

Dicembre 2020

## Operazioni con parti correlate e remunerazioni: le modifiche alla regolamentazione Consob di recepimento SHRD 2

*Paolo Valensise, Ordinario di diritto commerciale nell'Università Roma Tre, Irene Bui, Chiomenti*

### 1. Premessa

Le disposizioni normative vigenti, di rango primario, in materia di operazioni con parti correlate e di remunerazione dei componenti degli organi di amministrazione e controllo e dei dirigenti con responsabilità strategiche di società con azioni quotate sono state, come noto, modificate nel corso del 2019 ad opera del decreto legislativo 10 maggio 2019, n. 49, attuativo della direttiva (UE) 2017/828 (*Shareholder Rights Directive II*, “**SHRD 2**”), che ha modificato la direttiva 2007/36/CE (“**SHRD**”) per quanto riguarda l’incoraggiamento dell’impegno a lungo termine degli azionisti.

Per la relativa disciplina secondaria, l’art. 7, comma 3, del d.lgs. n. 49/2019 ha delegato la Consob ad adottare le opportune modifiche regolamentari, in virtù della potestà attribuitale, rispettivamente, dall’art. 2391-*bis* c.c. e dall’art. 123-*ter* del TUF, così come modificati/introdotti dal predetto decreto legislativo.

In attuazione di quanto precede, la Consob ha pubblicato, in data 31 ottobre 2019, il Documento per la consultazione sulle “*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)*” (il “**Documento di Consultazione**”). Nel corso della consultazione, conclusasi il 1° dicembre 2019, sono pervenute diverse osservazioni, che hanno richiesto un’ampia e meditata valutazione da parte della Commissione, volta a tener conto anche di ulteriori richieste di chiarimento o integrazione di contributi prevenuti anche successivamente al termine del periodo di consultazione, fino al mese di settembre 2020.

Ad esito di tale percorso di consultazione e confronto con il mercato, la Consob, con le delibere nn. 21623, 21624 del 10 dicembre 2020, ha modificato rispettivamente (i) il Regolamento Emittenti, per quanto concerne, *inter alia*, l’informativa da rendere in materia di politica di remunerazione e di compensi corrisposti e (ii) il Regolamento n. 17221 del 12 marzo 2010 in materia di operazioni con parti correlate (il “**Regolamento**

OPC”); le modifiche al Regolamento OPC, lo si anticipa sin da ora, entreranno in vigore il 1° luglio 2021.

Nell’ambito del presente contributo si fornisce dunque una descrizione di sintesi delle principali modifiche apportate con i predetti provvedimenti in tema di operazioni con parti correlate e remunerazione, evidenziando anche i cambiamenti di maggior rilievo intervenuti tra il testo originariamente posto in consultazione e il testo finale adottato dalla Consob.

## **2. La novellata disciplina in materia di operazioni con parti correlate**

### **2.1 L’art. 2391-bis c.c. e la delega alla Consob**

In attuazione di quanto previsto dall’art. 9-*quater* della SHRD (come introdotto dalla SHRD 2), il nuovo comma 3 dell’art. 2391-*bis* c.c. (come introdotto dal d.lgs. n. 49/2019), delega la Consob a individuare:

- 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, con facoltà di individuare anche criteri di rilevanza che tengano conto della natura dell’operazione e della tipologia di parte correlata;
- 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;
- 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.

### **2.2 Le modifiche apportate dalla Consob al Regolamento OPC**

Gli ambiti di intervento individuati dal nuovo comma 3 dell’art. 2391-*bis*, in recepimento della SHRD 2, trovavano (e trovano) già per, la maggior parte, adeguata disciplina all’interno del Regolamento OPC, fatto salvo per i casi di astensione dalla votazione da parte degli amministratori “coinvolti” nell’operazione, che costituiscono senz’altro una delle novità più rilevanti in materia e uno degli aspetti su cui si è maggiormente concentrata l’attenzione del mercato e della Consob in sede di consultazione (*cf. infra*).

In ragione di quanto precede, l’intervento di revisione del Regolamento OPC, pur tenendo conto anche delle esperienze applicative e sanzionatorie maturate dalla Commissione dal 2011 ad oggi, si è per la maggior parte concentrato sul recepimento delle (poche) modifiche richieste dalla SHRD 2 e dal d.lgs. n. 49/2019, in alcuni casi anche

“rimeditando” talune delle originarie e più significative modifiche proposte in sede di consultazione.

In virtù della disposizione transitoria contenuta nell’art. 3 della citata delibera n. 21624/2020, le modifiche apportate al Regolamento OPC entreranno in vigore il 1° luglio 2021. Prima di tale data, e cioè entro il 30 giugno 2021, le società dovranno adeguare le proprie procedure interne, *ponderando*, come sottolinea la Consob <sup>(1)</sup>, le potenziali ricadute organizzative e gestionali e coinvolgendo il comitato parti correlate (o gli amministratori indipendenti a ciò deputati) per il relativo parere preventivo.

Fermo quanto precede, la complessiva revisione del quadro normativo in materia di operazioni con parti correlate non può tuttavia dirsi ancora completa. Nella Relazione illustrativa sugli esiti della consultazione, la Consob ha infatti confermato l’intenzione di rinviare l’aggiornamento della Comunicazione n. DEM/10078683 del 24 settembre 2010 (la “**Comunicazione OPC**”), recante indicazioni e orientamenti per l’applicazione del Regolamento OPC, a valle di 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 della società*” <sup>(2)</sup>. È dunque possibile che, tenuto conto di quella che sarà la concreta implementazione della nuova disciplina da parte degli emittenti, alcune delle soluzioni inizialmente proposte nel Documento di Consultazione, ed espunte dal testo finale, possano formare oggetti di chiarimenti o indicazioni in via interpretativa. Su taluni aspetti, e lo si vedrà nel prosieguo, la Consob ha già preannunziato alcuni possibili interventi.

Tanto premesso, ci si sofferma qui di seguito sulle principali novità introdotte dalla Consob in sede di revisione del Regolamento OPC.

### **2.2.1. Definizione di “parte correlata” e di “operazioni con parti correlate”**

Come noto, in occasione dell’emanazione, nel 2010, del Regolamento OPC, la Consob aveva optato per cristallizzare all’interno del Regolamento medesimo la definizione di “parte correlata”, così come contenuta nel principio contabile internazionale IAS 24 a quel tempo vigente; ciò al dichiarato scopo di evitare che il perimetro delle parti correlate rilevante ai fini dell’applicazione delle regole procedurali e di trasparenza attuative dell’art. 2391-*bis* c.c. variasse automaticamente in caso di modifica della definizione contenuta nei principi contabili internazionali.

Diversamente, per la SHRD 2 “parte correlata” ha “*lo stesso significato che nei principi contabili internazionali adottati a norma del regolamento (CE) n. 1606/2002 del Parlamento europeo e del Consiglio*”.

---

<sup>(1)</sup> V. p. 14 della Relazione illustrativa sugli esiti della consultazione.

<sup>(2)</sup> V. p. 5 della Relazione illustrativa sugli esiti della consultazione.

