, interventi modificativi alle connesse disposizioni sanzionatorie del TUF, per rendere i limiti edittali coerenti con quelli già presenti nel Testo Unico. In proposito, si rammenta infatti che il Decreto 49/2019 era stato predisposto sulla base dell’Allegato A della legge 25 ottobre 2017, n. 163 (Legge di Delegazione Europea 2016-2017), recante le disposizioni di delega necessarie per l’adozione delle direttive dell’Unione europea pubblicate nella Gazzetta Ufficiale dell’Unione Europea, in attesa dell’approvazione della Legge di Delegazione Europea 2018, e dunque in assenza di specifici criteri di delega. Tale circostanza aveva inciso in particolar modo sulla disciplina sanzionatoria per la quale il legislatore aveva dovuto attenersi ai limiti edittali previsti dal principio generale di delega contenuto nella legge 24 dicembre 2012, n. 234 [cfr. art. 32, comma 1, lettera d)] e le sanzioni di nuova introduzione nel TUF erano state quindi allineate al massimo edittale ivi previsto di euro 150.000.

<sup>2</sup> Cfr. [http://www.consob.it/web/consob/dettaglio-news/-/asset\\_publisher/hZ774IBO5XPe/content/documento-di-consultazione-congiunto-consob-banca-d-italia-del-3-agosto-2020/10194](http://www.consob.it/web/consob/dettaglio-news/-/asset_publisher/hZ774IBO5XPe/content/documento-di-consultazione-congiunto-consob-banca-d-italia-del-3-agosto-2020/10194).

## 2. Descrizione dell'intervento regolamentare

### 2.1 Disciplina delle operazioni con parti correlate

La SHRD 2 stabilisce presìdi informativi e procedurali per il compimento di operazioni rilevanti con parti correlate.

In attuazione dell'originaria delega regolamentare contenuta nell'art. 2391-*bis* del c.c.<sup>3</sup>, anteriormente alle modifiche introdotte dal Decreto 49/2019, la Consob ha adottato il 12 marzo 2010 il Regolamento OPC. Detto Regolamento individua specifici obblighi di trasparenza e principi procedurali che affidano un ruolo centrale agli amministratori indipendenti nell'istruzione e nell'approvazione di tali operazioni e che risultano diversamente graduati in ragione, da un lato, della "rilevanza" delle operazioni, definita sulla base di indicatori prevalentemente quantitativi e, dall'altro, della tipologia di società (società con azioni quotate ovvero diffuse e, all'interno del primo gruppo, società di minori dimensioni, società di recente quotazione).

Il citato Decreto ha introdotto il nuovo terzo comma<sup>4</sup> nell'art. 2391-*bis* del codice civile che delega alla regolamentazione secondaria della Consob l'individuazione di aspetti di dettaglio della disciplina in vista della complessiva trasposizione della normativa sovranazionale.

La regolamentazione italiana in materia di OPC risulta nel complesso sostanzialmente coerente con la SHRD 2 per quanto concerne le procedure di approvazione, gli obblighi di trasparenza delle operazioni nonché alcuni casi di esenzione ivi individuati. Le modifiche regolamentari oggetto del presente intervento e descritte *infra* nel par. 2 della Sezione II intendono dunque perseguire un completo allineamento del testo normativo alla Direttiva.

L'occasione del recepimento della SHRD 2 ha permesso inoltre di apportare alla normativa di rango secondario, sulla scorta dell'esperienza applicativa che la Consob ha maturato dal 2011 nella sua attività di vigilanza in materia, taluni ulteriori interventi volti a chiarire alcuni passaggi procedurali in cui si articola il processo di approvazione delle operazioni con parti correlate e a precisare aspetti definitivi e applicativi della regolamentazione.

Le soluzioni regolamentari adottate mirano al contempo a mantenere gli aspetti di flessibilità già previsti dalla regolamentazione precedentemente adottata e preservare, ove possibile, una disciplina di applicazione ormai consolidata da parte degli operatori.

In connessione con le modifiche al Regolamento OPC, sono stati effettuati limitati interventi di coordinamento anche nell'ambito del regolamento recante norme di attuazione del TUF in materia

---

<sup>3</sup> Introdotto nel codice civile dal d.lgs. 310 del 28 dicembre 2004, contenente integrazioni e correzioni alla riforma del diritto societario del 2003.

<sup>4</sup> Il nuovo comma recita: «La Consob, nel definire i principi indicati del primo comma, individua, in conformità all'articolo 9-*quater* della direttiva 2007/36/CE, almeno:

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

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

c) i casi in cui gli amministratori, fermo restando quanto previsto dall'articolo 2391, e gli azionisti coinvolti nell'operazione sono tenuti ad astenersi dalla votazione sulla stessa ovvero misure di salvaguardia a tutela dell'interesse della società che consentono ai predetti azionisti di prendere parte alla votazione sull'operazione.».

di mercati, adottato con delibera n. 20249 del 28 dicembre 2017 e successive modificazioni (“**Regolamento Mercati**” – *cfr.* art. 16), in particolare relativamente alla disciplina transitoria per l’adeguamento ai requisiti di *governance* delle società quotate che vengono sottoposte a direzione e coordinamento dopo la quotazione.

Si conferma da ultimo l’intendimento dell’Istituto, come anticipato nell’ambito del documento di consultazione del 31 ottobre 2019, di procedere all’aggiornamento della Comunicazione n. 10078683 del 24 settembre 2010 (“**Comunicazione OPC**”), recante indicazioni e orientamenti per l’applicazione della regolamentazione in materia di operazioni con parti correlate. Tale programmata attività di revisione farà seguito a una prima evidenza delle procedure adottate in attuazione della rinnovata disciplina e della loro prima applicazione, nel proposito di realizzare gli opportuni adeguamenti su alcuni aspetti applicativi e i chiarimenti suggeriti dall’osservazione delle nuove prassi nelle società.

## ***2.2 Disciplina della trasparenza delle remunerazioni***

La SHRD 2 introduce nuove regole finalizzate a favorire la trasparenza e il coinvolgimento dei soci sul tema delle remunerazioni degli amministratori, richiedendo sia la pubblicazione da parte delle società quotate di una politica di remunerazione e di una relazione sui compensi individualmente corrisposti nell’esercizio di riferimento sia l’espressione di un voto dei soci su entrambi i documenti.

Il Decreto 49/2019 ha pertanto innovato in alcuni punti la disciplina italiana contenuta nell’art. 123-*ter* del TUF, che già prevedeva la pubblicazione, in vista dell’assemblea di approvazione del bilancio, di una relazione sulla politica in materia di remunerazione e sui compensi individualmente corrisposti ai membri degli organi sociali, direttori generali e, in forma aggregata, ai dirigenti con responsabilità strategiche. Il Decreto ha introdotto novità in merito al voto espresso dai soci delle società quotate: da un lato, ha modificato la natura, da consultiva a vincolante, del voto già previsto sulla politica di remunerazione<sup>5</sup> e, dall’altro, ha introdotto il voto consultivo sulla sezione della relazione sui compensi corrisposti.

Alla Consob, sentite la Banca d’Italia e l’Ivass in ragione dei soggetti rispettivamente vigilati, è affidato il compito di definire il contenuto di tale relazione anche nel rispetto dei principi dettati dalla Direttiva.

Analogamente alla disciplina concernente le operazioni con parti correlate, la normativa nazionale di livello sub-primario in materia di remunerazioni dei componenti degli organi sociali, in particolare con riguardo alla pubblicazione e ai contenuti della relazione *ex art.* 123-*ter* del TUF disciplinati nell’art. 84-*quater* e nell’Allegato 3A, Schema 7-*bis* del Regolamento Emittenti, risulta in buona parte in linea con le nuove regole europee<sup>6</sup>.

---

<sup>5</sup> Si rammenta che il voto vincolante sulla politica della remunerazione era già previsto per le banche e le assicurazioni dalla disciplina di settore.

<sup>6</sup> L’introduzione fin dal 2011 di tali norme nel Regolamento Emittenti ha tenuto conto delle Raccomandazioni europee in materia di remunerazione degli amministratori di società quotate (Raccomandazione 2004/913/CE relativa alla promozione di un regime adeguato per quanto riguarda la remunerazione degli amministratori delle società quotate; Raccomandazione 2005/162/CE sul ruolo degli amministratori senza incarichi esecutivi o dei membri del consiglio di sorveglianza delle società quotate e sui comitati del consiglio d’amministrazione o di sorveglianza; Raccomandazione 2009/385/CE che integra le raccomandazioni 2004/913/CE e 2005/162/CE per quanto riguarda il regime concernente la remunerazione degli amministratori delle società quotate).

Ai fini del recepimento della Direttiva gli schemi di *disclosure* contenuti nel Regolamento Emittenti sono stati adeguati a quanto previsto dalla fonte europea, sia con riguardo alla politica in materia di remunerazione (Sezione I) che con riguardo ai compensi corrisposti nell'esercizio di riferimento (Sezione II). In sede di trasposizione delle nuove regole europee, sono state apportate ulteriori modifiche volte a realizzare opportuni perfezionamenti della disciplina (*cfr. infra* nel par. 3 della Sezione II della presente relazione).

Per le modifiche regolamentari in materia di remunerazione, in conformità con l'art. 123-ter, commi 7 e 8, del TUF, la Consob ha acquisito i pareri della Banca d'Italia e dell'Ivass per quanto riguarda i soggetti rispettivamente vigilati.

### ***2.3 Disciplina della trasparenza dei gestori di attivi e dei consulenti in materia di voto***

La SHRD 2 delinea nuovi obblighi di trasparenza finalizzati a promuovere l'impegno (*engagement*) e l'orientamento al lungo periodo di investitori istituzionali (assicurazioni e fondi pensione) e gestori di attivi (gestori collettivi e individuali) nell'investimento in società quotate europee, nonché ad assicurare adeguati flussi informativi nel rapporto contrattuale tra gestori degli attivi e investitori istituzionali. La medesima Direttiva introduce anche norme concernenti la trasparenza dei *proxy advisor*.

