

Luglio 2019

Il recepimento della SHRD 2 ad opera del D.Lgs. n. 49/2019: prime considerazioni in attesa dell'intervento attuativo della Consob

Prof. Avv. Paolo Valensise, Avv. Irene Bui, dipartimento società quotate, corporate governance e capital markets, Chiomenti

1. Premessa

In data 10 giugno 2019, è stato pubblicato in Gazzetta Ufficiale il decreto legislativo 10 maggio 2019, n. 49, attuativo della direttiva (UE) 2017/828 (“**SHRD 2**”), che modifica la direttiva 2007/36/CE (*Shareholders' Rights Directive* “**SHRD**”) per quanto riguarda l’incoraggiamento dell’impegno a lungo termine degli azionisti ⁽¹⁾.

La SHRD 2 si pone in linea di continuità con il “*Piano d’azione: diritto europeo delle società e governo societario – una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili*” ⁽²⁾, che stabilisce tre linee di intervento:

- (a) coinvolgere gli azionisti, incoraggiandoli a partecipare maggiormente al governo societario e offrendo loro maggiori possibilità di controllare la politica di remunerazione e le operazioni con parti correlate, anche in cooperazione tra loro;
- (b) rafforzare la trasparenza delle società, fornendo maggiori informazioni in merito al loro governo societario, agli investitori e alle società in generale, nonché consentendo a queste ultime di poter conoscere l’identità dei loro azionisti e le politiche di voto degli investitori istituzionali, in modo da consentire un più

¹ L’approvazione del D.Lgs. n. 49/2019 è giunta al termine di un *iter* normativo che ha visto tra l’altro l’avvio, in data 22 novembre 2018, di una consultazione pubblica da parte del Dipartimento del Tesoro, ad esito della quale è stato approvato dal Consiglio dei Ministri, in data 7 febbraio 2019, uno schema di decreto legislativo (lo “**Schema di D.Lgs.**”), poi sottoposto all’esame delle Commissioni parlamentari. In seguito alla trasmissione delle osservazioni delle Commissioni riunite di Camera e Senato, avvenuta rispettivamente il 27 marzo e il 4 aprile 2019, il Consiglio dei Ministri ha approvato il testo definitivo del D.Lgs. n. 49/2019, apportando alcune modifiche rispetto allo schema approvato in esame preliminare. Il D.Lgs. 49/2019 è poi stato pubblicato nella Gazzetta Ufficiale del 10 giugno 2019, n. 134.

² Contenuto nella Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni del 12 dicembre 2012. Il predetto Piano d’azione prende le mosse, tra l’altro, dal Libro Verde della Commissione europea “*Il quadro dell’Unione europea in materia di governo societario*” del 5 aprile 2011 e dalla precedente Comunicazione della Commissione “*Europa 2020: una strategia per una crescita intelligente, sostenibile e inclusiva*”, del 3 marzo 2010.

proficuo dialogo sulle questioni di governo societario;

(c) sostenere la crescita delle imprese e la loro competitività.

In coerenza con quanto precede, gli interventi di revisione apportati a livello europeo dalla SHRD 2 mirano dunque a migliorare la *governance* delle società quotate, rafforzandone la competitività e la sostenibilità nel lungo termine, anche attraverso un maggiore e più agevole coinvolgimento degli azionisti nel governo societario delle imprese.

Il presente contributo si concentra in particolare sulle novità introdotte dalla SHRD 2 e dal D.Lgs. n. 49/2019 in materia di operazioni con parti correlate, relazione sulla remunerazione e diritto di porre domande *ante* assemblea.

2. Le operazioni con parti correlate

La disciplina delle operazioni con parti correlate è contenuta – a livello di normativa primaria – nell’art. 2391-*bis* c.c., ai sensi del quale, come noto, gli organi di amministrazione delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio ⁽³⁾ sono tenuti ad adottare, secondo principi generali indicati dalla Consob, regole che assicurino la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate realizzate direttamente o per il tramite di società controllate.

In attuazione della predetta delega normativa, la Consob, con delibera del 12 marzo 2010, n. 17221, ha adottato il “*Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate*”, che costituisce, allo stato, la normativa secondaria di riferimento. I contenuti di tale Regolamento sono stati meglio declinati dalla Consob, a livello interpretativo, con la Comunicazione n. DEM/10078683 del 24 settembre 2010, con la quale l’Autorità ha fornito indicazioni e orientamenti per l’applicazione del Regolamento n. 17221/2010, precisando il punto di vista della Commissione “*sulle modalità applicative ritenute più idonee a realizzare gli obiettivi di trasparenza e correttezza sostanziale e procedurale individuati dal legislatore, ferma la necessità di valutare caso per caso i comportamenti concreti delle società sia con riguardo alla definizione delle procedure sia nella loro effettiva applicazione*”.