In considerazione di quanto precede, sia lo Schema del d.lgs. originariamente posto in consultazione <sup>(3)</sup> che lo Schema di d.lgs. approvato in esame preliminare in data 7 febbraio 2019 e successivamente sottoposto all'esame delle Commissioni parlamentari, delegavano espressamente la Consob ad individuare *“la definizione di parte correlata in linea con i principi contabili internazionali”*. Nella Relazione illustrativa al predetto Schema di d.lgs. si precisava che il richiamo ai principi contabili internazionali doveva intendersi quale *“rinvio “mobile” alla versione pro tempore vigente”*. La suddetta delega è stata eliminata dal testo definitivo del d.lgs. n. 49/2019, ed infatti il citato nuovo comma 3 dell'art. 2391-*bis* c.c. non contiene alcun riferimento alla definizione di parte correlata.

Fermo quanto precede, la Consob, al fine di allinearsi con la definizione di rango europeo, ha modificato le definizioni di parte correlata e di operazioni con parti correlate attualmente contenute nell'Allegato 1 del Regolamento OPC – che viene abrogato – inserendo un rinvio mobile alle definizioni contenute nei principi contabili internazionali; per facilitare gli operatori, le definizioni rilevanti contenute nei principi contabili internazionali di riferimento sono comunque riportate in appendice al Regolamento.

Si tratta di una modifica che, dal punto di vista degli emittenti, comporta l'uniformazione tra il perimetro delle parti correlate rilevante a fini OPC e il perimetro rilevante a fini contabili, che allo stato attuale, come noto, non sono del tutto coincidenti <sup>(4)</sup>.

Rispetto a tale nuova nozione, meritano di essere segnalate due precisazioni formulate dalla Consob nell'Appendice I alla Relazione illustrativa sugli esiti della consultazione, contenente la tabella di sintesi sulle modifiche al Regolamento OPC (l'**“Appendice I”**). Una prima considerazione riguarda il – nuovo – perimetro delle parti correlate. Rispondendo a un'osservazione formulata in sede di consultazione, la Consob rammenta che, in linea con quanto previsto dall'art. 4, comma 2, del Regolamento OPC, è sempre consentito alle società valutare se indicare nelle proprie procedure – come soggetti a cui applicare, in tutto o in parte, le disposizioni del Regolamento OPC – anche soggetti diversi dalle parti correlate, tenendo conto, in particolare, degli assetti proprietari, di eventuali vincoli contrattuali o statutari rilevanti ai fini dell'art. 2359, comma 1, n. 3), c.c. o dell'art. 2497-*septies* c.c. nonché delle discipline di settore alle stesse eventualmente

---

<sup>(3)</sup> Ci si riferisce allo schema di decreto legislativo oggetto della consultazione pubblica avviata dal Dipartimento del Tesoro in data 22 novembre 2018.

<sup>(4)</sup> A mero titolo esemplificativo, si consideri che per lo IAS 24 un'entità è correlata a un'entità che redige il bilancio se si applica, *inter alia*, una delle seguenti condizioni: (i) *“un'entità è una collegata [...] dell'altra entità (o una collegata [...] facente parte di un gruppo di cui fa parte l'altra entità)”*, con la conseguenza che, nell'ambito di un gruppo (es. A che controlla B e C), la collegata di una delle componenti del gruppo si considera parte correlata anche delle altre componenti del gruppo stesso; ovvero (ii) *“entrambe le entità sono joint venture di una stessa terza controparte”*; ovvero ancora (iii) *“un'entità è una joint venture di una terza entità e l'altra entità è una collegata della terza entità”*. Al riguardo, anche la Consob sottolinea come il nuovo IAS 24 ampli 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”* (v. p. 9, nt. 8, della Relazione illustrativa sugli esiti della consultazione).

applicabili in materia di parti correlate. La seconda considerazione di Consob riguarda il momento in cui deve valutarsi se un soggetto rientri o meno nella definizione di parte correlata, stante l'automatico adeguamento della definizione medesima in caso di revisione dei principi contabili, conseguente al suddetto rinvio mobile. Al riguardo, la Commissione *“ritiene preferibile che sia presa in considerazione la definizione di parti correlate in vigore al momento di avvio delle trattative su un'operazione, anziché al momento della deliberazione. Ciò tenuto conto della necessità di attivare tempestivamente le procedure, che investono in generale l'istruzione dell'operazione (e non solo la sua deliberazione) e, in particolare nelle operazioni di maggiore rilevanza, prevedono il coinvolgimento del comitato di amministratori indipendenti fin dalla fase delle trattative”* <sup>(5)</sup>.

### **2.2.2. Soglie di rilevanza e operazioni di importo esiguo**

Con riguardo agli indici di rilevanza, non è stata apportata alcuna modifica rispetto a quanto già previsto dall'Allegato 3 del Regolamento OPC.

In proposito, si rammenta che, in sede di consultazione, Consob, tenuto conto delle esperienze applicative maturate, aveva proposto di precisare all'interno del predetto Allegato 3 che, ai fini del calcolo dell'indice del controvalore, se il valore massimo (ricevibile o pagabile) dell'operazione non fosse stato determinabile, quest'ultima si sarebbe dovuta considerare di maggiore rilevanza; ciò ferma la possibilità, per le società, di motivare per quale ragione tale qualificazione sarebbe risultata manifestamente ingiustificata in considerazione di specifiche circostanze. Sempre secondo l'originaria proposta di Consob, tale valutazione sarebbe dovuta essere effettuata dagli amministratori indipendenti chiamati a rendere il proprio parere (*i.e.* dal comitato per le operazioni con parti correlate) e sarebbe dovuta essere riportata nei verbali di approvazione dell'operazione ai sensi dell'art. 7, comma 1, lett. e), del Regolamento OPC (ove applicabile) nonché nei verbali dei comitati stessi.

Alla luce delle osservazioni formulate nel corso della consultazione, Consob ha ritenuto preferibile *non* introdurre tale previsione nel testo del Regolamento OPC, mantenendo dunque invariato l'Allegato 3, preannunciando tuttavia che *“la formulazione di orientamenti o raccomandazioni su questo aspetto sarà valutata in occasione della revisione della Comunicazione OPC”* <sup>(6)</sup>.

Viene invece introdotta una modifica in tema di operazioni di *importo esiguo*. Attraverso la revisione dell'art. 3, comma 1, lett. c), e dell'art. 4, comma 1, lett. a), del Regolamento OPC, viene infatti resa obbligatoria l'individuazione, da parte delle società, di una soglia di esiguità, soglia che – allo stato – è solo facoltativa. Al contempo, viene previsto che le soglie di esiguità debbano essere fissate applicando criteri differenziati in considerazione *almeno* della natura della controparte, e cioè distinguendo *almeno* a seconda che si tratti

---

<sup>(5)</sup> Cfr. p. 1 Appendice I.