Il recepimento a livello primario di tali nuovi obblighi è avvenuto mediante l'introduzione delle relative disposizioni nella disciplina degli emittenti con azioni quotate contenuta nel TUF (*cfr. artt. da 124-quater a 124-novies*), attraverso l'inserimento di una nuova Sezione I-ter (Trasparenza degli investitori istituzionali, dei gestori di attivi e dei consulenti in materia di voto).

Alla regolamentazione secondaria è unicamente riservata la definizione di "*termini e modalità*" degli obblighi di pubblicazione e comunicazione delle informazioni cui i soggetti sopra indicati devono adempiere, in linea con la ripartizione di competenze tra Autorità individuata dall'art. 124-novies del TUF.

In conformità con l'indicato articolo del TUF, la Consob ha acquisito il parere della Banca d'Italia in relazione alle norme sulla comunicazione al pubblico da parte dei gestori degli attivi delle informazioni concernenti la politica di *engagement* e i pareri di Banca d'Italia, Ivass e Covip con riguardo alle norme sulla comunicazione dei gestori di attivi nei confronti degli investitori istituzionali.



## SEZIONE II - ESITI DELLA CONSULTAZIONE

### 1. Analisi dei contributi pervenuti nell'ambito della consultazione

In data 31 ottobre 2019, la Consob ha pubblicato il documento di consultazione pubblica al fine di avviare un confronto con il mercato in ordine alle modifiche da apportare al Regolamento sulle operazioni con parti correlate, al Regolamento Mercati e al Regolamento Emittenti.

Nel corso della consultazione, conclusa il 1° dicembre 2019, sono pervenute osservazioni da parte dei seguenti n. 18 soggetti<sup>7</sup>:

Soggetto	Categoria	Settore
<b>ABI</b> (Associazione Bancaria Italiana)	Associazione	banche
<b>ASSOGESTIONI</b> (Associazione del Risparmio Gestito)	Associazione	risparmio gestito
<b>ASSONIME e CONFINDUSTRIA</b>	Associazione/Confederazione	emittenti/industria
<b>Borsa Italiana S.p.A.</b>	Gestore di sedi di negoziazione	mercati finanziari
<b>L. Enriques</b>	Università	osservatore
<b>Glass Lewis Europe</b>	<i>Proxy advisor</i>	consulenza in materia di voto
<b>Ned Community</b>	Associazione	<i>corporate governance</i>
<b>Seri Industrial S.p.A.</b>	Società	emittenti
<b>Studio Legale Baker McKenzie</b>	Studio legale	osservatore
<b>Studio Legale Carbonetti e Associati</b>	Studio legale	osservatore
<b>Studio Legale Clifford Chance</b>	Studio legale	osservatore
<b>Studio Legale Galbiati Sacchi e Associati</b>	Studio legale	osservatore
<b>Studio Legale Gianni Origoni Grippo Cappelli&amp;Partners</b>	Studio legale	osservatore
<b>Studio Legale Latham&amp;Watkins</b>	Studio legale	osservatore
<b>Studio Legale Legance</b>	Studio legale	osservatore
<b>Studio Legale Trevisan &amp; Associati</b>	Studio legale	osservatore
<b>Studio Legale White&amp;Case</b>	Studio legale	osservatore
<b>Unipol Gruppo S.p.A.</b>	Società	emittenti

<sup>7</sup> Le risposte alla consultazione sono integralmente pubblicate sul sito [www.consob.it](http://www.consob.it).

Nel mese di gennaio 2020, è stato inoltre ricevuto il parere del Comitato Operatori di Mercato e degli Investitori (“COMI”), istituito con delibera del 12 giugno 2018, n. 20477, in merito alle modifiche regolamentari sottoposte alla consultazione del mercato.

Ulteriori richieste di chiarimento o integrazioni di contributi sono pervenute anche successivamente, fino al mese di settembre 2020.

Si rinvia alle sottostanti Appendici, per un’illustrazione ragionata dei contributi pervenuti ad esito della pubblica consultazione e delle inerenti valutazioni della Consob in ordine alle modifiche al:

- Regolamento OPC (*cf.* Appendice I);
- Regolamento Mercati, con riguardo ai termini di adeguamento ai requisiti di *governance* delle società quotate che vengono sottoposte a direzione e coordinamento (*cf.* Appendice II);
- Regolamento Emittenti, relativamente alla disciplina della trasparenza delle remunerazioni e degli obblighi informativi posti in capo a gestori di attivi e consulenti in materia di voto (*cf.* Appendice III).

Ciascuna Appendice è strutturata in tre colonne recanti rispettivamente: 1) le disposizioni sottoposte a consultazione; 2) l’illustrazione delle principali osservazioni espresse sul testo proposto in consultazione; 3) le relative valutazioni. Sono quindi allegati in ciascuna Appendice i testi finali delle norme regolamentari con l’evidenziazione delle modifiche rispetto al testo normativo previgente.

## **2. La revisione della disciplina delle operazioni con parti correlate**

Nel corso dell’interlocuzione con il mercato, è stata sottolineata la maturità del quadro normativo italiano in materia di operazioni con parti correlate e condivisa la scelta di fondo di mantenimento di detto quadro. Al fine di valorizzare il quadro regolamentare e autoregolamentare esistente e gli effetti positivi del suo consolidamento, è stato pertanto espresso l’auspicio che nella trasposizione della Direttiva la Consob adotti un approccio prudente, idoneo a tener conto dei margini di flessibilità offerti dalla SHRD 2. Complessivamente, è stata rilevata una sostanziale condivisione delle modifiche regolamentari strettamente legate all’attuazione della Direttiva e al mantenimento dell’impianto del Regolamento OPC, mentre sono state sollevate alcune criticità sulle modifiche suggerite dall’esperienza applicativa in materia di operazioni con parti correlate. Di tali osservazioni la Consob ha tenuto debitamente conto nella formulazione finale delle modifiche regolamentari, come meglio evidenziato nelle Appendici.

I più significativi interventi apportati al Regolamento OPC in attuazione della Direttiva e sulla base dell’analisi della prassi applicativa hanno riguardato:

**a) la definizione di parte correlata:** poiché la Direttiva rinvia alla definizione di parte correlata contenuta nei principi contabili internazionali *pro tempore* vigenti [*cf.* art. 2, lett. h)], è stato abrogato l’Allegato 1 al Regolamento OPC che riprendeva la definizione di parte correlata e le altre definizioni ad essa funzionali (influenza notevole, dirigenti con responsabilità strategiche, stretti familiari) contenute negli IAS/IFRS vigenti al momento dell’adozione del Regolamento nel 2010 ed è stato inserito un rinvio mobile alle definizioni contenute nei principi contabili internazionali *pro tempore* vigenti (*cf.* in particolare lo IAS 24, recante l’“*informativa di bilancio sulle operazioni*



*con parti correlate*”<sup>8</sup>). In tal modo, il perimetro delle parti correlate rilevante per la disciplina in esame e quello rilevante per l’informativa contabile diventano coincidenti. Al fine di facilitare gli operatori, le rilevanti definizioni contenute nei principi contabili sono pubblicate in Appendice al Regolamento OPC;

**b) l’obbligo di astensione dal voto dell’amministratore coinvolto nell’operazione** con parte correlata: in attuazione della SHRD 2 e della delega legislativa introdotta dal d.lgs. 49/2019 nell’art. 2391-bis, comma terzo, lett. c), la Consob è stata chiamata a disciplinare “*i casi in cui gli amministratori [...] coinvolti nell’operazione sono tenuti ad astenersi dalla votazione sulla stessa [...]*”.

Dopo aver esaminato cinque diverse ipotesi di regolazione, descritte nel documento di consultazione del 31 ottobre 2019<sup>9</sup>, e aver ricevuto ampi e diversificati contributi da parte del mercato durante la consultazione (*cf.* Appendice D), la Consob ha introdotto nel Regolamento OPC una nuova definizione di “amministratori coinvolti nell’operazione”, destinatari dell’obbligo di astensione, individuati come quelli che abbiano nell’operazione un interesse, per conto proprio o di terzi, in conflitto con quello della società [*cf.* art. 3, comma 1, lett. *i-bis*) del Regolamento OPC].

In sede di primo recepimento della nuova disciplina, infatti, la Commissione ha preferito optare per una definizione di carattere generale degli “amministratori coinvolti nell’operazione”, individuata tenendo conto del parere del COMI, delle discipline in materia OPC dettate nei principali Paesi europei, nonché della disciplina dei conflitti d’interesse del settore bancario [che all’art. 53, comma 4, del d.lgs. 385/1993, Testo Unico Bancario (“TUB”) prevede un analogo obbligo di astensione].

Accogliendo alcune richieste formulate nel corso della consultazione, si ritiene opportuno fornire un chiarimento sul computo dei quorum costitutivi e deliberativi dell’organo amministrativo. In particolare - in linea con quanto rappresentato nella relazione illustrativa al d.lgs. 49/2019 che richiama la dottrina prevalente relativa alle norme vigenti che prevedono l’obbligo di astensione per conflitti d’interessi (*cf.* il citato art. 53 del TUB) nonché in linea con la giurisprudenza e la dottrina pronunciatasi sull’applicazione dell’art. 2391 del c.c. ante e post riforma del diritto societario del 2003 - si ritiene che l’amministratore tenuto ad astenersi concorra al raggiungimento del *quorum* costitutivo dell’organo amministrativo, previsto dall’art. 2388, primo comma, del c.c., ma sia escluso da quello deliberativo, previsto dal secondo comma del medesimo art. 2388 del c.c.; pertanto l’amministratore tenuto ad astenersi non va computato tra gli amministratori presenti ai fini del calcolo della “*maggioranza assoluta dei presenti*” (o della diversa maggioranza eventualmente prevista dallo statuto) necessaria per deliberare ai sensi della citata norma. Rimane fermo quanto previsto dall’art. 2391 del c.c.. Tali precisazioni saranno altresì riportate nella Comunicazione OPC in occasione della sua prossima revisione.