Rispetto al predetto quadro normativo, il D.Lgs. n. 49/2019 non introduce – a livello di fonte primaria – significative novità, ma specifica i contenuti della delega attribuita alla Consob, a seguito della cui attuazione il complessivo *framework* regolatorio di riferimento potrebbe subire modifiche.

³ Per tali intendendosi, ai sensi dell’art. 2325-*bis* c.c., le società con azioni quotate in mercati regolamentati o diffuse fra il pubblico in misura rilevante.

In particolare, il nuovo comma 3 dell'art. 2391-bis c.c. – in vigore dal 10 giugno 2019 – richiede alla Consob di individuare:

- 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 potrà 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'art. 2391 c.c., 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.

I predetti ambiti di intervento, allo stato, trovano in massima parte disciplina all'interno dell'attuale Regolamento n. 17221/2010, che già prevede (i) diverse soglie di rilevanza delle operazioni, da calcolarsi sulla base di parametri legati all'"*indice di rilevanza del controvalore*", all'"*indice di rilevanza dell'attivo*" e all'"*indice di rilevanza delle passività*"; (ii) diverse ipotesi disapplicazione o di facoltà di esclusione, in tutto o in parte, delle regole procedurali e/o di trasparenza dettate dal Regolamento medesimo, in presenza di particolari categorie di operazioni (es. operazioni ordinarie concluse a condizioni equivalenti a quelle di mercato o *standard*; operazioni di importo esiguo) e/o in considerazione della tipologia delle parti correlate coinvolte nell'operazione (es. operazioni concluse con o tra società controllate o con società collegate), nonché (iii) diverse regole procedurali e di trasparenza a seconda della tipologia di operazione (di maggiore o di minore rilevanza, operazione diretta o indiretta) e dell'eventuale applicabilità di casi di esenzione/disapplicazione (⁴).

Non sono invece ad oggi previsti dal Regolamento OPC casi di *astensione* dalla votazione

⁴ La pressoché sostanziale conformità del Regolamento n. 17221/2010 rispetto alle nuove previsioni introdotte dal D.Lgs. n. 49/2019 è stata segnalata anche nell'ambito dell'Audizione del Vice Direttore Generale della Consob Giuseppe D'Agostino innanzi alla Camera dei Deputati, XIV Commissione permanente (Politiche dell'Unione Europea), in occasione della quale è stato osservato che "*Le modifiche legislative proposte introducono [...] nell'art. 2391-bis c.c. un ulteriore comma (il terzo) volto a specificare i contenuti di dettaglio che, per dare attuazione alla Direttiva, la regolamentazione secondaria della Consob deve prevedere (e in larga misura già prevede). Tali criteri di delega sono coerenti con l'approccio seguito dal Regolamento Consob in materia di operazioni con parti correlate e sono in larga misura già attuati dallo stesso Regolamento*" (cfr. Atto del Governo n. 071 del 6 marzo 2019, p. 18).

da parte degli amministratori e/o dei soci “correlati”. Con riferimento (solo) agli azionisti, l’art. 8, comma 2, e l’art. 11, comma 3, del Regolamento n. 17221/2010 contemplano, nel caso di operazioni di maggiore rilevanza per le quali sia stato reso un parere negativo da parte del comitato parti correlate/degli amministratori indipendenti (rispettivamente di competenza consiliare e assembleare), la possibilità di prevedere la condivisione della decisione assembleare (anche) da parte della maggioranza dei soci “non correlati” presenti in assemblea, a condizione che essi rappresentino una certa quota del capitale sociale, comunque non superiore al 10% (c.d. *whitewash*), inserendo apposite previsioni sia nelle procedure aziendali relative alle operazioni con parti correlate che nello statuto sociale.

Fermo quanto precede, è in ogni caso previsto che la Consob avvii a breve una pubblica consultazione finalizzata alla revisione della regolamentazione allo stato vigente.

I confini di tale intervento di revisione non sono allo stato preventivabili. Nell’esercizio del proprio potere regolamentare – che come detto era già previsto dall’art. 2391-*bis* c.c. anche prima del D.Lgs. n. 49/2019 – la Consob potrebbe infatti:

- (i) optare per un mero intervento di ricognizione e adeguamento dell’attuale assetto regolamentare; in tale caso, l’intervento di maggior rilievo potrebbe essere costituito dall’individuazione dei menzionati casi di astensione da parte di amministratori ⁽⁵⁾ e/o soci coinvolti nell’operazione, nel contesto della quale la Commissione potrebbe eventualmente (ri-)valutare l’efficacia del meccanismo di *whitewash* quale misura di salvaguardia a tutela dell’interesse sociale alternativo alla previsione di un obbligo di astensione in capo ai soci ⁽⁶⁾; ovvero

⁵ Con riferimento agli effetti dell’astensione degli amministratori sul *quorum* costitutivo per le delibere consiliari, nella Relazione illustrativa allo Schema di D.Lgs. si precisa che “*si terrà conto dei principi già enucleati in relazione alle norme vigenti che prevedono obblighi di astensione per gli amministratori portatori di un interesse in conflitto per conto proprio o di terzi (cfr. l’art. 53, comma 4, Testo Unico Bancario)*”.