<sup>(6)</sup> Cfr. p. 56 Appendice I.

di persone fisiche o persone giuridiche. La Commissione ha preferito invece “rimettere alle valutazioni degli emittenti l’eventuale individuazione di ulteriori criteri o specificazioni, oltre alla natura della controparte, per l’identificazione di soglie di esiguità differenziate” <sup>(7)</sup>. Il punto potrebbe essere ripreso da Consob in sede di revisione della Comunicazione OPC, che già oggi, lo si rammenta, evidenzia tra l’altro che “[...] le procedure potrebbero anche individuare soglie di esiguità differenziate a seconda della tipologia dell’operazione o della categoria di parte correlata coinvolta” <sup>(8)</sup>.

### **2.2.3. Obbligo di astensione degli amministratori “coinvolti” nell’operazione e whitewash**

Come già accennato, la principale novità introdotta nell’art. 2391-bis c.c. in sede di recepimento della SHRD 2 riguarda l’individuazione, da parte della Consob, dei casi in cui gli amministratori “coinvolti nell’operazione” sono tenuti ad astenersi dalla votazione sull’operazione medesima, fermo in ogni caso restando quanto previsto dall’articolo 2391 del codice civile. Si tratta quindi di un presidio distinto e ulteriore rispetto ai già previsti pareri resi dagli amministratori indipendenti non correlati ai sensi degli artt. 7 e 8 del Regolamento OPC.

Ai fini di quanto precede, nell’ambito del Documento di Consultazione la Consob si era concentrata sull’individuazione della definizione di amministratori “coinvolti nell’operazione”, prospettando cinque diverse possibili opzioni e fornendo un esempio applicativo degli effetti delle diverse definizioni ipotizzate in riferimento ad una ipotetica operazione conclusa tra l’emittente e la sua società controllante <sup>(9)</sup>.

In sede di consultazione, la Commissione aveva quindi proposto di recepire all’interno dell’art. 3 del Regolamento OPC l’opzione n. 3, ai sensi della quale per amministratori e consiglieri “coinvolti nell’operazione” dovevano intendersi “gli amministratori, i consiglieri di gestione o di sorveglianza che sono la controparte di una determinata operazione o una delle parti correlate della controparte”, da individuarsi secondo la definizione contenuta nei principi contabili internazionali.

Ad esito della consultazione, Consob, tenuto conto delle numerose osservazioni pervenute sul punto, ha modificato la propria originaria proposta, orientandosi sulla opzione 4, a mente della quale per amministratori o consiglieri “coinvolti nell’operazione” devono intendersi gli amministratori o i consiglieri che abbiano nell’operazione un interesse, per conto proprio o di terzi, in conflitto con quello della

---

<sup>(7)</sup> Cfr. p. 14 Appendice I.

<sup>(8)</sup> In tema di operazioni di importo esiguo, si v. anche l’analisi contenuta nel Quaderno di finanza Consob n. 75 del gennaio 2014 int. “*Regulation and self-regulation of related parties transactions in Italy. An empirical analysis*”, realizzato da M. Bianchi, A. Ciavarella, L. Enriques, V. Novembre, R. Signoretti.

<sup>(9)</sup> Cfr. Documento di Consultazione, par. 1.2.2.1, pp. 8-9.



società <sup>(10)</sup>.

Ai sensi dei novellati artt. 7 e 8 del Regolamento OPC, le procedure adottate dalle società con azioni quotate <sup>(11)</sup> devono prevedere che i predetti amministratori coinvolti nell'operazione si astengano dalla votazione stessa sia per le operazioni di minore rilevanza (qualora di competenza dell'organo di amministrazione) <sup>(12)</sup> che per le operazioni di maggiore rilevanza.

Riprendendo l'esempio riportato nel Documento di Consultazione, ciò significa che, nel caso di un'operazione tra l'emittente e la sua controllante, dovrebbero astenersi dalla votazione sull'operazione medesima:

- gli eventuali amministratori dell'emittente che abbiano un interesse in conflitto in quanto siano (anche) i soci di controllo diretti o, come più spesso accade, indiretti dell'emittente (si pensi, ad es., al caso delle società “padronali” all'interno dei cui consigli di amministrazione siede normalmente anche il c.d. *ultimate beneficial owner*);
- gli amministratori dell'emittente che abbiano un interesse in conflitto in quanto siano anche amministratori della controllante;
- gli amministratori dell'emittente che abbiano un interesse in conflitto in quanto siano consulenti della controllante.

Ulteriori chiarimenti o esemplificazioni in ordine al novero dei soggetti che “*per la loro vicinanza con la controparte ovvero per il loro coinvolgimento nell'operazione, possano essere più influenzati da interessi diversi da quelli della società*” potranno essere forniti da Consob in sede di revisione della Comunicazione OPC <sup>(13)</sup>.

L'importanza di tale previsione e il suo possibile effetto, in termini di *governance*, per gli emittenti, è testimoniata anche dalle motivazioni che hanno indotto la Consob a posticipare di sei mesi l'entrata in vigore del nuovo Regolamento OPC. Osserva infatti la Commissione come il termine del 30 giugno 2021 per l'adeguamento delle procedure da parte delle società consenta a quelle chiamate a rinnovare l'organo amministrativo nella

---

<sup>(10)</sup> Come osservato nel Documento di Consultazione (*cf.* p. 9), si tratta di una soluzione “*in linea con la disciplina bancaria prevista dall'art. 53, comma 4, del d.lgs. 385/1993 (“TUB”), in materia di attività di rischio nei confronti di coloro che possono esercitare, direttamente o indirettamente, un'influenza sulla gestione della banca o del gruppo bancario nonché dei soggetti a essi collegati*”.

<sup>(11)</sup> Tale previsione non trova invece applicazione con riferimento alle società con azioni diffuse.

<sup>(12)</sup> V. pp. 9 e 10 della Relazione illustrativa sugli esiti della consultazione. Diversamente, laddove un'operazione di minore rilevanza non rientrasse nelle competenze dell'organo di amministrazione, bensì – in ipotesi – di un dirigente dell'emittente che fosse anche – sempre in ipotesi – un consigliere di amministrazione della controllante, il meccanismo di astensione previsto dal nuovo Regolamento OPC non opererebbe (salva diversa e volontaria previsione da parte dei singoli emittenti). Né, evidentemente, soccorrerebbero i meccanismi di cui all'art. 2391 del codice civile previsti per l'amministratore delegato.

<sup>(13)</sup> *Cfr.* p. 5 Appendice I.

stagione assembleare 2021 e ai rispettivi azionisti 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 – possa ragionevolmente prevedere il ricorrente compimento” (14).

A fronte dell’obbligatoria astensione da parte degli amministratori *coinvolti* nell’operazione, l’onere decisionale rimane infatti in capo agli altri amministratori. Al riguardo, rispetto ai dubbi sollevati in sede di consultazione, Consob ha chiarito che l’obbligo di astensione vale solo con riferimento alla *votazione* e non alla partecipazione alle riunioni dell’organo amministrativo. Gli amministratori tenuti ad astenersi saranno dunque computati ai fini del *quorum* costitutivo, ma non ai fini del *quorum* deliberativo, trattandosi di un obbligo *ex lege* (15). Rimane comunque ferma, per la Consob, la possibilità per gli emittenti di ampliare all’interno delle proprie procedure la portata dell’obbligo di astensione; alcune raccomandazioni sul punto potranno essere fornite dalla Commissione in sede di revisione della Comunicazione OPC (16).

