

**Parere del Comitato Operatori di Mercato e degli Investitori (“COMI”) in merito
alle modifiche regolamentari proposte in occasione del recepimento della Direttiva
(UE) 2017/828 (c.d. Direttiva sui diritti degli azionisti)**

Si fa riferimento al documento di consultazione “Modifiche al Regolamento sulle operazioni con parti correlate, al Regolamento mercati e al Regolamento emittenti in materia di trasparenza delle remunerazioni, dei gestori degli attivi e dei consulenti in materia di voto in recepimento della Direttiva (UE) 2017/828 (Shareholder Rights Directive 2)” (di seguito, la Direttiva).

Il Comitato condivide l’impostazione generale del documento ed esprime apprezzamento, in particolare, per la scelta di preservare l’impostazione rigorosa, al confronto con le esperienze di molti altri Stati membri, del Regolamento sulle operazioni con parti correlate approvato nel 2010. Al contempo, il Comitato sottopongono a codesta Commissione alcune considerazioni sui punti di dettaglio di seguito elencati.

Regolamento sulle operazioni con parti correlate

Società con titoli diffusi

L’art. 2391-*bis* c.c. concerne le “società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio”, ovvero, conformemente all’art. 2325-*bis*, le: (i) società quotate su mercati regolamentati e (ii) le società “diffuse” come definite dall’art. 2-*bis*, Reg. Emittenti.

Al contrario, la Direttiva si applica solo alle società quotate su mercati regolamentati. Pertanto, e in mancanza di una indicazione in tal senso della disciplina primaria, è frutto di una scelta della Consob quella di estendere alle società “diffuse” l’obbligo di astensione in capo agli amministratori coinvolti nell’operazione (per effetto del richiamo all’art. 7 della bozza di Regolamento) nonché di procedere a una delibera consiliare con riferimento alle operazioni di maggiore rilevanza (per effetto dell’art. 10, comma 1 della bozza di Regolamento).

Si ritiene che, al fine di contenere gli oneri per le società di tale categoria, tendenzialmente di minori dimensioni e dunque sproporzionatamente gravate da oneri regolamentari, l’estensione in parola non sia giustificata.

Valutazione periodica della corretta applicazione del regime delle esenzioni

La proposta prefigura un nuovo obbligo per le società di dotarsi di procedure per valutare il rispetto delle condizioni per l’esenzione delle operazioni dagli obblighi previsti dal Regolamento.

In particolare, nell’art. 4, comma 1, lett. b), del Regolamento OPC, che già richiede alle società di disciplinare nelle proprie procedure i casi di esenzione a cui vogliono far ricorso tra quelli indicati dagli artt. 13 e 14 del Regolamento OPC, sono inseriti quale contenuto delle procedure

“le modalità e i tempi con i quali gli amministratori o consiglieri indipendenti che esprimono pareri sulle operazioni con parti correlate valutano almeno annualmente la corretta applicazione dei casi di esenzione. Per le operazioni di maggiore rilevanza, la predetta valutazione è effettuata in via preventiva”.

Sulla scorta dell’esperienza applicativa maturata dalla Consob, l’oggetto della verifica, che la Direttiva individua nelle sole operazioni ordinarie e a condizioni di mercato, è stato invece esteso a tutti i casi di esenzione. Né la Direttiva prevede che le valutazioni sulla ricorrenza dei presupposti per l’esenzione di un’operazione rilevante siano svolte preventivamente dagli amministratori indipendenti.

Al riguardo, in seno al Comitato sono emerse valutazioni differenziate. Secondo alcuni componenti, infatti, l’allargamento generalizzato dell’obbligo di valutazione a tutti i casi di esenzione risulta critico, nella misura in cui introduce ulteriori oneri procedurali in un sistema di regole già particolarmente complesso. Tale obbligo richiederebbe infatti un’implementazione nelle procedure sulle operazioni con parti correlate, quanto meno con la costruzione di appositi meccanismi di conservazione delle predette valutazioni e interventi sui flussi informativi periodici verso il comitato parti correlate.