Con riguardo all’ambito applicativo della previsione, l’astensione opera sia con riferimento alle operazioni di minore rilevanza (sempre che le stesse siano di competenza dell’organo

---

<sup>8</sup> Il nuovo IAS 24 amplia il perimetro di correlazione includendo, tra l’altro, tra le parti correlate le società su cui il controllante della società esercita un’influenza notevole e le società controllate dal soggetto che esercita influenza notevole sulla società.

<sup>9</sup> *Cfr.* par. 1.2.2.1 del documento di consultazione del 31 ottobre 2019 pubblicato sul sito della Consob, [http://www.consob.it/web/consob/novita/-/asset\\_publisher/xMXdfdeSuZFj/content/documendo-di-consultazione-del-31-ottobre-2019-recepimento-direttiva-shareholder-rights/10194](http://www.consob.it/web/consob/novita/-/asset_publisher/xMXdfdeSuZFj/content/documendo-di-consultazione-del-31-ottobre-2019-recepimento-direttiva-shareholder-rights/10194). Si rammenta che nel testo posto in consultazione la Consob, con riferimento alla definizione di “*amministratori coinvolti nell’operazione*”, prevedeva l’opzione intermedia n. 3, che comprendeva: a) gli amministratori dell’emittente che sono controparte dell’operazione; e b) gli amministratori che sono parti correlate di tale controparte dell’operazione.

amministrativo) sia con riguardo a quelle di maggiore rilevanza (riservate ai sensi del Regolamento OPC alla competenza dell'organo amministrativo). Tale scelta è ritenuta in linea con la Direttiva che disciplina le OPC rilevanti rimettendo agli Stati membri la definizione delle stesse, anche con criteri differenziati.

Sono invece state escluse dall'ambito applicativo dell'obbligo di astensione degli amministratori coinvolti nell'operazione le società con azioni diffuse, le quali non sono destinatarie della Direttiva (che riguarda le sole “*società con azioni quotate in mercati regolamentati*”, cfr. art. 7 e corrispondenti norme del sistema dualistico);

**c) le procedure di approvazione:** in attuazione della Direttiva<sup>10</sup> e in considerazione dell'importanza del coinvolgimento del *plenum* dell'organo amministrativo sulle operazioni di maggiore rilevanza, è stata introdotta la riserva di competenza a deliberare in capo all'organo amministrativo per le operazioni di maggiore rilevanza deliberate anche da società di minori dimensioni, di recente quotazione e con azioni diffuse, che fino a oggi hanno beneficiato, tra l'altro, della facoltà di non sottoporre tali deliberazioni al *plenum* dell'organo amministrativo (cfr. modifiche all'art. 10, comma 1, del Regolamento OPC). Tale intervento è anche in linea con il principio cardine del Codice di Autodisciplina delle società quotate, ossia la centralità del ruolo del consiglio di amministrazione nelle scelte strategiche e nell'approvazione delle operazioni aventi significativo rilievo economico, patrimoniale o finanziario.

Ulteriori interventi in materia di procedure hanno riguardato la precisazione di alcuni obblighi: (i) l'espressa previsione del dovere del comitato di amministratori indipendenti di verificare preventivamente l'indipendenza dell'esperto eventualmente selezionato e qualificato come indipendente [art. 7, comma 1, lett. b), e corrispondenti norme dell'Allegato 2 per il sistema dualistico, unitamente a una più analitica enucleazione nell'Allegato 4, par. 2.4, delle relazioni da valutare]; (ii) la tempestività del coinvolgimento del comitato di amministratori indipendenti nella fase delle trattative e nella fase istruttoria di un'operazione di maggiore rilevanza [art. 8, comma 1, lett. b) e corrispondenti norme dell'Allegato 2 per il sistema dualistico]; (iii) l'espressa previsione dell'obbligo di allegare il parere del comitato degli amministratori indipendenti al verbale delle riunioni di detto comitato [artt. 7, comma 1, lett. a) e 8, comma 1, lett. c) e corrispondenti norme dell'Allegato 2 per il sistema dualistico];

**d) i casi di esenzione:** le previsioni del Regolamento OPC che disciplinano i casi di esenzione sono state oggetto di limitati adattamenti per l'adeguamento alla Direttiva e per l'introduzione, sempre in attuazione di quest'ultima, della verifica *ex post* sull'applicazione delle esenzioni relativamente alle operazioni di maggiore rilevanza ordinarie e a condizioni di mercato o *standard*. In particolare:

(i) sono state mantenute, con gli adattamenti necessari, tutte le ipotesi di esenzione già previste nel Regolamento OPC e disciplinate dalla Direttiva: operazioni ordinarie e a condizioni di mercato [art. 13, comma 3, lett. c)], operazioni infragruppo in assenza di interessi significativi di altre parti correlate (art. 14, comma 2), remunerazioni in attuazione della *remuneration policy* [art. 13, comma 3, lett. b)]. Per queste ultime operazioni si è specificato che a beneficiare dell'esenzione sono solo le remunerazioni conformi alla politica di remunerazione di riferimento e determinate in assenza di valutazioni discrezionali; al contrario, in presenza di discrezionalità nell'applicazione della politica è necessario il rispetto delle procedure OPC applicabili in ragione dell'ammontare del compenso. È stata

---

<sup>10</sup> L'art. 9-*quater*, par. 4, della Direttiva richiede agli Stati membri di assicurare “che le operazioni rilevanti con parti correlate siano approvate dall'assemblea generale o dall'organo di amministrazione [...]”.

inoltre espressamente disciplinata nel Regolamento OPC l'esenzione, in precedenza trattata unicamente in via interpretativa nella Comunicazione OPC, per operazioni rivolte a tutti gli azionisti a parità di condizioni<sup>11</sup> [art. 13, comma 1-*bis*]), che a titolo esemplificativo sono state individuate nelle seguenti: gli aumenti di capitale in opzione a pagamento, anche al servizio di prestiti obbligazionari convertibili, o gratuiti della società; le scissioni in senso stretto, parziali o totali, proporzionali della società; le riduzioni del capitale sociale mediante rimborso ai soci ai sensi dell'art. 2445 del codice civile e gli acquisti di azioni proprie ai sensi dell'art. 132 del TUF;

- (ii) benché non espressamente contemplate dalla Direttiva, sono state altresì mantenute, valutandone la conformità con la stessa Direttiva, le ulteriori ipotesi di esenzione previste dal Regolamento OPC applicabili nei casi di: urgenza (artt. 11, comma 5, e 13, comma 6, con la sola specificazione che laddove l'operazione sia di maggiore rilevanza essa debba essere comunque approvata dall'organo di amministrazione nel suo *plenum*); obbligazioni degli esponenti bancari disciplinate dall'art. 136 del TUB (art. 13, comma 5); operazioni con società collegate in assenza di interessi significativi di altre parti correlate (art. 14, comma 2). Infatti, si è ravvisata per le prime due fattispecie l'esistenza di idonei presidi alternativi<sup>12</sup> e per l'ultima ipotesi di esenzione una identità di *ratio* con l'esenzione prevista nella Direttiva per operazioni infragruppo, con controllate o tra controllate (sempre in assenza di interessi significativi di altre parti correlate)<sup>13</sup>;
- (iii) è stato introdotto l'obbligo per le società di individuare le operazioni di importo esiguo secondo criteri differenziati in considerazione almeno della natura della controparte ed è stata conseguentemente prevista la disapplicazione del Regolamento OPC alle operazioni di importo esiguo [artt. 3, comma 1, lett. *c*), 4, comma 1, lett. *a*) e 13, comma 2];
- (iv) in attuazione della Direttiva<sup>14</sup>, è stato previsto l'obbligo per le società di dotarsi di procedure di verifica sulle esenzioni per operazioni di maggiore rilevanza ordinarie e a condizioni di

---

<sup>11</sup> Come indicato nel documento di consultazione del 31 ottobre 2019, nella disposizione si chiarisce che l'operazione che beneficia dell'esenzione è quella deliberata dalla società a parità di condizioni per tutti i suoi azionisti (tra cui eventuali azionisti parti correlate in quanto controllanti ovvero soci che esercitano un'influenza notevole sulla stessa) e non quella a cui la società eventualmente partecipi, in qualità di azionista di una parte correlata. Ad esempio, se la società delibera un'operazione di aumento di capitale in opzione, la circostanza che tale aumento di capitale si rivolga anche a una parte correlata (es. azionista di controllo) non rende applicabili all'operazione le regole della disciplina per le operazioni con parti correlate. Viceversa, se la società deve valutare se sottoscrivere un aumento di capitale, sia pure in opzione, di una sua controllata o collegata non potrà applicare la presente esenzione, fermo restando che potrà eventualmente applicare l'esenzione prevista dall'art. 14, comma 2, per operazioni con società controllate o collegate qualora non sussistano nella concreta operazione interessi significativi di altre parti correlate.

<sup>12</sup> Come indicato nel documento di consultazione del 31 ottobre 2019: (i) con l'esenzione per casi di urgenza è possibile per le società derogare alle norme procedurali, a condizione che siano fornite ai soci adeguate motivazioni delle ragioni d'urgenza e le valutazioni dell'organo di controllo sulla sussistenza di queste ultime e i soci possano esprimersi sulle operazioni urgenti. Benché sia un caso di esenzione non previsto espressamente nella Direttiva, in considerazione della natura eccezionale delle operazioni urgenti, del criterio di proporzionalità rispetto alle "*caratteristiche delle operazioni*" indicato dal legislatore nella delega regolamentare alla Consob [cfr. art. 2391-*bis*, comma 3, lett. *b*)] nonché delle diverse cautele che sono comunque applicabili anche nei casi di urgenza, si ritiene possibile il mantenimento delle ipotesi di esenzione per casi di urgenza previste nel Regolamento OPC, con la sola specificazione che laddove l'operazione sia di maggiore rilevanza essa debba essere comunque approvata dall'organo di amministrazione; (ii) le operazioni che rientrano nell'ambito applicativo dell'art. 136 TUB sono, ai sensi della normativa bancaria, sottoposte a specifici requisiti deliberativi che richiedono l'approvazione all'unanimità da parte dell'organo amministrativo e il voto favorevole dei membri dell'organo di controllo. Pertanto, le regole deliberative del Regolamento OPC possono ritenersi implicitamente assorbite da tali più stringenti requisiti deliberativi.