Fermo quanto precede, per quanto riguarda gli azionisti coinvolti nell’operazione la Consob non ha previsto casi di astensione, ritenendo già adeguatamente tutelante, ai fini della salvaguardia dell’interesse della società (e degli azionisti non correlati), il mantenimento del meccanismo di *whitewash* attualmente previsto dall’art. 11, comma 3, del Regolamento OPC. Restano in ogni caso applicabili, ove rilevanti, le norme generali in tema di conflitto di interesse dei soci di cui all’art. 2373 del codice civile.

#### **2.2.4. Casi di disapplicazione ed esenzione**

Rispetto ai casi di disapplicazione ed esenzione previsti dall’art. 9-*quater* della SHRD (come introdotto dalla SHRD 2), l’intervento di revisione operato dalla Consob ha mantenuto sostanzialmente invariato l’assetto attualmente già previsto dagli artt. 13 e 14 del Regolamento OPC, introducendo tuttavia alcune importanti modifiche.

È stato innanzitutto esplicitamente previsto, quale ulteriore caso di disapplicazione del Regolamento OPC, che le disposizioni di quest’ultimo non si applichino alle operazioni deliberate dalle società e rivolte a tutti gli azionisti a parità di condizioni, in linea con quanto previsto dal nuovo art. 9-*quater*, comma 6, lett. e), della SHRD (17). Si considerano

---

(14) Cfr. p. 80 Appendice I.

(15) In questo senso si era espressa anche ASSONIME, *Il recepimento della direttiva shareholder rights II nell’ordinamento italiano*, Circolare n. 21 del 4 novembre 2019 (cfr. in particolare pp. 31-33). A questo proposito cfr. inoltre le considerazioni di A. SACCO GINEVRI, *Il conflitto di interessi nella gestione delle banche*, Cacucci, Bari, 2016, pp. 83 e seguenti.

(16) Cfr. p. 11 Appendice I.

(17) Si tratta di un recepimento, a livello regolamentare, di quanto in via di principio già affermato, a livello interpretativo, nella Comunicazione OPC, secondo cui ai sensi del Regolamento OPC sono soggette alla relativa disciplina “*tutte le fusioni che coinvolgono la società quotata e una parte correlata e, con riguardo*



tali, in particolare: (a) gli aumenti di capitale in opzione, anche al servizio di prestiti obbligazionari convertibili, e gli aumenti di capitale gratuiti previsti dall'articolo 2442 c.c.; (b) le scissioni in senso stretto, totali o parziali, con criterio di attribuzione delle azioni proporzionale; (c) le riduzioni del capitale sociale mediante rimborso ai soci previste dall'articolo 2445 c.c. e gli acquisti di azioni proprie ai sensi dell'articolo 132 del TUF <sup>(18)</sup>.

Sul punto, merita sottolineare come, in risposta a una osservazione pervenuta in sede di consultazione che proponeva di includere tra le operazioni “a parità di condizioni” anche la decisione in ordine all'introduzione del meccanismo del voto maggiorato, Consob abbia affermato che “*la decisione in merito all'introduzione del voto maggiorato non rientra tra le operazioni con parti correlate*”, pur potendo “*in concreto presentare esigenze di tutela analoghe a quelle delle OPC*” <sup>(19)</sup>.

Un'ulteriore modifica di particolare interesse riguarda l'esenzione di cui al comma 3, lett. b), dell'art. 13 del Regolamento OPC, relativa alle deliberazioni, diverse da quelle di cui al comma 1 del medesimo art. 13, in materia di remunerazione degli amministratori investiti di particolari cariche nonché degli altri dirigenti con responsabilità strategiche.

Secondo la novellata disposizione, che tiene conto delle modifiche apportate all'art. 123-ter del TUF dal d.lgs. n. 49/2019 in recepimento della SHRD 2, la predetta esenzione troverà infatti applicazione a condizione: (i) che la società abbia adottato una politica di remunerazione *approvata* dall'assemblea; (ii) che, nella definizione della politica di remunerazione, sia stato coinvolto un comitato costituito esclusivamente da amministratori non esecutivi in maggioranza indipendenti <sup>(20)</sup>; e (iii) che la remunerazione assegnata sia individuata “*in conformità*” – e non più solo “*in coerenza*” come è attualmente – con tale politica “*e quantificata sulla base di criteri che non comportino valutazioni discrezionali*”.

---

*alle scissioni, solo le operazioni di scissione per incorporazione con una parte correlata (ossia le operazioni con le quali la quotata, ad esempio, scinde parte del suo patrimonio a beneficio della controllante o viceversa) ovvero le operazioni di scissione in senso stretto non proporzionale (ossia le operazioni nelle quali il patrimonio della quotata viene scisso, ad esempio, in più società con assegnazione non proporzionale delle azioni ai suoi soci. Non sono invece incluse le scissioni in senso stretto di tipo proporzionale in quanto si tratta di operazioni rivolte indifferentemente a tutti i soci a parità di condizioni. Analoga considerazione vale per gli aumenti di capitale. Sono considerati operazioni con parti correlate solo gli aumenti di capitale con esclusione del diritto di opzione a favore di una parte correlata, mentre sono esclusi quelli in opzione in quanto rivolti, a parità di condizioni, sia alle eventuali parti correlate titolari di strumenti finanziari sia a tutti gli altri titolari di tali strumenti” (cfr. par. 1.6).*

<sup>(18)</sup> Le operazioni di *buy-back* effettuate ai sensi dell'art. 132 TUF sono state incluse nell'elenco in recepimento delle osservazioni pervenute dal mercato in sede di consultazione.

<sup>(19)</sup> Cfr. pp. 39-40 Appendice I. Al riguardo, Consob osserva tuttavia come “[l]e società potrebbero comunque valutare se applicare ulteriori presidi deliberativi in sede di decisione introduzione del voto maggiorato (ad esempio il parere del comitato degli amministratori indipendenti” (v. p. 40).

<sup>(20)</sup> E sin qui nulla cambia rispetto all'attuale formulazione della norma, se non per il riferimento all'“approvazione” della politica da parte della assemblea.

Come sottolineato dalla Commissione nell'ambito del Documento di Consultazione <sup>(21)</sup>, tale ultima modifica è suggerita anche “[...] *dall’esperienza applicativa maturata dalla Consob sulla verifica della corretta applicazione del caso di esenzione in esame. Infatti, nei casi in cui le formulazioni della politica di remunerazione siano generiche <sup>(22)</sup> o meramente facoltative <sup>(23)</sup> ovvero dove intervengano modifiche rispetto alla politica, l’assegnazione del compenso deve essere sottoposta alle procedure per operazioni con parti correlate applicabili in ragione del relativo importo*”.

Si tratta, evidentemente, di un’importante precisazione di cui le società dovranno tener conto anche ai fini della predisposizione delle proprie politiche di remunerazione. Come infatti chiarito dalla Consob, alla luce di tale nuova previsione la concreta attuazione di quanto previsto dalla politica di remunerazione non richiederà l’intervento del comitato solo nei casi in cui la politica medesima non richieda “*un’attività discrezionale nell’individuazione della specifica remunerazione da attribuire*” <sup>(24)</sup>. Diversamente, nei casi in cui vi sia un’attività discrezionale, dovranno essere applicate le procedure OPC e dovrà dunque essere coinvolto l’apposito comitato di indipendenti (sia esso il comitato parti correlate o il comitato remunerazioni, in funzione – anche – di comitato opc).