⁶ A tale riguardo, si segnala che nella Relazione illustrativa allo Schema di D.Lgs. viene sottolineato che “*Con specifico riguardo ai soci coinvolti in un’operazione con parte correlata, in coerenza con la posizione espressa dall’Italia durante il negoziato sulla Direttiva, il decreto non impone un obbligo di astensione generalizzata. Una tale previsione impedirebbe, infatti, agli azionisti di controllo di esercitare il proprio voto in operazioni di competenza assembleare che li coinvolgano, rappresentando una soluzione non ottimale in un contesto di assetti proprietari concentrati quale quello del mercato italiano, il quale deresponsabilizzerebbe i soci di riferimento, attribuirebbe alle sole minoranze le decisioni su operazioni straordinarie talvolta strategiche per l’emittente, e disincentiverebbe la stessa quotazione delle imprese. [...] Per tali ragioni, è delegata alla Consob la definizione di adeguate misure di salvaguardia che, in linea con la Direttiva, “si applicano prima o in occasione della procedura di votazione per tutelare gli interessi della società e degli azionisti che non sono una parte correlata, inclusi gli azionisti di minoranza”, in presenza delle quali il socio coinvolto nell’operazione con parte correlata può partecipare alla votazione. Tale scelta consente di preservare i presidi già previsti dalla regolamentazione adottata dalla Consob, che solo in presenza di un avviso contrario degli amministratori indipendenti sulla proposta di operazione da sottoporre al voto dei soci, prevedono che il compimento dell’operazione stessa sia impedito qualora la maggioranza dei soci non correlati votanti esprima voto contrario*”.

- (ii) rivedere, più o meno intensamente, il complessivo impianto normativo – anche alla luce delle esperienze applicative e sanzionatorie maturate in quest’ultimo decennio – intervenendo su diversi aspetti, quali a titolo meramente esemplificativo (e ipotetico):
- la definizione di parte correlata, valutando se, ed eventualmente come, allinearla a quella contenuta nei principi contabili internazionali (IAS 24). Al riguardo, si rammenta che l’attuale nozione di “parte correlata” contenuta nell’Allegato 1 al Regolamento n. 17221/2010 riprende la corrispondente definizione contenuta nel principio contabile internazionale IAS 24 vigente alla data di entrata in vigore del Regolamento. La scelta di “cristallizzare” a tale data la definizione di parte correlata era stata adottata dalla Consob proprio al – dichiarato – intento di evitare che il perimetro delle parti correlate potesse/dovesse subire automatiche variazioni in caso in caso di successive modifiche nei principi contabili internazionali. Queste ultime infatti, osservava la Commissione, pur “[...] giustificate dal punto di vista della disciplina contabile, non necessariamente lo sono anche dal punto di vista della disciplina di trasparenza e correttezza oggetto del Regolamento” ⁽⁷⁾. Rispetto a tale definizione, sia lo Schema di D.Lgs. originariamente posto in consultazione che lo Schema di D.Lgs. approvato in esame preliminare in data 7 febbraio 2019 tornavano sulla scelta fatta nel 2010 dalla Commissione, delegando espressamente quest’ultima ad individuare (anche) “la definizione di parte correlata in linea con i principi contabili internazionali”, in conformità con quanto previsto dalla lettera h) del paragrafo 1 dell’art. 2 della SHRD (come introdotta dall’art. 1 della SHRD 2) ⁽⁸⁾. Nella Relazione illustrativa allo Schema di D.Lgs. si precisava che il richiamo ai principi contabili internazionali doveva intendersi quale “rinvio “mobile” alla versione pro tempore vigente”. Nonostante quanto precede, dal testo definitivo del D.Lgs. n. 49/2019 è stata tuttavia eliminata tale specifica delega. Questo non sembra tuttavia precludere alla Consob la possibilità di rimeditare le proprie precedenti valutazioni e/o di modificare in ogni caso l’attuale definizione ⁽⁹⁾;

⁷ Cfr. sul punto il par. 1 della Comunicazione Consob n. DEM/10078683 del 24 settembre 2010.

⁸ In sede di consultazione, Assonime e Confindustria avevano proposto di “*chiarire che la definizione di parte correlata è legata all’evoluzione dei principi contabili internazionali mediante cd. rinvio mobile*” osservando come la SHRD 2 non sembri “[...] consentire il mantenimento del cd. rinvio fisso, attualmente previsto dal Regolamento OPC”, e come essa sia stata “[...] così intesa da alcuni Stati membri che stanno procedendo alla sua trasposizione” (Cfr. “Osservazioni alla consultazione del Ministero dell’economia e delle finanze, Dipartimento del tesoro, sullo schema di decreto legislativo per l’attuazione della direttiva (UE) 2017/828 che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l’incoraggiamento dell’impegno a lungo termine degli azionisti”, disponibile sul sito http://www.dt.tesoro.it/consultazioni_pubbliche/consultazione_direttiva_UE_2017_828.html, p. 6).