Alla luce di queste considerazioni, tali componenti suggeriscono: (a) di riconsiderare l’opportunità di prevedere l’ampliamento a tutti i casi di esenzione e di recepire le sole indicazioni della Direttiva; (b) di non introdurre l’obbligo di valutazione preventiva circa l’esenzione delle operazioni di maggiore rilevanza; esso, soprattutto per le operazioni ordinarie, contraddirebbe il principio dell’esenzione che è quello di snellire il processo, imponendo di eseguire una procedura (per la valutazione delle condizioni di esenzione) al fine di evitare l’applicazione della procedura ordinaria per l’approvazione.

Altri componenti del Comitato, invece, condividono la Proposta della Consob, ma con riferimento all’obbligo di valutazione preventiva per le informazioni rilevanti, sottopongono alla riflessione della medesima una possibile alternativa meno restrittiva, consistente nel disporre che, ove valutino che sussistono le condizioni per esentare un’operazione, gli organi competenti della società debbano darne tempestiva informazione al comitato operazioni con parti correlate eventualmente previsto ovvero agli amministratori indipendenti non correlati.

Infine, la maggioranza del Comitato si è espressa in favore di una proposta di compromesso, volta a limitare la valutazione periodica alle sole operazioni di maggiore rilevanza.

Comunicazioni al pubblico relative a operazioni con parti correlate

La disposizione riguardante il contenuto del comunicato c.d. “price-sensitive” su un’operazione rilevante è stata modificata, senza che ciò fosse imposto dalla Direttiva, non solo aggiungendo la “descrizione dell’operazione” tra gli elementi di informazione da fornire, ma estendendo la relativa disciplina a tutti i casi in cui le società comunicano al pubblico un’operazione con parte correlata utilizzando i canali ufficiali (c.d. SDIR) di diffusione dell’informazione.

Il Comitato ritiene non condivisibile l'estensione a tutte le operazioni con parti correlate oggetto di comunicato diffuso mediante SDIR degli analitici obblighi di comunicazione indicati nell'art. 6. Non paiono infatti essere stati sufficientemente soppesati i rischi di responsabilità che, in caso di comunicati non conformi, riguarderebbero anche le operazioni di minore rilevanza (ma pur sempre non-price sensitive) per le quali la Consob stessa, nel definirne i contorni, ha ritenuto non sussistere l'esigenza di dettagliata informazione al pubblico.

Si suggerisce quindi di limitare la disciplina in questione (art. 6 bozza di Regolamento) alle sole operazioni di maggiore rilevanza.

Ambito di applicazione dell'obbligo di astensione

Con riferimento alle varie opzioni circa l'obbligo di astensione, si suggerisce di considerare l'ipotesi di cumulare le opzioni regolatorie indicate nel Documento di consultazione come 3 e 4, ossia di aggiungere tra gli amministratori coinvolti nell'operazioni, oltre agli amministratori che sono la controparte di una determinata operazione o una delle parti correlate della controparte, altresì gli amministratori che altrimenti abbiano un interesse in conflitto con quello della società. Ciò in quanto la nozione di parte correlata, come analiticamente definita dagli IFRS, non coglie tutte le possibili ipotesi di conflitto d'interessi, in particolare per conto terzi. Si pensi a legami personali potenzialmente significativi non considerati nella definizione di "stretti familiari". Il cumulo delle due ipotesi non dovrebbe comportare un aggravio significativo di costi per le società. In primo luogo, la dichiarazione degli interessi ai sensi dell'art. 2391 c.c. rende agevole l'identificazione dei casi di sussistenza dell'obbligo di astensione, pur dovendosi valutare se l'interesse dichiarato possa ritenersi "in conflitto". Con riguardo a tale ultima valutazione, il fatto che essa sia già oggi richiesta in ambito bancario dimostra che essa non presenterebbe controindicazioni insormontabili sul piano pratico.