<sup>13</sup> In entrambe le fattispecie, infatti, in assenza di interessi significativi di altre parti correlate, non dovrebbero sussistere incentivi a fenomeni espropriativi a danno della società e a vantaggio della controllata o collegata.

<sup>14</sup> Sul punto, il par. 5 dell'art. 9-*quater* richiede espressamente che per le operazioni concluse nell'ordinaria attività e a normali condizioni di mercato, l'organo di amministrazione "[...] istituisce una procedura interna per valutare periodicamente il rispetto di tali condizioni. Le parti correlate non partecipano a tale valutazione."

mercato o standard con parti correlate, senza che le parti correlate partecipino a tale valutazione. Lo svolgimento di tali verifiche è stato inserito tra gli aspetti che le procedure per il compimento delle operazioni con parti correlate devono disciplinare ai sensi dell'art. 4 del Regolamento OPC, attraverso l'inserimento al comma 1, della nuova lett. *e-bis*). Tale compito è attribuito agli “*amministratori che esprimono pareri sulle operazioni con parti correlate*”, formulazione idonea a consentire alle società di individuare gli amministratori o comitati competenti a cui attribuire i compiti di verifica in esame, in coerenza con le procedure e con le prassi seguite. Per consentire tale verifica è stato altresì previsto che tali amministratori siano informati del compimento delle OPC di maggiore rilevanza ordinarie e a condizioni di mercato o *standard* entro il termine di sette giorni dalla relativa approvazione previsto per la comunicazione alla Consob [come indicato nel nuovo art. 13, comma 3, lett. *c*), punto *i*) del Regolamento OPC];

- (v) è stato previsto uno specifico flusso informativo periodico almeno con riferimento alle operazioni di maggiore rilevanza esentate al fine di consentire ai medesimi amministratori che esprimono pareri sulle operazioni con parti correlate lo svolgimento di un esame *ex post*: sull'adeguatezza delle procedure, anche al fine della loro revisione periodica, e/o sull'applicazione dei casi di esenzione, anche attraverso procedure di selezione campionaria delle OPC da esaminare [art. 4, comma 1, nuova lett. *e-bis*)]. In particolare, le procedure dovranno stabilire modalità e tempi con cui – purché con periodicità almeno annuale - dovrà essere fornita a tali amministratori un'informativa quantomeno sulle operazioni di maggiore rilevanza esentate in applicazione di una delle facoltà indicate negli articoli 13 e 14. È rimessa alle società la valutazione sull'eventuale inclusione in detto flusso informativo delle operazioni esenti di minore rilevanza oggetto di tali facoltà di esenzione (ne sono invece escluse le operazioni di importo esiguo che, come detto, non sono più oggetto di una delle facoltà di esenzione ma di un'ipotesi di esenzione prevista direttamente dal Regolamento OPC).

È stata confermata la disciplina vigente in materia di trasparenza tramite documento informativo sulle operazioni di maggiore rilevanza, prevista all'art. 5 del Regolamento OPC. Tale norma, in coerenza con la Direttiva, già richiede, in caso di operazioni di maggiore rilevanza, realizzate anche tramite controllate e anche derivanti dal cumulo di operazioni realizzate con la stessa parte correlata nel corso di un esercizio, la pubblicazione di un documento informativo al quale è allegato il parere motivato espresso da un comitato di amministratori indipendenti. Tale parere ha ad oggetto l'interesse della società al compimento dell'operazione e la convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni (artt. 7 e 8 del Regolamento OPC). Nel confermare tale previsione, anche con riguardo alle specificità dettate in caso di cumulo di OPC nel corso dell'esercizio, si è precisato che ove l'organo amministrativo si avvalga di un esperto qualificato come indipendente, il parere di tale esperto debba essere pubblicato in allegato al documento informativo (unitamente al parere del comitato di amministratori indipendenti e al parere dell'esperto indipendente che detto comitato abbia eventualmente nominato). Benché non espressamente prevista dalla Direttiva, è stata mantenuta la previsione che il cumulo delle operazioni con una stessa parte correlata, concluse nel corso dell'esercizio, sia limitato alle operazioni tra loro omogenee o realizzate in esecuzione di un disegno unitario<sup>15</sup>.

Si è inoltre proceduto a modificare l'art. 6 del Regolamento OPC, riguardante l'informazione da rendere in merito a OPC tramite comunicati stampa *price sensitive*, per chiarire che qualora un'operazione con parte correlata sia resa nota nell'ambito di un comunicato diffuso ai sensi dell'art. 17 del Regolamento (UE) n. 596/2014 (“**MAR**”), tale comunicato deve includere - in

<sup>15</sup> Cfr. documento di consultazione del 31 ottobre 2019.

aggiunta alle altre informazioni da pubblicarsi ai sensi della predetta norma - gli elementi informativi minimi indicati nel medesimo art. 6 del Regolamento OPC. In tal modo, superando alcune criticità applicative della previgente formulazione della norma<sup>16</sup>, si intende chiarire che se di un'OPC si dà informazione nell'ambito di un comunicato diffuso ai sensi dell'art. 17 del MAR, a prescindere dal carattere *price sensitive* di tale specifica operazione, devono essere fornite le informazioni previste dall'art. 6 del Regolamento OPC.

Sono state inoltre confermate, in linea con la Direttiva, le ipotesi di coinvolgimento dei soci non correlati attraverso la c.d. procedura del *whitewash*, disciplinata dall'art. 11, comma 3, del Regolamento OPC fin dalla sua adozione nel 2010. Come noto, nel caso di parere contrario degli amministratori indipendenti su un'operazione di maggiore rilevanza, tale operazione non può essere approvata ovvero - se così deciso dall'organo amministrativo e consentito dallo statuto - l'assemblea dei soci può essere investita dell'approvazione, a condizione che essa deliberi con la procedura del *whitewash*. In base a tale procedura, ferma la possibilità per i soci coinvolti nell'operazione di votare in assemblea, il compimento dell'operazione stessa è impedito in presenza del voto contrario della maggioranza dei soci non correlati votanti.

Nell'ambito di tali disposizioni, è stata altresì mantenuta la possibilità per le società, benché non espressamente prevista dalla Direttiva, di stabilire nelle procedure che il meccanismo del *whitewash* operi in assemblea solo in presenza di una percentuale minima di capitale rappresentato dai soci non correlati, che le stesse procedure possono individuare in misura non superiore al 10% (c.d. previsione anti *hold-out*). Con tale previsione, si consente alle società di far sì che il meccanismo del *whitewash* trovi applicazione solo in presenza di una partecipazione minima delle minoranze in assemblea, al fine di evitare che l'esito della deliberazione sia determinato da sparute minoranze che, benché non rappresentative del capitale complessivamente detenuto dai soci non correlati, sarebbero in grado di ritardare o condizionare l'operatività della società (fenomeno del c.d. *hold-out*). In proposito, si è ritenuto che la finalità della previsione anti *hold-out* sia meritevole di tutela pur in assenza di un'analoga previsione nella Direttiva. Al riguardo, si rappresenta peraltro che l'applicazione di tale previsione ha di per sé natura residuale, riguardando infatti i casi in cui, su una determinata operazione di maggiore rilevanza con parte correlata, gli amministratori indipendenti abbiano espresso avviso contrario.

Sono stati infine rivisti alcuni regimi transitori previsti nel Regolamento OPC per l'applicazione delle procedure per le operazioni di maggiore rilevanza per le società di minori dimensioni che perdono tale qualifica (disciplinato dall'art. 10, comma 2<sup>17</sup>) nonché nell'art. 16, comma 3, del Regolamento Mercati per l'adeguamento delle società che vengono sottoposte ad attività di direzione e coordinamento in corso di quotazione ai più stringenti regimi procedurali e/o di composizione dell'organo amministrativo o dei comitati previsti dal comma 1, lett. d), del medesimo articolo<sup>18</sup>.

<sup>16</sup> Come indicato nel documento di consultazione del 31 ottobre 2019 (par. 1.3.3) si sono rilevati casi concreti di diffusione di comunicati contenenti informazioni su un'operazione con parte correlata senza che fossero indicati i contenuti minimi previsti dall'art. 6 del Regolamento OPC, in quanto l'informativa non era stata ritenuta connotata dal carattere di informazione privilegiata.

<sup>17</sup> L'art. 10, comma 2, del Regolamento OPC, prima delle modifiche in esame, prevedeva che le società in questione fossero tenute ad adeguare le procedure alle disposizioni derogate "*entro novanta giorni dal primo rinnovo del consiglio di amministrazione o del consiglio di gestione successivo alla chiusura dell'esercizio in cui la società non possa più qualificarsi come società di minori dimensioni*".

<sup>18</sup> I requisiti di composizione dell'organo amministrativo e dei comitati consiliari previsti dall'art. 16, comma 1, lett. d), del Regolamento Mercati per le società quotate soggette ad attività di direzione e coordinamento prevedono: (i) la costituzione di un comitato per il controllo e i rischi costituito da soli amministratori indipendenti e, qualora costituiscano altri comitati raccomandati dall'autodisciplina, la composizione anche di questi con soli amministratori



Nell'ottica di favorire un più tempestivo adeguamento della *governance* da parte degli emittenti già caratterizzati da una struttura di *governance* idonea a supportare l'applicazione di tali nuovi regimi (i.e. presenza di un numero adeguato di amministratori indipendenti) - senza dover necessariamente attendere il successivo rinnovo dell'organo amministrativo - è stato previsto che: (i) le società che perdono la qualifica di società di minori dimensioni e che abbiano in consiglio di amministrazione un numero sufficiente di amministratori indipendenti, adeguino le procedure per il compimento delle operazioni con parti correlate entro centottanta giorni dalla chiusura dell'esercizio in cui la società non possa più qualificarsi come società di minori dimensioni; (ii) le società che divengono soggette all'attività di direzione e coordinamento e che dispongano di un numero sufficiente di amministratori indipendenti si adeguino alle disposizioni sulla composizione dei comitati consiliari di cui all'art. 16, comma 1, lett. d), del Regolamento Mercati entro trenta giorni (il regime transitorio rimane invece invariato per le società che non dispongono di un numero sufficiente di amministratori indipendenti).