⁹ L’attenzione della Consob in materia di operazioni con parti correlate è testimoniata anche dal rilievo attribuito all’attività di vigilanza condotta dalla Commissione nell’ambito della “*Relazione per l’anno 2018*” presentata dall’Autorità il 31 marzo 2018, dove si legge che “[a]nche nel 2018 la vigilanza sulle

- l'individuazione di nuove o ulteriori soglie di rilevanza;
- la revisione/puntualizzazione dei casi di disapplicazione/esenzione, in particolare con riferimento alla disciplina delle cc.dd. operazioni ordinarie e delle operazioni di importo esiguo.

In entrambi i casi, è ragionevole prevedere che, ad esito dell'intervento della Consob – che potrebbe riguardare sia il Regolamento OPC sia la citata Comunicazione del 24 settembre 2010 – si renderà necessario un intervento di adeguamento/revisione delle attuali procedure interne adottate dagli organi di amministrazione delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio.

2.1 Le sanzioni

Sempre in tema di operazioni con parti correlate, alcune modifiche sono state introdotte dal D.Lgs. n. 49/2019 anche con riferimento al regime sanzionatorio.

Come noto, prima dell'entrata in vigore delle nuove disposizioni non esisteva, all'interno del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (“TUF”), una norma *ad hoc* dedicata alle sanzioni amministrative applicabili per la violazione dell'art. 2391-bis c.c. e delle relative disposizioni di attuazione. Le disposizioni di riferimento erano infatti unicamente contenute:

- nell'art. 193 del TUF, nel cui ambito di applicazione erano ricondotte anche eventuali violazioni degli obblighi di trasparenza informativa dettati per le operazioni con parti correlate dal Regolamento n. 17221/2010; ai sensi di tale disposizione sono previste sanzioni sia (i) nei confronti degli emittenti ⁽¹⁰⁾ sia (ii) nei confronti dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo nonché del personale dipendente, qualora la condotta di questi ultimi soggetti contribuisca a determinare le predette violazioni da parte dell'emittente e – ai sensi dall'art. 190-bis, comma 1, lett. a), TUF – incida “*in modo rilevante sulla complessiva organizzazione o sui profili di rischio aziendali*”, ovvero provochi “*un grave pregiudizio per la tutela degli investitori o per la trasparenza, l'integrità e il*

operazioni con parti correlate ha costituito il fulcro dell'attività di controllo svolta per scongiurare fenomeni espropriativi, al fine di tutelare gli azionisti e gli altri stakeholder. Come nel precedente biennio, in ottica preventiva, nel 2018 la Consob ha svolto valutazioni sulla mappatura di soggetti/entità quali parti correlate in società interessate da modifiche della struttura societaria a seguito di aumenti di capitale particolarmente diluitivi. In tale contesto, è stato attivato un costante dialogo con gli emittenti volto a stimolare la valutazione in chiave sostanzialistica dei rapporti intercorrenti tra i nuovi azionisti e le società. Nel caso di un emittente bancario, la qualifica di parte correlata è stata estesa a tutti gli azionisti/entità con partecipazione superiore al 5 per cento e alle loro controllate, seguendo l'esempio di altri emittenti bancari che, già in passato, in ragione di assetti azionari molto frazionati, hanno ritenuto opportuno considerare parti correlate gli azionisti con partecipazioni superiori al 2 per cento del capitale sociale”.

¹⁰ In particolare, la sanzione amministrativa pecuniaria per gli emittenti è compresa tra euro 5.000 ed euro 10.000.000 (ovvero può variare fino al 5% del fatturato quando tale importo sia superiore a euro dieci milioni).

corretto funzionamento del mercato” ⁽¹¹⁾; nonché

- per i *sol*i sindaci, anche nell’art. 193, comma 3, del TUF, ai sensi del quale si applica la sanzione amministrativa pecuniaria da euro 10.000 a euro 1.500.000 nei confronti dei componenti del collegio sindacale che commettono irregolarità nell’adempimento dei doveri previsti dall’art. 149, comma 1, lett. a), del TUF. Tra questi rientra anche, in combinato disposto con l’art. 2391-*bis*, comma 2, c.c., e con l’art. 4, comma 6, del Regolamento n. 17221/2010, la vigilanza sull’osservanza delle regole adottate in materia di operazioni con parti correlate.