Estensione dell'obbligo di astensione alle operazioni con minore rilevanza

La maggioranza del Comitato ha espresso perplessità in merito all'estensione dell'obbligo di astensione anche alle operazioni con parti correlate di minore rilevanza, posto che la direttiva (art. 9-*quater*) limita l'obbligo alle sole "operazioni rilevanti" (ossia a quelle che il Regolamento qualifica come di maggiore rilevanza). Si suggerisce pertanto di eliminare la nuova lettera *d-bis* dell'art.7, comma 1, della bozza di Regolamento.

Approvazione dei termini essenziali dell'operazione

Il Regolamento vigente richiede il rilascio del parere del comitato degli amministratori indipendenti prima dell'approvazione dell'operazione, sia essa di maggiore o di minore rilevanza. Sulla base dell'esperienza applicativa, la Consob propone di prevedere che il parere degli amministratori indipendenti debba essere fornito anche prima della eventuale definizione con la controparte dei termini essenziali dell'operazione. Tale previsione appare critica in quanto

introduce una definizione ampia e di difficile applicazione pratica, in particolare nel caso delle operazioni di minore rilevanza (art. 7 della bozza di Regolamento), per le quali non è prevista una riserva di competenza in seno al consiglio di amministrazione dell'emittente.

Si suggerisce pertanto di sopprimere sia nell'art. 7, comma 1, lett. a), sia nell'art. 8 comma 1, lett. c), della bozza di Regolamento le parole "prima dell'approvazione dei termini essenziali dell'operazione, qualora questi ultimi siano approvati preventivamente".

In via subordinata, si suggerisce che la Comunicazione interpretativa fornisca ulteriori indicazioni su cosa debba intendersi per "termini essenziali dell'operazione".

Coinvolgimento nella fase iniziale delle trattative

Un'altra modifica ipotizzata riguarda il ruolo del comitato parti correlate con riferimento alle operazioni di maggiore rilevanza, in relazione al quale la proposta in consultazione precisa che il comitato deve essere coinvolto "dalla fase iniziale" delle trattative e nella fase istruttoria. Questo per esplicitare con maggior chiarezza, nell'intento della Consob, un obbligo già esistente nel Regolamento, a fronte di "[...] casi concreti di tardivo coinvolgimento degli amministratori indipendenti, avvenuto nella fase conclusiva delle trattative in merito all'operazione, con conseguente limitazione del loro potere di partecipare alla fase negoziale e fornire il proprio contributo anche formulando eventuali osservazioni".

Anche in questo caso, pare incerto il significato da attribuire all'espressione "fase iniziale" delle trattative. Si pensi ad esempio al caso, piuttosto frequente, in cui l'amministratore delegato, unitamente ai competenti uffici aziendali, avvii lo studio di una possibile operazione, magari prendendo preliminari contatti con la possibile controparte correlata, per valutarne la fattibilità. E' dubbio che ci si trovi già qui nella "fase iniziale delle trattative". Il coinvolgimento del comitato parti correlate in questo momento potrebbe risultare troppo anticipato, soprattutto in considerazione di un generale principio di economia degli atti e dei processi interni, che dovrebbe far propendere per un coinvolgimento del comitato solo dal momento in cui le trattative lascino ragionevolmente pensare che possano proseguire e condurre al buon esito dell'operazione.

Si suggerisce pertanto di sopprimere le parole "dalla fase iniziale" (delle trattative) nell'art. 8, comma, lett. b) della bozza di Regolamento, mantenendo l'attuale versione del Regolamento ("nella fase delle trattative"), se del caso fornendo opportuni chiarimenti ed esempi nella Comunicazione interpretativa.

Compensi degli amministratori

L'esenzione della procedura per le deliberazioni dei compensi degli amministratori esecutivi e dei dirigenti con responsabilità strategiche è subordinata alla circostanza che la proposta di remunerazione su cui deliberare sia, tra l'altro, "quantificata sulla base di criteri che non comportino valutazioni discrezionali".

Secondo la maggioranza dei componenti del Comitato, l'assenza di valutazioni discrezionali non è, per la verità, richiesta dalla Direttiva e parrebbe ingiustificato introdurre questo ulteriore requisito ai fini dell'esenzione. Ciò, in considerazione del fatto che i margini per valutazioni discrezionali sussistono in quanto essi siano stati concessi dalla politica di remunerazione, ora da approvarsi con deliberazione vincolante da parte degli azionisti stessi.