## 2.1 Entrata in vigore delle modifiche regolamentari in materia di operazioni con parti correlate

Il mercato ha diffusamente rappresentato nel corso della consultazione l'esigenza per gli emittenti di disporre di un congruo termine per l'entrata in vigore delle modifiche regolamentari in materia di operazioni con parti correlate. Tenendo conto di tali esigenze, è stato previsto;

- un periodo transitorio fino al **30 giugno 2021** entro il quale le società dovranno adeguare le proprie procedure alle nuove disposizioni;
- che le società applicheranno le procedure modificate a partire dal **1° luglio 2021**, data dalla quale è anche prevista l'entrata in vigore delle stesse modifiche al Regolamento OPC.

Ciò al fine di dare alle società un tempo adeguato per la revisione di procedure che incidono profondamente sulla *governance* e sul funzionamento degli organi sociali; tale revisione richiederà, infatti, un'adeguata ponderazione delle ricadute organizzative e gestionali e il coinvolgimento degli amministratori indipendenti, chiamati ad esprimere un parere favorevole sulle procedure rivisitate.

L'individuazione del termine del 30 giugno 2021: (i) tiene altresì conto del fatto che le società sono impegnate anche nell'adeguamento della loro *governance* alle nuove previsioni del Codice di *Corporate Governance*, che troverà applicazione a partire dal gennaio 2021; (ii) consente agli emittenti chiamati a rinnovare la composizione degli organi sociali nella primavera 2021 e ai loro soci di valutare se e in che modo l'introduzione degli obblighi di astensione degli amministratori "coinvolti" possa influenzare le scelte di composizione dell'organo amministrativo, eventualmente nell'ottica di limitare la presenza di amministratori tenuti ad astenersi in caso di OPC di cui la società - anche sulla base dell'esperienza applicativa della disciplina - possa ragionevolmente prevedere il ricorrente compimento; (iii) coincide con il termine di efficacia della delibera n. 23196 del 10 giugno 2020, con la quale la Consob ha sospeso temporaneamente l'applicazione di alcune previsioni del Regolamento OPC per facilitare il ricorso all'esenzione per casi di urgenza, in ipotesi di operazioni di rafforzamento patrimoniale da realizzarsi con parti correlate<sup>19</sup>. L'allineamento

---

indipendenti; (ii) in aggiunta, qualora la società controllante sia quotata (gruppo piramidale), che l'organo amministrativo della società quotata soggetta a direzione e coordinamento sia composto in maggioranza da amministratori indipendenti. Ai sensi del comma 3 dell'art. 16 del Regolamento Mercati, prima delle modifiche in esame, le società quotate che divengono soggette all'attività di direzione e coordinamento "si adeguano alle disposizioni di cui al comma 1, lettera d), entro i trenta giorni successivi alla prima assemblea per il rinnovo del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza."

<sup>19</sup> Adottata insieme alla Comunicazione n. 14/20 dell'11 giugno 2020 avente ad oggetto "COVID-19 - Orientamenti in merito alla sussistenza delle situazioni di "crisi aziendale" ai fini del ricorso all'esenzione per casi di urgenza prevista



dell'entrata in vigore delle modifiche al Regolamento OPC con il termine di efficacia delle previsioni della delibera citata consentirà agli emittenti di valutare, ove non già prevista, l'introduzione nelle proprie procedure e nello statuto delle clausole necessarie per poter ricorrere - una volta decorso il termine del 30 giugno 2021 - all'esenzione per casi di urgenza.

Infine, per la revisione della Comunicazione OPC si ritiene necessario, come anticipato *supra*, aspettare di acquisire una prima evidenza delle scelte degli emittenti sulle modifiche delle procedure e della relativa applicazione, al fine di poter individuare eventuali orientamenti, chiarimenti interpretativi e raccomandazioni utili per il mercato per l'applicazione delle nuove previsioni.

### 3. La revisione della disciplina in tema di trasparenza delle remunerazioni

Come detto, le modifiche alla disciplina della trasparenza delle remunerazioni hanno inteso trasporre nella regolamentazione della Consob le previsioni della Direttiva nonché realizzare un affinamento degli schemi di *disclosure*, sulla scorta dell'esperienza applicativa di tale disciplina che è in vigore dal 2012.

Durante la consultazione del mercato, è emerso un sostanziale apprezzamento delle modifiche regolamentari per l'implementazione della Direttiva mentre alcune criticità sono state espresse con riguardo agli interventi connessi alle emanate Linee Guida della Commissione Europea, tenuto conto della natura non vincolante di tale atto e dell'opportunità di non cristallizzare nella regolamentazione secondaria obblighi informativi non previsti in modo cogente a livello europeo.

Anche in considerazione delle osservazioni ricevute, le modifiche degli schemi di *disclosure* in materia di politiche di remunerazione e compensi corrisposti sono state limitate a quelle necessarie per l'adeguamento alla Direttiva e a quelle volte a migliorare la formulazione degli stessi schemi per consentire alle società di modulare l'informativa in funzione delle prassi seguite.

Ciò premesso, le principali modifiche alla disciplina della trasparenza della remunerazione degli amministratori contenuta nel Regolamento Emittenti sono le seguenti:

**a) regime di pubblicità della relazione prevista dall'art. 123-ter del TUF:** l'art. 84-*quater* del Regolamento Emittenti, che già definiva il regime di pubblicità di detta relazione, è stato modificato per adeguarlo a quanto previsto dalla Direttiva in merito al periodo di pubblicazione del *remuneration report*<sup>20</sup> (sezione seconda della relazione di cui all'art. 123-ter del TUF). La norma regolamentare, come modificata:

- (i) richiede la pubblicazione di tale relazione sul sito *internet* dell'emittente per almeno dieci anni, periodo in linea con la Direttiva e coerente con quanto previsto dagli artt. 77, comma 1-*bis*, e 81, comma 2-*bis*, del Regolamento Emittenti per la pubblicazione delle relazioni finanziarie annuali e semestrali;
- (ii) specifica le restrizioni indicate dalla Direttiva<sup>21</sup> alla pubblicazione di dati personali, ovvero:

---

dal Regolamento n. 17221/2010 per le operazioni con parti correlate di competenza dell'assemblea o che debbano essere da questa autorizzate”.

<sup>20</sup> Regime previsto dall'art. 9-*ter*, par. 5, (mentre quello della politica di remunerazione previsto dall'art. 9-*bis*, par. 7, prevede che essa rimanga accessibile gratuitamente al pubblico sul sito internet dell'emittente “*almeno per tutto il periodo di applicabilità*”).

<sup>21</sup> Infatti, la Direttiva: (i) vieta la pubblicazione delle “*particolari categorie di dati personali*” indicate dall'art. 9, par. 1, del Regolamento (UE) n. 2016/679 (GDPR) e di dati personali relativi alle situazioni familiari dei singoli

- a. il divieto di pubblicazione di informazioni che configurano le particolari categorie di dati personali indicate dall'art. 9, par. 1, GDPR, o afferenti alla sfera familiare degli individui; tali dati sono estranei agli schemi di *disclosure* previsti dalla disciplina italiana ed europea, che si limitano a richiedere la trasparenza dei compensi individuali degli amministratori, dei direttori generali e dei componenti degli organi di controllo;
- b. il limite di dieci anni per la pubblicazione dei dati personali; le società peraltro possono disporre la pubblicazione della relazione sulle remunerazioni per un periodo più lungo di dieci anni, ma in tale evenienza - al fine di limitare l'interferenza con il diritto al rispetto della vita privata e alla protezione dei dati personali (*cfr.* considerando 40 della SHRD 2) - le stesse saranno tenute ad adottare, conformemente all'art. 9-ter, par. 5, della citata Direttiva, adeguate misure volte a non consentire più il pubblico accesso ai dati personali riportati nella sezione della relazione dedicata ai compensi corrisposti, decorso il predetto periodo di dieci anni dalla pubblicazione della relazione;

**b) trasparenza e caratteristiche della politica in materia di remunerazione:** l'art. 9-bis, par. 6, della Direttiva disciplina finalità e contenuti della politica in materia di remunerazione che sono in larga parte già riflessi negli schemi di *disclosure* previsti dalla normativa italiana. Gli adattamenti della regolamentazione secondaria hanno comportato l'inserimento di un nuovo comma 2-bis nell'art. 84-*quater* del Regolamento Emittenti, che riporta le prescrizioni della stessa Direttiva con riguardo a:

- (i) **la finalità della politica** in materia di remunerazione (in linea con l'art. 123-ter, comma 3-bis, del TUF e l'art. 9-bis, par. 6, primo comma, della Direttiva), la quale contribuisce alla strategia aziendale, al perseguimento degli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società. Nella norma è altresì specificato, in linea con la Direttiva, che nella determinazione della stessa politica le società tengano conto del compenso e delle condizioni di lavoro dei dipendenti della società (in linea con l'art. 9-bis, par. 6, secondo comma, della Direttiva);
- (ii) **i contenuti della politica**, quest'ultima infatti definisce le diverse componenti della remunerazione che possono essere riconosciute. Ove sia prevista l'attribuzione di una remunerazione variabile, la politica stabilisce criteri di *performance* chiari, esaustivi e differenziati, basati su obiettivi di *performance* finanziari e non finanziari, se del caso tenendo conto di criteri relativi alla responsabilità sociale d'impresa (in linea con l'art. 9-bis, par. 6, terzo comma, della Direttiva);
- (iii) l'individuazione degli elementi della politica ai quali, in presenza di **circostanze eccezionali**<sup>22</sup> indicate nell'articolo 123-ter, comma 3-bis, del TUF, è possibile derogare temporaneamente e le condizioni procedurali per l'applicazione della deroga (in linea con la richiamata previsione del TUF e con l'art. 9-bis, par. 4, della Direttiva). Al riguardo, la nuova previsione chiarisce il coordinamento con la disciplina per le operazioni con parti correlate<sup>23</sup>, che rimane applicabile nei casi di deroga alla politica di remunerazione, consentendo alle società di limitarsi a

---

amministratori (art. 9-ter, par. 2); (ii) prevede la pubblicazione del *remuneration report* per un periodo, nel minimo, pari a dieci anni, mantenendo fermo il limite temporale di dieci anni per la pubblicazione dei dati personali (art. 9-ter, par. 5) contenuti nella seconda sezione della citata relazione.