Rispetto al predetto quadro sanzionatorio, il D.Lgs. n. 49/2019 ha ora introdotto una nuova disposizione, l’art. 192-*quinquies* TUF, specificamente dedicata alle “*Sanzioni amministrative in tema di operazioni con parti correlate*”. Ai sensi di tale nuova previsione:

- (i) nei confronti delle società quotate che “*violano l’articolo 2391-bis del codice civile e le relative disposizioni di attuazione adottate dalla Consob*” si applica una sanzione amministrativa pecuniaria da euro 10.000 a euro 150.000;
- (ii) nei confronti dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione e di direzione che violino le predette disposizioni, “*salvo che il fatto costituisca reato*”, si applica una sanzione amministrativa pecuniaria da euro 5.000 a euro 150.000, sempreché la loro condotta – ai sensi del predetto art. 190-*bis*, comma 1, lett. a), TUF – incida “*in modo rilevante sulla complessiva organizzazione o sui profili di rischio aziendali*”, ovvero provochi “*un grave pregiudizio per la tutela degli investitori o per la trasparenza, l’integrità e il corretto funzionamento del mercato*”.

In virtù di quanto precede, gli emittenti e – a determinate condizioni – anche gli amministratori divengono dunque sanzionabili non più – come era in precedenza – solo per la violazione di obblighi di trasparenza informativa, ma – così come già era per i sindaci – per qualsiasi violazione dell’art 2391-*bis* e delle relative disposizioni attuative, e dunque con riferimento anche ad eventuali violazioni di natura procedurale. Resta in ogni caso un elemento aggiuntivo che “*qualifica*” la condotta – sanzionabile – degli amministratori e che invece non è richiesto per i sindaci, per i quali restano invariate le disposizioni sanzionatorie previste dal citato art. 193, comma 3, TUF. Ci si riferisce alla circostanza che la condotta degli amministratori debba, come detto, aver inciso in modo rilevante sulla complessiva organizzazione o sui profili di rischio aziendali, ovvero debba aver provocato un grave pregiudizio per la tutela degli investitori o per la trasparenza, l’integrità e il corretto funzionamento del mercato.

Ulteriore differenza tra amministratori e sindaci si rinviene nel massimo edittale della sanzione amministrativa pecuniaria prevista per questi ultimi, che è significativamente

¹¹ La sanzione amministrativa pecuniaria per tali soggetti è compresa tra euro 5.000 ed euro 2.000.000.

più elevato rispetto a quello previsto dal nuovo art. 192-*quinquies* per gli amministratori.

Fermo quanto precede, allo stato occorrerà comprendere quale sarà il rapporto tra le nuove, specifiche, disposizioni sanzionatorie introdotte dal D.Lgs. n. 49/2019 nei confronti delle società e degli amministratori e quelle generali, in precedenza (già) ricavabili dal menzionato art. 193 TUF ⁽¹²⁾.

3. La relazione sulla politica in materia di remunerazione e sui compensi corrisposti

Il D.Lgs. n. 49/2019 introduce altresì alcune rilevanti novità con riferimento alla relazione sulla remunerazione dei componenti degli organi di amministrazione, dei direttori generali e dei dirigenti con responsabilità strategiche di società quotate, prevista dall'art. 123-*ter* del TUF, ora ridenominato “*Relazione sulla politica in materia di remunerazione e sui compensi corrisposti*”.

Le nuove previsioni in materia di remunerazione sono volte a contribuire alla realizzazione degli obiettivi delineati in ambito europeo, come sopra brevemente ricordati, promuovendo la sostenibilità nel lungo termine delle società, attraverso un maggiore coinvolgimento degli azionisti nel governo societario e, nella specie, nella definizione delle politiche retributive.

Come infatti osservato nei *considerando* della SHRD 2, “[g]li amministratori contribuiscono al successo a lungo termine della società. La forma e la struttura della remunerazione degli amministratori sono questioni che rientrano essenzialmente nella competenza della società, dei suoi consigli, degli azionisti e, ove del caso, dei rappresentanti dei dipendenti. [...] Poiché la remunerazione è uno degli strumenti principali a disposizione delle società per allineare i loro interessi e quelli dei loro amministratori e in considerazione del ruolo fondamentale degli amministratori nelle società, è importante che la politica di remunerazione delle società sia determinata in modo appropriato dagli organismi competenti in seno alla società e che gli azionisti abbiano la facoltà di esprimere i loro pareri circa la politica di remunerazione della società” ⁽¹³⁾.

La nuova disciplina troverà applicazione alle relazioni che dovranno essere pubblicate in occasione delle assemblee di approvazione dei bilanci relativi agli esercizi finanziari aventi inizio a partire dal 1° gennaio 2019 ⁽¹⁴⁾.

¹² Sul punto, *cfr.* le Osservazioni alla consultazione di Assonime e Confindustria richiamate nella precedente nt. 7, ove si sottolineava l’opportunità di eliminare la nuova sanzione prevista dallo Schema di D.Lgs. per gli emittenti “*in quanto già esiste una sanzione per la violazione degli obblighi di trasparenza*” (p. 6). La questione è rilevante, considerando soprattutto il diverso regime sanzionatorio (in particolare nel massimo edittale) previsto dall’art. 193 TUF rispetto a quanto stabilito dal nuovo art. 192-*quinquies* TUF.