Si suggerisce pertanto di eliminare la condizione che la remunerazione sia "quantificata sulla base di criteri che non comportino valutazioni discrezionali" dall'art. 13, comma 3, numero iv), della bozza di Regolamento.

Operazioni urgenti

Il Comitato suggerisce una modifica redazionale al testo proposto, per precisare che la riserva di competenza al consiglio di amministrazione cui si fa riferimento è quella relativa alla deliberazione sulle OPC di maggiore rilevanza, come indicato nella nota di commento riportata a margine della tabella.

Si propone pertanto di riformulare l'art. 13, comma 6, della bozza di Regolamento come segue:

"Nei casi in cui l'operazione non sia di competenza dell'assemblea e non debba essere da questa autorizzata, le procedure possono prevedere, ove espressamente consentito dallo statuto, che, in caso di urgenza, ferme le previsioni dell'articolo 5, ove applicabile, e la riserva di competenza a deliberare in capo al consiglio di amministrazione o al consiglio di gestione nel caso di operazioni di maggiore rilevanza, ~~ove applicabili~~, le operazioni con parti correlate siano concluse in deroga a quanto disposto dall'articolo 7 e dalle altre previsioni dell'articolo 8 nonché e dall'Allegato 2, a condizione che:....".

Operazioni d'importo indeterminato

La Consob propone di introdurre una presunzione "di maggiore rilevanza" per le operazioni di importo indeterminato. Si tratta di una modifica non imposta dalla Direttiva, bensì ispirata dall'esperienza applicativa – motivata cioè da alcuni specifici casi di inadeguata valutazione di operazioni di maggiore rilevanza. Il Comitato suggerisce una riconsiderazione al riguardo, considerato che l'inversione dell'onere della prova potrebbe porre un rischio eccessivo in capo agli amministratori indipendenti incaricati della valutazione.

Documento informativo

Accanto al rafforzamento della valutazione dell'indipendenza dell'esperto di cui si avvale il comitato opc – che il Comitato condivide – la Consob propone altresì di richiedere la pubblicazione in allegato al documento informativo sull'operazione con parte correlata del parere dell'esperto di cui si è avvalso il consiglio d'amministrazione nonché di dare informazione delle valutazioni svolte circa l'indipendenza dell'esperto di cui si è avvalso il consiglio d'amministrazione medesimo.

Tale proposta parrebbe meritevole di riconsiderazione da parte della Commissione. In primo luogo, si osserva che la disciplina s'incentra, quale strumento di tutela sul piano procedurale, sul parere del comitato di indipendenti e quindi non appare giustificabile che anche l'attività istruttoria del consiglio d'amministrazione sia soggetto alle medesime condizioni di *disclosure*. In secondo luogo, si osserva che il consiglio d'amministrazione può avvalersi di un qualsiasi consulente, che non deve essere necessariamente indipendente.

Si suggerisce pertanto di eliminare l'obbligo di pubblicare il parere degli esperti indipendenti di cui si sia avvalso il consiglio d'amministrazione (art.5, comma 5, della bozza di Regolamento) e di riformulare il punto 2.4 dell'allegato 4 della bozza di Regolamento in modo da chiarire che le verifiche circa l'indipendenza riguardano solo gli esperti designati dagli amministratori indipendenti o dal relativo comitato.

Ove la Consob intendesse mantenere l'obbligo relativo alla *disclosure* sulle valutazioni di indipendenza effettuate con riguardo agli esperti designati dal consiglio d'amministrazione, si suggerisce di prevedere che essa sia dovuta nel solo caso in cui la società stessa informi il mercato del fatto che il consiglio d'amministrazione si è avvalso di un esperto qualificandolo espressamente come indipendente.

Regolamento Emittenti

Premesso che il tema delle remunerazioni e dell'informazione ad esse relativa richiederebbe riflessioni più ampie e meno contingenti, si segnalano due aspetti delle proposte di modifica del Regolamento Emittenti sulle quali la maggioranza del Comitato ritiene opportuno un richiamo di attenzione.