<sup>22</sup> In conformità con la Direttiva, il TUF indica come circostanze eccezionali “[...] *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 suo complesso o per assicurarne la capacità di stare sul mercato*”.

<sup>23</sup> Le deliberazioni di assegnazione di compensi ai componenti degli organi sociali e ai dirigenti con responsabilità strategiche rientrano nella categoria delle operazioni con parti correlate e, nell'ipotesi in cui la società si discosti dalla politica di remunerazione ovvero compia valutazioni discrezionali nell'applicazione di tale politica, trova necessariamente applicazione la procedura prevista per le operazioni con parti correlate [poiché non è applicabile l'esenzione per compensi conformi alla politica di remunerazione prevista dall'art. 13, comma 3, lett. b), del Regolamento OPC].

prevedere quale unica condizione procedurale l'applicazione della disciplina prevista dal Regolamento OPC;

**c) adeguamento dello schema di *disclosure* per la Sezione I** della relazione prevista all'art. 123-ter del TUF (sulla politica in materia di remunerazione): lo schema è stato integrato con gli elementi richiesti dalla Direttiva o suggeriti dall'osservazione delle prassi del mercato. Tra questi si segnala:

- (i) l'inclusione delle informazioni sulla politica per la remunerazione degli organi di controllo (Allegato 3A, Schema 7-bis, Sezione I, par. 2), in quanto il decreto di recepimento della Direttiva ha ampliato (concordemente con la Direttiva stessa), l'insieme dei destinatari della politica di remunerazione che ricomprende ora anche gli organi di controllo<sup>24</sup> (art. 123-ter del TUF, comma 3, lett. a), specificando che tale inclusione avviene in quanto compatibile con l'art. 2402 del codice civile (“*La retribuzione annuale dei sindaci, se non è stabilita nello statuto, deve essere determinata dalla assemblea all'atto della nomina per l'intero periodo di durata del loro ufficio*”). Alla luce di quanto previsto dall'art. 2402 del codice civile, che vincola la fissazione della remunerazione dei membri degli organi di controllo, l'informativa sulla politica in materia di remunerazione di tali organi è limitata a informazioni generali su eventuali criteri di determinazione del compenso e sugli eventuali approfondimenti sulla quantificazione dell'impegno richiesto per lo svolgimento dell'incarico che l'organo di controllo uscente abbia svolto in vista della formulazione di proposte all'assemblea in materia di compenso. Ciò in considerazione delle previsioni dell'autodisciplina che raccomandano agli organi di controllo di trasmettere alle società, in vista del rinnovo dell'organo, un documento riepilogativo delle attività espletate utile alla valutazione da parte dei soci dell'adeguatezza del compenso (norme di comportamento dei collegi sindacali di società quotate, Q.1.6 “Retribuzione”);
- (ii) sono state specificate più analiticamente le informazioni riguardanti: (a) i criteri utilizzati per la valutazione degli obiettivi di *performance*, con l'indicazione della misura della componente variabile di cui è prevista l'erogazione in funzione del livello di conseguimento degli obiettivi stessi (Allegato 3A, Schema 7-bis, Sezione I, par. 1, lett. i) del testo approvato); (b) la politica per i trattamenti di fine rapporto o carica, con l'obiettivo, sulla scorta dell'esperienza applicativa che ha mostrato formulazioni ambigue o generiche di tali previsioni, di favorire una più chiara rappresentazione di tali politiche e delle circostanze che ne determinano l'applicazione (Allegato 3A, Schema 7-bis, Sezione I, par. 1, lett. m) del testo approvato); (c) gli eventuali *peers* di riferimento, che devono essere indicati in via nominativa (Allegato 3A, Schema 7-bis, Sezione I, par. 1, lett. p) del testo approvato);

**d) adeguamento dello schema di *disclosure* per la Sezione II** della relazione prevista all'art. 123-ter del TUF (sui compensi corrisposti): nelle more dell'adozione delle Linee Guida non vincolanti da parte della Commissione Europea in merito al *remuneration report*, le modifiche regolamentari intendono adeguare il contenuto dello schema 7-bis – Sezione II alle informazioni aggiuntive previste dalla Direttiva e realizzare, al contempo, aggiustamenti della normativa resi opportuni dall'evoluzione delle prassi di mercato nella trasparenza delle remunerazioni.

Quale nuovo contenuto dell'informativa sui compensi corrisposti, si segnala l'indicazione degli obiettivi di *performance* raggiunti in confronto con quelli previsti, nell'ottica di assicurare al mercato la piena *accountability* circa l'applicazione *ex post* degli obiettivi di *performance* previsti dalla politica in materia di remunerazione di riferimento (Allegato 3A, Schema 7-bis, Sezione II, Prima parte, par. 1.1). Tenuto conto delle esigenze di riservatezza degli emittenti su informazioni di

---

<sup>24</sup> Ciò in coerenza con la definizione di “amministratore” contenuta nella Direttiva [art. 2, lett. i), punto i)], che include tra tali soggetti i “*membri degli organi di vigilanza*”.

contenuto sensibile, si è prevista espressamente la facoltà per le società di omettere le informazioni *ex post* sui *target*, motivando tale scelta. Tale omissione sarà possibile per evitare la *disclosure* di dati sensibili, dati previsionali non resi noti e, più in generale, di informazioni la cui divulgazione possa arrecare pregiudizio all'emittente, che è tenuto a motivare la scelta di non rendere note le informazioni in esame. Inoltre, l'informativa è limitata ai soggetti i cui compensi sono illustrati nominativamente (amministratori, direttori generali ed eventuali dirigenti con responsabilità strategiche che abbiano percepito un compenso maggiore degli stessi amministratori) per i quali sia stato previsto un compenso variabile.

Tra gli ulteriori interventi si segnala l'informativa prevista in tema di:

- a) deroghe alla politica in materia di remunerazione in circostanze eccezionali (Allegato 3A, Schema 7-bis, Sezione II, Prima parte, par. 1.3);
- b) applicazione di meccanismi di correzione dei compensi variabili (c.d. *malus* e *claw-back*, Allegato 3A, Schema 7-bis, Sezione II, Prima parte, par. 1.4);
- c) confronto tra la variazione annuale delle remunerazioni, dei risultati della società e della remunerazione dei dipendenti (Allegato 3A, Schema 7-bis, Sezione II, Prima parte, par. 1.5). Su quest'ultimo aspetto, oltre a lasciare alle società ampia flessibilità nelle modalità di calcolo e rappresentazione del confronto in esame, si è altresì previsto uno specifico regime transitorio per non imporre alle società, in sede di prima applicazione della disposizione, oneri di raccolta di dati e calcolo sull'orizzonte temporale dei cinque anni indicato dalla Direttiva con riferimento a grandezze finora mai elaborate a questi fini<sup>25</sup>.

### 3.1 Disciplina transitoria in materia di trasparenza delle remunerazioni

I nuovi schemi di *disclosure* saranno applicabili con riferimento alle relazioni sulle remunerazioni da sottoporre al voto delle **assemblee ordinarie da tenersi nel 2021** per l'approvazione bilanci relativi agli esercizi finanziari aventi inizio a partire dal 1° gennaio 2020<sup>26</sup>.

## 4. La disciplina della trasparenza dei gestori di attivi e dei consulenti in materia di voto

Come detto, il recepimento della Direttiva è stato in larga misura realizzato dal legislatore con l'introduzione delle relative disposizioni nella disciplina degli emittenti con azioni quotate contenuta nel TUF (*cf.* artt. da 124-*quater* a 124-*novies*, nuova Sezione I-*ter* "Trasparenza degli investitori istituzionali, dei gestori di attivi e dei consulenti in materia di voto").

Alla regolamentazione secondaria è unicamente riservata la definizione di "**termini e modalità**" degli obblighi di pubblicazione e comunicazione delle informazioni cui i soggetti sopra indicati devono adempiere, conformemente alla ripartizione di competenze tra Autorità individuata dall'art. 124-*novies* del TUF. In particolare, la potestà regolamentare è attribuita:

---

<sup>25</sup> Le società potranno quindi fornire le informazioni di confronto, anziché con riferimento ai cinque anni precedenti l'entrata in vigore delle modifiche regolamentari in esame, utilizzando esclusivamente i dati relativi agli esercizi iniziati a decorrere dal 1° gennaio 2019 (quindi, in sede di prima applicazione, nelle relazioni che verranno pubblicate nel 2021, le informazioni di confronto richieste potranno avere ad oggetto solo i dati relativi agli esercizi 2019 e 2020; nelle relazioni pubblicate l'anno successivo, le informazioni richieste potranno avere ad oggetto i dati di tre esercizi finanziari, e così via). Tale approccio è coerente con gli orientamenti espressi dalla Commissione Europea nella bozza di Linee Guida sul *remuneration report*.

<sup>26</sup> Ferma la predetta disciplina transitoria per i nuovi schemi di *disclosure*, si rammenta, per completezza, che la disciplina delle remunerazioni è definita a livello legislativo per quanto riguarda contenuti, finalità e voto dei soci su ciascuna delle due sezioni che compongono la relazione sulla politica in materia di remunerazione e sui compensi corrisposti prevista dall'art. 123-*ter* del TUF. Tali disposizioni legislative erano già applicabili (e sono state applicate) nelle assemblee del 2020, ai sensi del regime transitorio definito dall'art. 7, comma 2, lett. b), del d.lgs. 49/2019.