¹³ *Cfr. considerando* (28).

¹⁴ Con specifico riferimento alle disposizioni che introducono il voto non vincolante dell’assemblea sulla seconda sezione della relazione sulla remunerazione – relativa ai compensi corrisposti nell’anno precedente – ci si potrebbe interrogare sulla loro applicabilità già in occasione delle assemblee di bilancio 2020 e quindi

3.1 La relazione sulla politica in materia di remunerazione

Sulla base della nuova formulazione dell'art. 123-ter del TUF, la prima sezione della relazione dovrà descrivere “*in modo chiaro e comprensibile*” la politica della società in materia di remunerazione dei componenti degli organi di amministrazione, dei direttori generali e dei dirigenti con responsabilità strategiche con riferimento almeno all'esercizio successivo nonché, “*fermo restando quanto previsto dall'art. 2402 del codice civile, dei componenti degli organi di controllo*”.

Come precisato dal nuovo comma 3-bis dell'art. 123-ter, la politica di remunerazione, in linea con il ricordato *considerando*, deve contribuire “*alla strategia aziendale, al perseguimento degli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società*”, illustrando “*il modo in cui fornisce tale contributo*”.

L'individuazione delle informazioni da includere nella politica di remunerazione e delle caratteristiche di quest'ultima è demandata alla Consob, la quale potrebbe dunque rivedere, nei prossimi mesi, lo schema di relazione attualmente contenuto nell'Allegato 3A al Regolamento Emittenti.

Per quanto concerne il ruolo riservato all'Assemblea dei soci con riferimento alla politica di remunerazione, il D.Lgs. n. 49/2019 ha modificato il precedente regime, rendendolo più stringente. Il nuovo comma 3-ter dell'art. 123-ter TUF prevede infatti che il voto dell'Assemblea sulla prima sezione della relazione (e dunque sulla politica di remunerazione) abbia natura *vincolante* e non più – come è oggi – solo consultiva.

Quanto alla *periodicità* con cui la politica dovrà essere sottoposta al voto dell'assemblea dei soci, attualmente annuale, il nuovo comma 3-bis dell'art. 123-ter prevede la possibilità per gli emittenti di stabilire, all'interno della politica stessa, la periodicità con cui quest'ultima dovrà essere sottoposta al voto assembleare, fermo restando che essa dovrà in ogni caso essere sottoposta all'assemblea almeno ogni tre anni e comunque in occasione di ogni sua *modifica*.

A tale ultimo riguardo, si segnala come la norma introdotta dal D.Lgs. n. 49/2019 faccia testualmente riferimento a qualsivoglia *modifica* della politica, mentre la corrispondente previsione contenuta nell'art. 9-bis, paragrafo 5, della SHRD (come introdotto dalla

con riferimento a remunerazioni corrisposte sulla base di politiche approvate, sia pure con voto non vincolante, prima dell'entrata in vigore delle nuove disposizioni. Sarebbero percorribili due soluzioni interpretative. Da un lato, in assenza di diverse indicazioni al riguardo (se del caso anche di fonte secondaria), potrebbe prevalere il tenore letterale della norma, che quindi ne imporrebbe l'applicazione sin dal 2020; ciò sembrerebbe astrattamente compatibile con il sistema adottato nel nostro ordinamento, che già prevede(va) un vaglio preventivo dell'assemblea sulla politica di remunerazione. Dall'altro lato, si potrebbe ragionare in termini più funzionali e sistematici, e quindi ritenere che il voto consultivo sulla seconda sezione divenga applicabile con riferimento alle remunerazioni corrisposte sulla base di politiche approvate secondo il nuovo regime, e cioè con il voto vincolante dell'assemblea.

Le nuove disposizioni sanzionatorie in materia di violazione delle disposizioni previste dall'art. 123-ter TUF (*cf. infra* nel testo) sono invece entrate in vigore il 10 giugno 2019.

SHRD 2), fa riferimento alle sole modifiche *rilevanti*. Il punto era stato evidenziato in sede di consultazione ⁽¹⁵⁾, ma non è stato chiarito nel testo del D.Lgs. approvato in via definitiva. Nella relazione illustrativa allo Schema di D.Lgs., si precisava che *“la sottoposizione della politica di remunerazione a una nuova votazione in caso di modifiche dei suoi contenuti che non siano meramente formali o chiarimenti redazionali è coerente con il quadro di maggior flessibilità complessivamente delineato e con l’esigenza di limitare il rischio di variazioni della politica in assenza del coinvolgimento dei soci”*, lasciando quindi intendere come solo le modifiche *sostanziali* debbano essere sottoposte al voto dei soci, senza tuttavia esprimersi sulla *rilevanza* delle stesse ⁽¹⁶⁾. Sul punto occorrerà dunque verificare quali saranno le prassi interpretative e applicative della nuova disposizione e se la Consob fornirà chiarimenti al riguardo.