Sul punto, un chiarimento importante viene fornito dalla Consob anche con riguardo al rapporto tra la previsione in esame del Regolamento OPC e le deroghe alla politica di remunerazione che, ai sensi dell’art. 123-ter, comma 3-bis, del TUF, sono ora consentite solo in *circostanze eccezionali*. Precisa infatti la Commissione che: (i) “*in caso di circostanze eccezionali, come definite dall’art. 123-ter, comma 3-bis, del TUF, le società potranno derogare temporaneamente alla politica di remunerazione di riferimento, ferma l’applicazione del Regolamento OPC (con il preventivo parere del comitato di amministratori indipendenti) e di eventuali ulteriori condizioni procedurali individuate dalle società per tale deroga nella medesima politica di remunerazione (cfr. modifiche all’art. 84-quater del Regolamento Emittenti)*”; e (ii) “*nei casi di attribuzione di compensi “conformi” alla politica di remunerazione ma comunque da quantificare ad esito di attività valutativa che comporta discrezionalità, le società dovranno procedere all’attivazione delle procedure per il compimento delle OPC in sede di quantificazione del compenso da corrispondere (con il preventivo parere del comitato di amministratori indipendenti)*” <sup>(25)</sup>.

---

<sup>(21)</sup> Cfr. Documento di Consultazione, par. 1.2.3.1, pp. 13-14.

<sup>(22)</sup> Come ad esempio “[...] *quando si prevede in caso di cessazione dalla carica è previsto un trattamento a titolo di buonuscita “da una a cinque annualità”, “fino a 36 mensilità”, etc.*” (cfr. Documento di Consultazione, par. 1.2.3.1, p. 13, nt. 17).

<sup>(23)</sup> Come ad esempio “[...] *quando si prevede che “la società può attribuire” bonus straordinari, indennità in caso di cessazione dalla carica, etc*” (cfr. Documento di Consultazione, par. 1.2.3.1, p. 13, nt. 18).

<sup>(24)</sup> Cfr. pp. 41-42 Appendice I.

<sup>(25)</sup> Cfr. pp. 42-43 Appendice I.

### 2.2.5. Verifica della corretta applicazione dei casi di esenzione

In aggiunta a quanto precede, vengono inoltre introdotti degli obblighi di verifica della corretta applicazione dei casi di esenzione, prevedendo – all’art. 4, comma 1, lett. e-bis), del Regolamento OPC – che le procedure debbano stabilire le modalità e i tempi con i quali gli amministratori o consiglieri indipendenti che esprimono pareri sulle operazioni con parti correlate:

- (a) devono ricevere, almeno annualmente, informazioni in merito all’applicazione dei casi di esenzione previsti dagli artt. 13 e 14 del Regolamento OPC “*almeno con riferimento alle operazioni di maggiore rilevanza*”. Al riguardo, Consob ha chiarito che, rispetto alla proposta sottoposta alla consultazione, il flusso informativo non riguarda le operazioni di importo esiguo né le operazioni di minore rilevanza, per le quali è rimessa alla società la valutazione circa l’eventuale estensione, anche a queste ultime, del flusso informativo periodico <sup>(26)</sup>; e
- (b) devono verificare la corretta applicazione delle condizioni di esenzione delle operazioni di maggiore rilevanza definite ordinarie e concluse a condizioni di mercato o *standard*. A tal fine, il novellato punto i), della lett. c), dell’art. 13 dispone che le società debbano comunicare anche agli amministratori o consiglieri indipendenti chiamati ad esprimere il proprio parere sulle operazioni con parti correlate – oltre che alla Consob – la controparte, l’oggetto, il corrispettivo delle operazioni di maggiore rilevanza ordinarie concluse a condizioni equivalenti a quelle di mercato o *standard* nonché “*le motivazioni per le quali si ritiene che l’operazione sia ordinaria e conclusa a condizioni equivalenti a quelle di mercato o standard, fornendo oggettivi elementi di riscontro*”. Tale comunicazione deve essere effettuata entro il termine indicato dall’art. 5, comma 3, del Regolamento OPC (*i.e.* entro sette giorni dall’approvazione dell’operazione).

Ai fini di quanto precede, le società saranno quindi chiamate a istituire, all’interno delle proprie procedure: (i) adeguati flussi informativi periodici in favore del comitato parti correlate (o di altri comitati che rivestano tale ruolo) quantomeno con riferimento alle operazioni di maggiore rilevanza; (ii) un adeguato *iter* di valutazione della ricorrenza dell’esenzione dell’“ordinarietà” per le operazioni di maggiore rilevanza; e (iii) appositi meccanismi di conservazione delle predette valutazioni.

Come preannunciato da Consob, è possibile che, in riferimento ai predetti aspetti, alcuni chiarimenti o raccomandazioni vengano resi in sede di revisione della Comunicazione OPC; in tale contesto, Consob “*potrà valutare altresì la formulazione di raccomandazioni che integrino quanto già previsto dalla Comunicazione OPC in merito alla vigilanza sulle operazioni di importo esiguo esentate e sulla congruità della soglia di esiguità*”

---

<sup>(26)</sup> Rispetto al testo originariamente posto in consultazione, è stata eliminata la necessità di valutazione preventiva, da parte del comitato, circa la sussistenza di un caso di esenzione per le operazioni di maggiore rilevanza.

prevista”<sup>(27)</sup>).

### 2.2.6. Approvazione dei termini essenziali dell’operazione

In sede di consultazione, la Commissione, alla luce dell’esperienza applicativa maturata nel corso degli anni, aveva proposto di modificare l’art. 7, comma 1, lett. a), e l’art. 8, comma 1, lett. c), del Regolamento OPC, al fine di stabilire <sup>(28)</sup> rispettivamente:

- per le operazioni di minore rilevanza, che *“prima dell’approvazione dei termini essenziali dell’operazione, qualora quest’ultimi siano approvati preventivamente, e prima dell’approvazione in via definitiva dell’operazione”* dovesse essere rilasciato il parere motivato non vincolante del comitato parti correlate e che tale parere dovesse essere *“allegato al verbale della riunione del comitato”*; e analogamente
- per le operazioni di maggiore rilevanza, che il consiglio di amministrazione dovesse approvare *“i termini essenziali dell’operazione, qualora quest’ultimi siano approvati preventivamente, nonché l’operazione in via definitiva”* previo motivato parere favorevole del comitato parti correlate e che tale parere dovesse essere *“allegato al verbale della riunione del comitato”*.

Alla luce dei rilievi formulati in sede di consultazione, le modifiche di cui sopra, volte a richiedere un parere del comitato (anche) in occasione dell’approvazione dei termini essenziali dell’operazione, sono state eliminate. È invece stato mantenuto l’obbligo di allegare il parere del comitato al verbale della riunione del comitato medesimo.