Informazione sulle componenti variabili della remunerazione

Il Documento di consultazione prevede, riguardo alle componenti variabili della remunerazione, che gli emittenti forniscano nel *remuneration report* "informazioni sulle modalità con cui gli obiettivi di performance della politica delle remunerazioni di riferimento sono stati applicati, indicando gli obiettivi raggiunti in confronto con quelli previsti". La Consob precisa che tale previsione si pone "in analogia con quanto presumibilmente sarà contenuto nelle emanande linee guida della Commissione Europea". Al riguardo si osserva che:

a) le predette linee guida non sono state ancora emanate (né è previsto un termine entro il quale debbano esserlo) e sono pertanto ancora suscettibili di essere modificate su tale aspetto. Si segnala, inoltre, che le linee guida non avranno, in ogni caso, contenuto vincolante per gli emittenti (al contrario della nuova disposizione) e, pertanto, potrebbero essere osservate in maniera differenziata tra gli emittenti europei; infine, esse parrebbero essere destinate ad avere direttamente gli emittenti stessi quali destinatari piuttosto che i relativi stati membri, non richiedendosi pertanto il recepimento da parte dei secondi.

b) la previsione regolamentare, per come è formulata, non sembra lasciare spazio per l'omissione di informazioni relative alla remunerazione, ma collegate strettamente ad aspetti di

business (per es.: target relativi per la remunerazione annuale dell'esercizio oggetto di rendicontazione) che possono avere un contenuto anche particolarmente sensibile sul piano della confidenzialità. Tale previsione è potenzialmente suscettibile di costringere gli emittenti italiani a rendere noti al pubblico aspetti rilevanti sul piano concorrenziale, che altri propri concorrenti potrebbero invece continuare a mantenere riservati. Per quanto riferiti all'anno precedente a quello in corso, infatti, i target possono avere, in taluni casi, una rilevanza di business significativa per i concorrenti ed essere utili per orientare le loro scelte strategiche sul piano concorrenziale. La proposta in consultazione potrebbe anche influenzare le scelte dei target, a fronte della consapevolezza della trasparenza che ne deriverà. Sarebbe quindi, opportuno riflettere sull'opportunità di prevedere una clausola che consenta di omettere informazioni che possano influire sulle scelte strategiche di business degli emittenti, in una prospettiva concorrenziale (in linea con quanto sembra si stiano orientando a prevedere le anzidette linee guida europee).

Allegato 3, Schema n. 7-bis, punto 1.5

Il Documento di consultazione prevede che nel *remuneration report* siano fornite "informazioni di confronto, per gli ultimi cinque esercizi, tra la variazione annuale [...] della remunerazione media, calcolata su base equivalente a tempo pieno, dei dipendenti diversi dai soggetti la cui remunerazione è rappresentata nominativamente nella presente sezione della Relazione". Se ne desume, sul piano soggettivo, che la media vada calcolata rispetto a tutti i dipendenti dell'emittente diversi dal direttore generale e dagli eventuali dirigenti con responsabilità strategiche che percepiscano un compenso superiore all'amministratore meno pagato o al direttore generale. Parrebbero rilevanti i soli dipendenti dell'emittente e non anche quelli delle società dell'eventuale gruppo di riferimento (anche se l'emittente ne fosse al vertice), un'impostazione che sembra essere considerata anche nelle emanate linee guida della Commissione europea.

Su tutti gli aspetti di dettaglio sarebbe dunque opportuno che la Consob non cristallizzasse, per altro a livello di normativa secondaria, aspetti che saranno trattati nelle menzionate linee guida, per i motivi già indicati nel paragrafo precedente, lett. a).

Infine, non può escludersi che alcuni emittenti (soprattutto quelli di minori dimensioni, di recente quotazione o con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante) non dispongano, almeno in sede di prima applicazione, delle informazioni relative ai cinque esercizi precedenti. A tal fine sarebbe opportuno riflettere sui tempi di entrata in vigore di tali modifiche.