Tornando sulla vincolatività del voto assembleare, ai sensi del nuovo comma 3-*bis* dell’art. 123-*ter* le società potranno attribuire compensi solo in conformità con la politica di remunerazione da ultimo approvata dai soci. In presenza di *“circostanze eccezionali”*, le società potranno *“derogare temporaneamente alla politica di remunerazione, purché la stessa preveda le condizioni procedurali in base alle quali la deroga può essere applicata e specifichi gli elementi della politica a cui si può derogare”*. Ai fini di quanto precede, il medesimo comma 3-*bis* precisa, replicando la disposizione contenuta nel nuovo art. 9-*bis*, paragrafo 4, della SHRD (come introdotto dalla SHRD 2), che *“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 suo complesso o per assicurarne la capacità di stare sul mercato”*.

Per il caso in cui il voto assembleare non sia favorevole, il nuovo comma 3-*ter* dell’art. 123-*ter* dispone quindi che la società debba continuare a corrispondere remunerazioni *“conformi alla più recente politica di remunerazione approvata dall’assemblea”* o che, in mancanza, possa continuare a corrispondere remunerazioni *“conformi alle prassi vigenti”*. Tale punto è particolarmente delicato, anche perché dovrà verosimilmente essere coordinato con le disposizioni in materia di operazioni con parti correlate che, ad oggi, prevedono che le procedure dei singoli emittenti possano escludere, in tutto o in parte, dall’applicazione delle disposizioni del Regolamento n. 17221/2010 – fermi gli obblighi informativi previsti dall’art. 5, comma 8, del Regolamento medesimo – le deliberazioni

¹⁵ Cfr. le osservazioni alla consultazione formulate da Assonime e Confindustria, ove si condivideva la soluzione di prevedere di sottoporre la politica di remunerazione al voto consultivo almeno ogni 3 anni, e comunque in occasione di una sua modifica, ma al contempo si suggeriva *“di limitare tale ultima previsione alle modifiche “rilevanti”, come indicato nella Direttiva”* (cit., p. 5).

¹⁶ La precisazione contenuta nella Relazione illustrativa è stata ribadita nell’ambito della citata Audizione del Vice Direttore Generale della Consob Giuseppe D’Agostino innanzi alla Camera dei Deputati, XIV Commissione permanente (Politiche dell’Unione Europea), nel cui contesto è stato osservato che *“[i]l voto dei soci è altresì richiesto in occasione di modifiche della politica che, come chiarito nella relazione illustrativa allo schema di decreto, non siano meramente formali o chiaramente redazionali”* (cfr. Atto del Governo n. 071 del 6 marzo 2019, p. 15).

in materia di remunerazione degli amministratori e dei consiglieri investiti di particolari cariche nonché degli altri dirigenti con responsabilità strategiche a condizione che, tra l'altro, la remunerazione assegnata sia coerente con la politica sottoposta al voto (oggi consultivo) dell'assemblea.

In caso di voto negativo, l'emittente sarà comunque tenuto a sottoporre al voto dei soci una nuova politica di remunerazione *al più tardi* in occasione della successiva assemblea annuale chiamata ad approvare il bilancio.

3.2 La relazione sui compensi corrisposti

Rispetto al regime *ante* D.Lgs. n. 49/2019, il novellato comma 6 dell'art. 123-ter TUF stabilisce che anche la seconda sezione della relazione – chiamata a fornire “*in modo chiaro e comprensibile*” un'adeguata rappresentazione di ciascuna delle voci che compongono la remunerazione dei componenti degli organi di amministrazione e di controllo, dei direttori generali nonché, in forma aggregata, dei dirigenti con responsabilità strategiche e una illustrazione analitica dei compensi corrisposti nell'esercizio precedente – debba essere sottoposta al voto dei soci; in tal caso, tuttavia, il voto assumerà un valore meramente *consultivo*, come è oggi per la prima sezione.

Più nello specifico, la seconda sezione della relazione dovrà essere sottoposta al voto *consultivo* degli azionisti annualmente, in occasione dell'assemblea convocata per l'approvazione del bilancio d'esercizio. La seconda sezione dovrà altresì illustrare “*come la società ha tenuto conto del voto espresso l'anno precedente sulla seconda sezione della relazione sulla remunerazione*”.

Alla luce di quanto precede, in occasione delle assemblee a cui saranno sottoposte, contestualmente, sia la prima che la seconda sezione della “*Relazione sulla politica in materia di remunerazione e sui compensi corrisposti*” si renderà pertanto necessario procedere a votazioni separate, al fine di consentire agli azionisti di esprimersi (i) in modo vincolante, sulla politica di remunerazione e (ii) in via consultiva, sulla relazione sui compensi corrisposti, anche con un voto “disgiunto”.