- alla Consob quanto alla pubblicazione della politica di impegno e delle informazioni sulla relativa attuazione da parte dei gestori degli attivi (sentita la Banca d'Italia), alle comunicazioni dei gestori di attivi nei confronti degli investitori istituzionali (sentite Banca d'Italia, Ivass e Covip) e alla trasparenza dei *proxy advisor*;
- all'Ivass e alla Covip quanto alla pubblicazione della politica di impegno e delle informazioni sulla relativa attuazione da parte di, rispettivamente, assicurazioni e fondi pensione ai sensi dell'art. 124-*quinquies* del TUF e all'adempimento degli ulteriori obblighi di *disclosure* sulla strategia di investimento previsti in capo a tali soggetti dall'art. 124-*sexies* del TUF.

Nell'esercizio del potere regolamentare riservato alla Consob con riguardo alle comunicazioni richieste ai gestori di attivi e ai consulenti in materia di voto viene introdotto - in armonia con la soluzione normativa realizzata a livello di normativa primaria - un nuovo Capo III-*ter*, denominato "*Trasparenza dei gestori di attivi e dei consulenti in materia di voto*", nell'ambito della Parte III (Emittenti), Titolo IV (Diritti di voto) del Regolamento Emittenti, finalizzato a delineare le modalità operative per l'adempimento degli obblighi posti in capo ai menzionati soggetti.

Tale Capo consta di quattro articoli che principalmente individuano le definizioni rilevanti, il veicolo prescelto per le comunicazioni, nonché la tempistica da osservare nell'adempimento degli obblighi informativi. Più esattamente, vengono disciplinate modalità e termini per:

**a) la comunicazione al pubblico da parte dei gestori degli attivi delle informazioni concernenti la politica di *engagement*.** Il nuovo art. 143-*sexies* del Regolamento Emittenti disciplina le modalità e i termini per la comunicazione al pubblico da parte dei gestori di attivi delle informazioni concernenti la politica di *engagement*, prevedendo:

- (i) la pubblicazione delle informazioni, in via principale, sul sito internet del gestore e la facoltà di avvalersi di ulteriori mezzi *on-line* o piattaforme dedicate che parimenti assicurino l'agevole individuazione e l'accessibilità gratuita;
- (ii) il mantenimento dell'accesso pubblico alla politica di impegno per almeno il triennio successivo al termine di validità della stessa;
- (iii) la tempistica degli obblighi di pubblicazione, differenziata a seconda che abbiano ad oggetto la politica di impegno (e le connesse modifiche), le informazioni concernenti le modalità di attuazione della politica ovvero quelle in attuazione del principio del *comply or explain*. In particolare, mentre la politica di *engagement* e le sue eventuali modifiche dovranno essere pubblicate entro quindici giorni dalla loro adozione (entro il 28 febbraio 2021 in sede di prima attuazione di detto obbligo, *cfr. infra*), la rendicontazione in merito alle modalità di attuazione della politica di impegno dovrà essere pubblicata entro il 28 febbraio dell'anno successivo a quello di approvazione della politica di impegno e, periodicamente, entro il 28 febbraio di ogni anno.

**b) la comunicazione da parte dei gestori di attivi a favore degli investitori istituzionali.** Il nuovo art. 143-*septies* del Regolamento Emittenti prevede le modalità e i termini per la comunicazione delle informazioni indicate nell'art.124-*septies* del TUF da parte dei gestori di attivi nei confronti degli investitori istituzionali.

In linea con la normativa primaria<sup>27</sup>, si prevede l'adempimento di tale obbligo informativo, su base annuale, mediante l'utilizzo dei seguenti veicoli documentali già esistenti e, in particolare:

---

<sup>27</sup> Si ricorda che la scelta di utilizzare la rendicontazione periodica per trasmettere le informazioni agli investitori istituzionali era un'opzione prevista dalla direttiva ed esercitata in sede di recepimento.



- (i) il rendiconto periodico di cui all'art. 60 del regolamento delegato (UE) 2017/565<sup>28</sup>, nel caso di gestione individuale;
- (ii) la relazione annuale del fondo, nel caso di gestione collettiva. In quest'ultimo caso si prevede come modalità alternativa anche una comunicazione ai partecipanti del fondo distinta dalla relazione annuale, ma contestuale alla messa a disposizione della stessa.

Pertanto per i termini e le modalità di invio/messa a disposizione dei suddetti documenti, si dovrà far riferimento:

- nel caso di gestione individuale, a quanto previsto dall'accordo di gestione;
- nel caso di gestione collettiva, alla normativa vigente<sup>29</sup> per la tempistica, e a quanto previsto nel regolamento di gestione del fondo per le modalità di messa a disposizione della prescritta documentazione.

**c) la pubblicazione della relazione da parte dei consulenti in materia di voto.** Nel nuovo art. 143-*octies* sono disciplinate le modalità e i termini per la pubblicazione da parte dei consulenti in materia di voto della relazione annuale prevista dall'art. 124-*octies* del TUF. In particolare, nel nuovo art. 143-*octies* si prevede:

- (i) la pubblicazione della relazione sul sito internet dei *proxy advisor* entro il 28 febbraio di ogni anno con riferimento all'attività svolta nell'anno precedente;
- (ii) l'obbligo di mantenimento della relazione a disposizione del pubblico per almeno il triennio successivo alla sua pubblicazione;
- (iii) la facoltà di includere le informazioni richieste anche mediante riferimento ad altri documenti già pubblicati quali, ad esempio, gli *statement* pubblicati in adesione alle indicazioni di codici di comportamento applicabili in materia, fatto comunque salvo anche per i documenti eventualmente richiamati il rispetto del termine triennale di accessibilità pubblica agli stessi.

#### 4.1 Disciplina transitoria relativa alla trasparenza dei gestori di attivi e dei consulenti in materia di voto

Tenendo conto dei tempi di pubblicazione delle disposizioni regolamentari sopra descritte ai punti *a)* e *b)* nonché dei tempi necessari per l'adozione da parte dei gestori di attivi della politica di impegno, in conformità alla nuova disciplina prevista dall'art. 124-*quinquies*, comma 1, del TUF, è stata prevista una norma transitoria che prevede che tale politica sia pubblicata dagli stessi gestori entro il **28 febbraio 2021**. Inoltre, nell'art. 143-*sexies*, comma 3, del Regolamento Emittenti, è stato chiarito che la prima rendicontazione in merito alle modalità di attuazione della politica di impegno dovrà essere pubblicata entro il 28 febbraio dell'anno successivo a quello di approvazione della politica di impegno e, periodicamente, entro il 28 febbraio di ogni anno. Pertanto, in sede di prima applicazione, la rendicontazione dovrà essere pubblicata entro il **28 febbraio 2022**.

Inoltre, nell'Appendice III è chiarito che le informazioni da veicolare tramite la documentazione periodica agli investitori istituzionali dovranno essere raccolte quantomeno a partire dal termine per l'adozione della prima politica di impegno (28 febbraio 2021) e successivamente messe a

---

<sup>28</sup> Cfr. Regolamento Delegato (UE) 2017/565, del 25 aprile 2016, che integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i requisiti organizzativi e le condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento e le definizioni di taluni termini ai fini di detta direttiva.

<sup>29</sup> Gli artt. 2 e 3 del D.M. n. 30/2015 prevedono per la messa a disposizione della relazione annuale un termine di quattro mesi per gli OICVM e di sei mesi per i FIA a decorrere dalla data di chiusura dell'esercizio.



disposizione degli investitori in base alla tempistica prevista per le rendicontazioni indicate nell'art. 143-*septies* del Regolamento Emittenti.

Infine, con specifico riguardo alla nuova disciplina di trasparenza per i consulenti in materia di voto, si rappresenta che, tenuto conto del contenuto della relazione annuale richiesta dall'art. 124-*octies* del TUF, dei tempi di approvazione del presente regolamento nonché della tempistica prevista dal nuovo art. 143-*octies* del Regolamento Emittenti per la pubblicazione annuale della predetta relazione (entro il 28 febbraio), non è stato ritenuto necessario prevedere una disciplina transitoria in materia. Pertanto, i predetti consulenti, ai sensi del nuovo art. 143-*octies*, comma 1, del Regolamento Emittenti saranno tenuti a pubblicare la prima relazione annuale prevista dall'art. 124-*octies* del TUF entro il **28 febbraio 2021**.

## 5. Conclusioni sull'analisi di impatto dell'intervento regolamentare

Si rappresenta, in via generale, che la definizione del testo finale della complessiva rivisitazione della normativa regolamentare illustrata, ad esito della fase di consultazione del mercato, è stata oggetto di una contenuta attività di analisi di impatto in ragione della natura in larga parte vincolata delle disposizioni europee da recepire.

Con specifico riguardo ai criteri adottati nella revisione dei richiamati testi regolamentari, la conformazione della disciplina italiana alle nuove prescrizioni di matrice europea ha infatti avuto luogo mediante una trasposizione quanto più possibile aderente al testo dell'atto unionale, in opportuno contemperamento con i limitati adattamenti richiesti per assicurare coerenza con le specificità dell'ordinamento nazionale, in particolare in materia di operazioni con parti correlate.

La descritta attività di recepimento della normativa europea, peraltro, è stata condotta con il precipuo obiettivo di contenere, laddove possibile, le conseguenze sugli operatori di settore.

Si evidenzia ulteriormente come la trasposizione nella normativa nazionale secondaria delle innovazioni apportate dalla SHRD 2 intervenga all'interno di un quadro normativo nazionale, di livello primario e secondario, già in buona parte allineato alla menzionata fonte europea.

In ordine ai temi non oggetto di specifica trattazione nel presente paragrafo, anche con riguardo alle opzioni regolamentari preordinate alla conservazione di alcune specifiche previsioni della disciplina italiana, nonché agli aggiuntivi interventi dettati dall'esperienza maturata dall'Istituto nell'*enforcement* della normativa di riferimento, si ribadiscono le considerazioni espresse nell'analisi preliminare di impatto poste alla base delle scelte di regolazione esposte nel documento di consultazione pubblicato il 31 ottobre 2019 (*cfr.* par. 4).