In riferimento alle modalità di applicazione delle procedure opc nelle operazioni *“ad approvazione progressiva”*, Consob ha tuttavia anticipato che fornirà *“chiarimenti ed eventuali raccomandazioni in sede di revisione della Comunicazione OPC. Osserva infatti la Commissione come vi siano precedenti in cui “la definizione con la controparte di elementi essenziali del contratto (es. accordo sul prezzo, definizione di concambi di una fusione) prima dell’approvazione conclusiva dell’operazione è stata preceduta*

---

<sup>(27)</sup> Cfr. p. 17 Appendice I. Al riguardo, la Comunicazione OPC allo stato prevede che *“Nell’ambito dell’attività di vigilanza condotta dagli organi di controllo delle società tenute all’applicazione delle procedure, particolare attenzione sarà prestata a possibili elusioni della disciplina dovute a frazionamenti di operazioni che consentano di beneficiare, nonostante il valore complessivo delle operazioni stesse, dell’esonero relativo alla soglia di esiguità”* (v. par. 19).

<sup>(28)</sup> Secondo la Consob, si sarebbe in realtà trattato di una precisazione di quanto già attualmente previsto dal Regolamento OPC (cfr. Documento di Consultazione, par. 1.3.4, p. 8, in cui la Commissione osservava tra l’altro come l’esperienza applicativa avesse mostrato casi in cui *“[...] prima della definitiva approvazione dell’operazione nel suo complesso, sia intervenuta un’approvazione preliminare di alcuni dei termini essenziali della stessa (tra cui, ad esempio, lo stesso corrispettivo) senza il preventivo parere del comitato di amministratori indipendenti. In considerazione di tali casi, si è ritenuto di chiarire che il parere degli amministratori indipendenti debba essere fornito anche prima della eventuale definizione con la controparte dei termini essenziali dell’operazione)”*.

dall'acquisizione di un parere del comitato di amministratori indipendenti” (29).

### **2.2.7. Coinvolgimento del comitato nella fase delle trattative**

In sede di consultazione, era stata proposta una modifica dell'art. 8, comma 1, lett. b), del Regolamento OPC che prevedeva il coinvolgimento del comitato *“dalla fase iniziale”* delle trattative e nella fase istruttoria e non, come già era (ed è) *“nella fase iniziale delle trattative e nella fase istruttoria”*. Questo per esplicitare con maggior chiarezza, nell'originario intento della Commissione, 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”* (30).

A fronte delle osservazioni pervenute in sede di consultazione, Consob ha rivisto e modificato la propria originaria proposta, prevedendo ora che il comitato degli indipendenti o uno o più componenti dallo stesso delegati debbano essere coinvolti *“tempestivamente”* nella fase delle trattative e nella fase istruttoria attraverso la ricezione di un flusso informativo completo e *“aggiornato”* (e non più *“tempestivo”*) e con la facoltà di richiedere informazioni o di formulare osservazioni agli organi delegati e ai soggetti incaricati della conduzione delle trattative o dell'istruttoria, come già attualmente previsto dal Regolamento OPC.

Al riguardo, appare utile sottolineare una precisazione di Consob su un tema più volte dibattuto in dottrina, in particolare nei primi commenti successivi all'emanazione del Regolamento OPC, che riguarda le modalità del coinvolgimento nelle trattative del comitato o di uno o più dei suoi componenti. Rammenta infatti la Commissione che il predetto coinvolgimento *“può essere anche meramente informativo, senza la necessità di una partecipazione diretta alle trattative ma con facoltà di chiedere informazioni e formulare osservazioni”* (31).

### **2.2.8 Pareri per operazioni poste in essere con la società o ente che esercita direzione e coordinamento**

Nell'ambito del Documento di Consultazione, una ulteriore proposta di intervento riguardava il contenuto del parere del comitato in relazione alle operazioni con parti correlate influenzate dell'attività di direzione e coordinamento cui la società sia soggetta.

---

(29) Cfr. pp. 24-25 Appendice I.

(30) V. par. 1.3.4, p. 18, del Documento di Consultazione. A proposito della prospettiva, funzionale alla successiva emissione del previsto parere, nella quale appare opportuno leggere l'esercizio di tali prerogative da parte degli amministratori indipendenti si rinvia a P. VALENSISE, *Conflitti di interessi e parti correlate*, in AA.VV., *Il Testo Unico finanziario* diretto da M. Cera e G. Presti, t. 2, Bologna, Zanichelli, 2020, pp. 1992-1994.

(31) Cfr. p. 30 Appendice I.



L'art. 14 del Regolamento OPC prevede che, in tali casi, i pareri resi dal comitato ai sensi degli artt. 7 e 8 del Regolamento medesimo debbano recare puntuale indicazione delle ragioni e della convenienza dell'operazione, se del caso anche alla luce del risultato complessivo dell'attività di direzione e coordinamento ovvero di operazioni dirette a eliminare integralmente il danno derivante dalla singola operazione con parte correlata. Nel testo posto in consultazione tale disposizione veniva parzialmente riformulata prevedendo che i suddetti pareri dovessero indicare anche *se* l'operazione fosse stata o meno influenzata da tale attività, fornendo, in caso positivo, le ulteriori informazioni sopra elencate.

L'introduzione di questa specifica indicazione nell'ambito dei pareri del comitato, come si era avuto occasione di notare <sup>(32)</sup>, finiva con l'attribuire formalmente al comitato medesimo il compito di valutare se l'operazione, in effetti, fosse o meno influenzata dal soggetto che esercita direzione e coordinamento, anche a prescindere da quanto ad esso rappresentato e da quanto di competenza dell'organo di amministrazione.

Alla luce delle osservazioni pervenute in sede di consultazione, la modifica proposta è stata rivalutata, mantenendo inalterata l'attuale formulazione dell'art. 14 del Regolamento OPC; ciò – come sottolinea la stessa Commissione – *“al fine di evitare che ricada sui soli amministratori indipendenti membri del comitato l'onere di dichiarare se un'operazione sia influenzata o meno dall'esercizio della direzione e coordinamento, laddove tale circostanza non sia stata rappresentata in consiglio”* <sup>(33)</sup>.

### **2.2.9 Verifiche sull'indipendenza degli esperti del comitato e dell'organo di amministrazione**

Un ulteriore aspetto di rilievo riguarda le verifiche sull'indipendenza degli esperti *indipendenti* eventualmente incaricati di assistere il comitato parti correlate e/o la società.

Nell'ambito dell'art. 7, comma 1, lett. b), del Regolamento OPC viene ora previsto espressamente che, nel caso in cui il comitato decida di farsi assistere, a spese della società, da uno o più esperti indipendenti di propria scelta, lo stesso comitato debba preventivamente verificare l'indipendenza degli esperti, tenendo conto delle relazioni indicate nel paragrafo 2.4 dell'Allegato 4 del Regolamento medesimo. Tali relazioni, che sono esse stesse oggetto di alcune modifiche, includono le eventuali relazioni economiche, patrimoniali e finanziarie tra gli esperti indipendenti e (i) la parte correlata, le società da questa controllate, i soggetti che la controllano, le società sottoposte a comune controllo nonché gli amministratori delle predette società <sup>(34)</sup> e (ii) la società, le società da questa controllate, i soggetti che la controllano, le società sottoposte a comune

<sup>(32)</sup> Sul punto, sia consentito rinviare a P. VALENSISE – I. BUI, *Il documento di consultazione Consob del 31 ottobre 2019 sulle disposizioni di recepimento della SHRD 2 in materia di operazioni con parti correlate*, pubblicato nel mese di novembre 2019 su [dirittobancario.it](http://dirittobancario.it).