Infine, il nuovo comma 8-bis dell'art. 123-ter del TUF attribuisce al soggetto incaricato di effettuare la revisione legale dei conti il compito di verificare l'avvenuta predisposizione, da parte degli amministratori, della seconda sezione della relazione sulla remunerazione. Tale obbligo è peraltro specificatamente presidiato dal nuovo comma 1-sexies dell'art. 193 TUF, ai sensi del quale nei confronti del revisore che ometta di verificare l'avvenuta predisposizione della seconda sezione della relazione sulla remunerazione è applicabile una sanzione amministrativa pecuniaria da euro 10.000 a euro 100.000.

3.3. Le sanzioni

Per quanto concerne il regime sanzionatorio, il D.Lgs. n. 49/2019 ha introdotto un nuovo comma 1.1 all'art. 192-*bis* TUF, ora rubricato “*Sanzioni amministrative in tema di informazioni sul governo societario e di politica di remunerazione e compensi corrisposti*”, ai sensi del quale nei confronti (i) delle società quotate che violano le disposizioni previste dall'art. 123-*ter* TUF e dalle relative disposizioni attuative, nonché (ii) nei confronti dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, di direzione o di controllo, “*qualora la loro condotta abbia contribuito a determinare la violazione delle disposizioni sopra richiamate da parte della società*”⁽¹⁷⁾, è applicabile la sanzione amministrativa pecuniaria da euro 10.000 a euro 150.000.

4. Il diritto di porre domande prima dell'assemblea

L'art. 3, comma 4, del D.Lgs. n. 49/2019 è intervenuto sulla tempistica di presentazione delle domande *ante* assemblea, fissando tempi più lunghi rispetto a quelli attualmente previsti.

Allo stato – lo si rammenta – è previsto che l'avviso di convocazione debba indicare il termine entro il quale possono essere presentate domande prima dell'assemblea, fermo restando che tale termine non può essere anteriore (i) a tre giorni precedenti la data dell'assemblea (in prima o in unica convocazione), e in questo caso l'emittente può fornire le risposte al più tardi in assemblea, ovvero (ii) a cinque giorni prima della data dell'assemblea (in prima o in unica convocazione), qualora l'avviso di convocazione preveda che le risposte siano fornite dalla società prima dell'assemblea; in questo caso l'emittente deve fornire le risposte almeno due giorni prima dell'assemblea, anche mediante pubblicazione in una apposita sezione del sito *internet* della società.

Il novellato comma 1-*bis* dell'art. 127-*ter* TUF, che troverà applicazione con riferimento alle assemblee il cui avviso di convocazione sarà pubblicato a decorrere dal 1° gennaio 2020, prevede ora che il termine fissato dall'avviso di convocazione non possa essere anteriore a:

(i) *cinque giorni di mercato aperto*⁽¹⁸⁾ prima dell'assemblea (in prima o in unica

¹⁷ Si noti come, in questo caso, l'elemento ulteriore che qualifica – rendendola (astrattamente) sanzionabile – la condotta degli *amministratori e dei sindaci* è diverso da quello previsto, per gli amministratori, dal nuovo art. 192-*quinquies* TUF con riguardo alle sanzioni applicabili per la violazione delle disposizioni in materia di operazioni con parti correlate. Per quanto concerne i sindaci occorrerà invece comprendere quale sia il rapporto tra tale nuova specifica sanzione e quella – generale – ricavabile dall'art. 193, comma 3, TUF.

¹⁸ Il riferimento ai giorni di “*mercato aperto*” è stato inserito in sede di approvazione finale del D.Lgs. n. 49/2019, anche alla luce delle osservazioni pervenute sul testo dello Schema di D.Lgs. da parte delle Commissioni Riunite II (Giustizia) e VI (Finanze), che suggerivano al Governo di precisare come il termine di cinque giorni precedente l'assemblea dovesse intendersi come cinque giorni *lavorativi*. Tale precisazione va incontro alle esigenze degli emittenti che, nel vigore dell'attuale previsione – che non fa riferimento ai

convocazione); in questo caso l'emittente potrà (continuare) a fornire risposta, al più tardi, direttamente in assemblea, ovvero

- (ii) entro la c.d. *record date* (i.e. entro il termine del settimo giorno di mercato aperto precedente la data dell'assemblea), qualora l'avviso di convocazione preveda che la società risponda alle domande prima dell'assemblea. In tale caso, in continuità con il regime attuale, l'emittente dovrà fornire le risposte almeno due giorni prima dell'assemblea, anche mediante pubblicazione in una apposita sezione del sito *internet* della società. In questa seconda ipotesi, la comunicazione attestante la titolarità del diritto di voto – che legittima la presentazione di domande – dovrà essere fornita alla società entro il terzo giorno successivo alla *record date*.

giorni lavorativi/di mercato aperto, ma ai giorni di calendario – si trovano in molti casi a dover predisporre le risposte alle domande *ante* assemblea (anche) durante giorni non lavorativi.