**5.1** Come sottolineato nel documento di consultazione, l'ordinamento nazionale dispone di una disciplina normativa in materia di **operazioni con parti correlate**, contenuta nel Regolamento OPC adottato ai sensi della delega originariamente prevista dall'art. 2391-*bis* del codice civile e vigente a livello domestico sin dal 2011.

Conseguentemente l'introduzione di un nuovo obbligo per le società quotate, in forza dell'art. 9-*quater* della SHRD 2, di dotarsi di adeguati presidi procedurali e di trasparenza in relazione alle operazioni effettuate con parti correlate comporta, in ultima analisi, limitati impatti sull'operatività delle società quotate italiane.

Le modifiche proposte alla disciplina delineata dal Regolamento OPC intendono quindi realizzare un ulteriore affinamento della normativa nazionale, in linea con gli obiettivi della SHRD 2, al fine di perseguire un completo adeguamento della disciplina italiana alle nuove regole europee.

Poste tali premesse, si rappresenta che gli impatti più rilevanti delle modifiche regolamentari adottate hanno interessato i seguenti profili specifici:

- a) la definizione di parte correlata, mediante l’inserimento un rinvio mobile alle definizioni contenute nei principi contabili internazionali pro tempore vigenti (IAS 24). Siffatto intervento modificativo, se da un lato costituisce sicuramente una modifica di impatto considerevole, in quanto idonea a determinare un ampliamento del perimetro della correlazione dall’altro, tuttavia, è un intervento reso necessario dalla Direttiva;
- b) l’individuazione di una nuova definizione di “amministratore coinvolto nell’operazione”, volta a disciplinare l’obbligo di astensione (e la connessa individuazione dell’ambito applicativo). La definizione di siffatto aspetto, rimesso dal legislatore nazionale al potere regolamentare della Consob, indubbiamente rappresenta la principale novità apportata dalla SHRD 2, in quanto foriera di significativi impatti sui processi decisionali delle società.

Ad esito dell’interlocuzione con l’industria, avvenuta in occasione della fase di consultazione, nonché alla luce del consistente numero di osservazioni e la maggior varietà di posizioni ivi espresse, la Commissione, tenendo conto del parere del COMI e delle analoghe discipline dettate nei principali Paesi europei, ha ritenuto preferibile adottare una definizione di carattere generale degli “amministratori coinvolti nell’operazione”, individuati come quelli che abbiano nell’operazione un interesse, per conto proprio o di terzi, in conflitto con quello della società.

Tale scelta potrà essere riconsiderata sulla base dell’analisi dell’esperienza applicativa, dopo un congruo periodo di applicazione della nuova disciplina;

- c) il mantenimento del regime agevolato per le società di minori dimensioni, di recente quotazione e con azioni diffuse, previsto dall’art. 10 del Regolamento OPC, che consente alle predette società di applicare procedure per operazioni di minore rilevanza anche in caso di operazioni di maggiore rilevanza al fine di contenere - in ottica di proporzionalità - i costi di *compliance* per l’applicazione delle procedure in società presumibilmente caratterizzate da minore complessità organizzativa. L’intervento di modifica apportato a tale regime agevolato intende mantenere ferma la competenza in capo all’organo amministrativo a deliberare sull’operazione di maggiore rilevanza, conformemente all’art. 9-*quater*, par. 4, della Direttiva che richiede agli Stati membri di assicurare “*che le operazioni rilevanti con parti correlate siano approvate dall’assemblea generale o dall’organo di amministrazione*”, oltre che alle indicazioni del Codice di Autodisciplina il quale raccomanda per le operazioni aventi “significativo rilievo” la riserva di competenza del consiglio di amministrazione.

**5.2** Per quanto concerne il quadro applicativo, a livello domestico, della nuova **disciplina in materia di remunerazioni**, si ritiene l’impatto prodotto sull’ordinamento domestico complessivamente contenuto.

In primo luogo, infatti, le conseguenze sugli operatori delle nuove disposizioni della Direttiva in materia appaiono mitigate dalla consolidata vigenza nell’assetto normativo interno di obblighi di

trasparenza su base individuale dei compensi corrisposti ai membri degli organi di amministrazione, controllo e direttori generali delle società quotate, anche in conseguenza delle modifiche legislative operate in passato in vista di un complessivo allineamento alle Raccomandazioni della Commissione Europea sulla remunerazione degli amministratori di società quotate e sul ruolo dei consiglieri non esecutivi nella gestione dei conflitti di interesse.

Si sottolinea, inoltre, come il presente intervento normativo nell'ambito del Regolamento Emittenti si limiti sostanzialmente ad implementare nella fonte sub-primaria le disposizioni della Direttiva in materia di contenuti della relazione in materia di politica di remunerazione e compensi corrisposti, riservate alla fonte sub-primaria in quanto connotate da un elevato grado di tecnicismo e di dettaglio della materia.

In forza delle modifiche regolamentari adottate, gli operatori saranno pertanto tenuti a riportare negli schemi di *disclosure* in materia di remunerazione (Sezione I) e di compensi corrisposti nell'esercizio di riferimento (Sezione II) gli ulteriori elementi indicati dalla Direttiva.

In proposito, la più significativa innovazione in tema di remunerazioni è rappresentata dalle specificazioni richieste nel Regolamento Emittenti (art. 84-*quater*) e negli schemi di *disclosure* in materia di componente variabile della remunerazione, con particolare riferimento all'inclusione, tra i contenuti della politica, di obiettivi di *performance* finanziari e non finanziari, tenendo eventualmente conto dei criteri relativi alla responsabilità sociale d'impresa.

Rispetto al testo normativo sottoposto a consultazione, si puntualizza peraltro come, alla luce delle criticità evidenziate nel corso dell'interlocazione con il mercato delle soluzioni regolamentari connesse alle emanate Linee Guida della Commissione Europea sul contenuto del *remuneration report*, gli interventi realizzati negli schemi di trasparenza sui compensi corrisposti sono stati in larga misura limitati all'inclusione degli elementi indicati dalla Direttiva.

In aggiunta, ulteriori interventi di rivisitazione degli schemi di *disclosure* in materia di politiche di remunerazione e compensi corrisposti (rispettivamente, Sezione I e II, dell'Allegato 3 A, Schema 7-*bis*) sono stati volti a realizzare un ragionevole miglioramento degli schemi finora in uso, nella prospettiva di consentire alle società di modulare l'informativa in funzione delle effettive prassi seguite. Si segnala a questo riguardo l'affinamento della trasparenza sulle buonuscite, tanto nella politica quanto nella sezione sui compensi corrisposti, e l'introduzione di obblighi di trasparenza *ex post* sugli obiettivi di *performance* conseguiti rispetto a quelli *target*, opportunamente affinati ad esito della consultazione per tenere conto delle esigenze di riservatezza degli emittenti.

**5.3** Da ultimo, con riguardo alla trasposizione nell'ordinamento domestico delle innovazioni di matrice europea nella disciplina della **trasparenza posta in capo a gestori di attivi** (e investitori istituzionali) **e consulenti in materia di voto** si conferma il limitato impatto delle nuove disposizioni introdotte a livello regolamentare, incentrate sull'individuazione di mere modalità operative e dei relativi termini di adempimento degli obblighi di *disclosure* e di comunicazione, introdotti in capo ai menzionati soggetti dalla normativa primaria e in larga parte basati sul principio *comply or explain*.

In prospettiva di contenimento dei costi di *compliance*, le conseguenze sui gestori di attivi e *proxy advisor* risultano ulteriormente attenuate dalla previsione, ricognitiva della normativa primaria, della possibilità di avvalersi di veicoli documentali già esistenti o dalla previsione di modalità alternative di adempimento dell'obbligo (*cfr.* artt. 143-*septies* e 143-*octies*).

**SEZIONE III - INDICATORI CHE SARANNO UTILIZZATI AI FINI DELLA SUCCESSIVA REVISIONE DELL'ATTO**

La Consob sottoporrà a revisione le disposizioni adottate in conformità a quanto previsto dall'art. 8 del Regolamento concernente i procedimenti per l'adozione di atti di regolazione generale, emanato ai sensi dell'art. 23 della legge 28 dicembre 2005, n. 262 e successive modificazioni, adottato con delibera n. 19654.

Ai fini della successiva revisione dell'intervento regolamentare, verranno analizzati, con riguardo al:

1. Regolamento OPC:

- a) l'applicazione dell'obbligo di astensione degli amministratori coinvolti nell'operazione, sulla base dell'analisi dell'esperienza applicativa, dopo un congruo periodo di applicazione della nuova disciplina, e tenuto conto delle discipline adottate negli altri ordinamenti europei;
- b) le procedure di monitoraggio delle esenzioni che incidono sulle operazioni di maggiore rilevanza;
- c) le soglie applicate dalle società per le operazioni di importo esiguo.

2. Regolamento Emittenti:

- a) la trasparenza sulle politiche in materia di componente variabile della remunerazione, con particolare riferimento agli obiettivi di *performance* individuati;
- b) il nuovo regime relativo alla trasparenza sull'applicazione della politica di remunerazione (i.e. sui compensi corrisposti), anche tenuto conto delle Linee Guida che saranno emanate dalla Commissione Europea. In particolare, verranno analizzate le prassi degli emittenti con particolare riferimento all'illustrazione delle diverse componenti della remunerazione e della proporzione tra compensi fissi e variabili, alle informazioni sul conseguimento *ex post* degli obiettivi di *performance*, alle deroghe in circostanze eccezionali;
- c) le modalità e i termini di applicazione degli obblighi di pubblicazione delle politiche di impegno e della loro attuazione su base annuale;
- d) la tempistica e le modalità di attuazione della nuova disciplina in relazione agli adempimenti informativi dei gestori di attivi nei confronti degli investitori istituzionali, dopo la fase di prima applicazione;
- e) le modalità e i termini di applicazione degli obblighi di pubblicazione della relazione predisposta dai consulenti in materia di voto.