<sup>(33)</sup> Cfr. pp. 46-47 Appendice I.

<sup>(34)</sup> Il riferimento alle relazioni economiche, patrimoniali e finanziarie con i soggetti di cui al punto (i) non era presente nell'attuale versione del Regolamento OPC.



controllo, nonché gli amministratori delle predette società.

In linea con quanto proposto in sede di consultazione, il medesimo Allegato 4 è inoltre modificato al fine di precisare che, nell'ambito del documento informativo relativo a operazioni di maggiore rilevanza, debba essere fornita *disclosure*, oltre che delle valutazioni effettuate per selezionare gli esperti indipendenti, anche delle “*verifiche circa l'indipendenza di questi ultimi*”. Al riguardo, in risposta a talune delle osservazioni pervenute in sede di consultazione, la Consob precisa infatti che “*al fine di fornire al mercato un'informativa trasparente e completa, non si ritiene di limitare la richiesta di informazioni alla “metodologia” utilizzata per la verifica dell'indipendenza. È comunque rimessa alle società emittenti la definizione del grado di dettaglio dell'informativa da fornire. Si precisa che la valutazione dovrà avvenire sulla base degli elementi comunicati alla società dall'esperto, ma anche di quelli comunque a sua disposizione (si pensi a eventuali rapporti dell'esperto con la società medesima o società controllate)*”<sup>(35)</sup>.

Sempre in argomento, la Consob precisa infine che la predetta informativa – e quindi le medesime verifiche sull'indipendenza – riguardano sia gli esperti indipendenti nominati dal comitato sia gli eventuali esperti indipendenti “*di cui l'organo amministrativo si sia eventualmente avvalso qualificandoli come indipendenti*”.

#### **2.2.10. Comunicati stampa relativi a operazioni con parti correlate**

L'art. 6 del Regolamento OPC, anche tenuto conto delle osservazioni formulate in sede di consultazione, viene modificato al fine di prevedere che, qualora un'operazione con parti correlate sia “*resa nota con la diffusione di un comunicato ai sensi dell'articolo 17 del regolamento (UE) n. 596/2014*”<sup>(36)</sup>, quest'ultimo debba riportare, oltre alle informazioni (già) previste dal predetto art. 6<sup>(37)</sup>, anche una “*descrizione dell'operazione*”.

Con tale previsione, Consob 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 operazione, devono essere fornite le informazioni previste dall'art. 6 del Regolamento OPC. In altri termini, l'inclusione degli elementi indicati*

---

<sup>(35)</sup> Cfr. pp. 61-62 Appendice I.

<sup>(36)</sup> Nella proposta originariamente sottoposta a consultazione il riferimento era esteso a tutti i comunicati diffusi al pubblico con le modalità indicate nella Parte III, Titolo II, Capo I, del Regolamento Emittenti.

<sup>(37)</sup> E cioè: (i) l'indicazione che la controparte dell'operazione è una parte correlata e la descrizione della natura della correlazione; (ii) la denominazione o il nominativo della controparte dell'operazione; (iii) se l'operazione supera o meno le soglie di rilevanza identificate ai sensi dell'art. 4, comma 1, lettera a), del Regolamento OPC e l'indicazione circa l'eventuale successiva pubblicazione di un documento informativo ai sensi dell'art. 5 del Regolamento medesimo; (iv) la procedura che è stata o sarà seguita per l'approvazione dell'operazione e, in particolare, se la società si è avvalsa di un caso di esclusione previsto dagli artt. 13 e 14 del Regolamento OPC; (v) l'eventuale approvazione dell'operazione nonostante l'avviso contrario degli amministratori indipendenti.

nell'art. 6 del Regolamento riguarda qualsiasi operazione con parte correlata che gli emittenti rendano nota in un comunicato price sensitive”<sup>(38)</sup>. Da ciò sembrerebbe desumersi che eventuali comunicati diffusi dalla società ai sensi degli artt. 65-bis e ss. del Regolamento Emittenti, che non siano qualificati come *price sensitive* ai sensi dell'art. 17 MAR – *i.e.* che non siano volti a comunicare al pubblico informazioni privilegiate – e che contengano (anche) informazioni su operazioni con parti correlate non debbano soddisfare il contenuto richiesto dall'art. 6 del Regolamento OPC. Viceversa, l'art. 6 troverebbe applicazione (i) nei casi in cui l'operazione con parte correlata abbia essa stessa natura di informazione privilegiata e ne venga data notizia al pubblico ovvero (ii) nei casi in cui l'operazione, di per se stessa, non abbia carattere privilegiato, ma ne venga data notizia all'interno di un comunicato stampa che contenga altre informazioni privilegiate e che dunque sia pubblicato ai sensi dell'art. 17 MAR.

### **2.2.11. Regime agevolato per società quotate di minori dimensioni, società di recente quotazione e società con azioni diffuse**

L'art. 10 del Regolamento OPC, come noto, prevede un regime agevolato per le società quotate di minori dimensioni<sup>(39)</sup>, le società di recente quotazione<sup>(40)</sup> e le società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante, ai sensi del quale tali società – fermi gli obblighi informativi di cui all'art. 5 del Regolamento OPC – possono applicare alle operazioni di maggiore rilevanza una procedura individuata ai sensi dell'art. 7 del Regolamento (*i.e.* la procedura prevista per le operazioni di minore rilevanza).

Tale regime agevolato rimane per lo più confermato, ma viene introdotta una riserva di competenza in favore dell'organo di amministrazione per l'approvazione delle operazioni di maggiore rilevanza, in linea con quanto previsto dall'art. 9-*quater*, comma 4 della SHRD (come introdotto dalla SHRD 2), che richiede agli Stati membri di assicurare che le operazioni rilevanti con parti correlate siano approvate dall'assemblea generale o dall'organo di amministrazione.

In aggiunta a quanto precede, vengono apportate talune modifiche al regime transitorio dettato dal secondo comma dell'art. 10 del Regolamento OPC, che attualmente stabilisce

---

<sup>(38)</sup> Cfr. pp. 23-24 Appendice I, dove la Commissione chiarisce anche che “[l]a riformulazione della norma risolve altresì i dubbi formulati nell'ambito della consultazione in merito alla possibile applicazione dell'art. 6 agli avvisi di deposito del documento informativo, applicazione che è da escludersi non trattandosi di comunicati diffusi ai sensi dell'art. 17 del MAR”.

<sup>(39)</sup> Per tali intendendosi “le società per le quali né l'attivo dello stato patrimoniale né i ricavi, come risultanti dall'ultimo bilancio consolidato approvato, superino i 500 milioni di euro. Le società di minori dimensioni non possono più qualificarsi tali nel caso in cui per due esercizi consecutivi non soddisfino congiuntamente i predetti requisiti” (cfr. art. 3, comma 1, lett. f), del Regolamento OPC).

<sup>(40)</sup> Per tali intendendosi “le società con azioni quotate nel periodo compreso tra la data di inizio delle negoziazioni e la data di approvazione del bilancio relativo al secondo esercizio successivo a quello di quotazione. Non possono definirsi società di recente quotazione le società risultanti dalla fusione o dalla scissione di una o più società con azioni quotate che non siano a loro volta di recente quotazione” (cfr. art. 3, comma 1, lett. g), del Regolamento OPC).

che le procedure debbano essere adeguate al regime “ordinario” 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*”. Obiettivo di tale regime transitorio – ricorda la Consob nel Documento di Consultazione – è “*garantire alle società un tempo congruo per apportare alla propria struttura di governance gli adattamenti necessari per la transizione verso i più stringenti regimi procedurali o di composizione degli organi, in ottica di contenimento dei costi di compliance*”. Nell’esperienza applicativa, tuttavia, la Commissione ha osservato come “*il passaggio ai più stringenti regimi si è talvolta verificato per 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). In questi casi, i regimi transitori sopra richiamati, nel far decorrere l’obbligo di adeguamento ai nuovi regimi solo a seguito del rinnovo dell’organo amministrativo, pospongono immotivatamente nel tempo l’applicazione delle norme connesse al nuovo status della società, talvolta fino a un triennio [...]*”<sup>(41)</sup>.

Di conseguenza, il predetto art. 10, comma 2, del Regolamento OPC viene integrato prevedendo che le procedure debbano essere adeguate entro “*centottanta giorni*<sup>(42)</sup> *dalla chiusura dell’esercizio in cui la società non possa più qualificarsi come società di minori dimensioni, nel caso disponga di un numero sufficiente di amministratori o consiglieri indipendenti, ovvero entro novanta giorni dal primo rinnovo del consiglio di amministrazione o del consiglio di gestione successivo alla chiusura del medesimo esercizio, negli altri casi*”.

### **3. Le novità in materia di trasparenza delle remunerazioni**

#### **3.1 La disciplina prevista dall’art. 123-ter TUF, come modificato dal d.lgs. n. 49/2019**

Come noto, ai sensi dell’art. 123-ter del TUF, introdotto nel nostro ordinamento dal decreto legislativo 30 dicembre 2010, n. 259, in “*recepimento delle Raccomandazioni della Commissione europea 2004/913/CE e 2009/385/CE in materia degli amministratori delle società quotate*” e successivamente modificato dal d.lgs. n. 49/2019 in recepimento della SHRD 2, le società con azioni quotate sono tenute a mettere a disposizione del pubblico, almeno ventuno giorni prima dell’assemblea convocata per l’approvazione del bilancio d’esercizio, una “*Relazione sulla politica in materia di remunerazione e sui compensi corrisposti*” approvata dal consiglio di amministrazione, composta da due sezioni: la prima sezione, oggi sottoposta al voto vincolante dell’assemblea, e la seconda

---

<sup>(41)</sup> Cfr. Documento di Consultazione, par. 1.3.6, p. 20.

<sup>(42)</sup> Rispetto al testo posto in consultazione il termine è stato esteso da 90 a 180 giorni. “*La scelta regolatoria effettuata di abbreviamento del regime transitorio*” – osserva la Consob – “*è ritenuta opportuna pur a fronte del rilievo circa il possibile disincentivo per le società “piccole” a dotarsi di una governance robusta, in quanto nel caso di un consiglio di amministrazione di recente nomina con composizione già idonea a consentire l’adeguamento delle procedure non avrebbe senso attendere un intero triennio per apportare alle procedure le necessarie modifiche*” (cfr. p. 33 Appendice I).

sezione, oggi sottoposta al voto consultivo dell'assemblea <sup>(43)</sup>.

All'interno della prima sezione le società sono chiamate a illustrare “*in modo chiaro e comprensibile*” (come specificato dal d.lgs. n. 49/2019) <sup>(44)</sup>:

- (a) la politica in materia di remunerazione dei componenti degli organi di amministrazione, dei direttori generali e dei dirigenti con responsabilità strategiche nonché, fermo restando quanto previsto dall'art. 2402 c.c., dei componenti dell'organo di controllo <sup>(45)</sup>, con riferimento *almeno* all'esercizio successivo; e
- (b) le procedure utilizzate per l'adozione e l'attuazione di tale politica.

La politica di remunerazione, alla luce delle novità introdotte dal d.lgs. n. 49/2019 (cfr. comma 3-bis del medesimo art. 123-ter), deve “*contribuire alla strategia aziendale, al perseguimento degli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società*”, e deve illustrare “*il modo in cui fornisce tale contributo*”. Tale disposizione si pone in linea con quanto previsto dal nuovo art. 9-bis, paragrafo 6, della SHRD, come introdotto dalla SHRD 2, e con i principi declinati nei *considerando* di quest'ultima, secondo cui:

- “*gli amministratori contribuiscono al successo a lungo termine della società*” (cfr. *considerando* 28);
- “*la remunerazione è uno degli strumenti principali a disposizione delle società per allineare i loro interessi a quelli dei loro amministratori*”, che rivestono un ruolo “*fondamentale*” nelle società medesime (cfr. *considerando* 28);
- “*la politica di remunerazione dovrebbe contribuire alla strategia aziendale, agli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società e non dipendere in tutto o in parte da obiettivi a breve termine*” (cfr. *considerando* 29);
- “*i risultati degli amministratori dovrebbero essere valutati utilizzando criteri sia finanziari sia non finanziari, inclusi, ove del caso, fattori ambientali, sociali e di*

---

<sup>(43)</sup> Secondo le modifiche introdotte dal d.lgs. n. 49/2019. In precedenza, come noto, gli azionisti erano chiamati ad esprimersi, con voto *consultivo*, solo sulla prima sezione della relazione.

<sup>(44)</sup> L'attenzione verso la chiarezza e la comprensibilità delle informazioni contenute nella relazione viene più volte rimarcata all'interno delle nuove disposizioni di riferimento, a partire dal nuovo art. 9-ter, par. 1, della SHRD (come introdotto dalla SHRD 2), passando per l'art. 123-ter del TUF, per arrivare al nuovo Schema n. 7-bis, nelle sue diverse Sezioni e parti (cfr. anche *infra*). L'esigenza di chiarezza e comprensibilità delle relazioni sulla remunerazione, del resto, è un tema particolarmente avvertito anche dagli investitori istituzionali e dagli *asset manager*, che da anni, nell'ambito delle loro attività di *engagement*, chiedono agli emittenti una trasparenza informativa effettiva. Si consideri, ad esempio, che nelle *Continental Europe Proxy Voting Guidelines Benchmark Policy Recommendations* pubblicate da ISS il 19 novembre 2019 e successivamente aggiornate il 1° febbraio 2020 – relative alle assemblee successive al 31 gennaio 2020 – è previsto che “*The ISS Global Principles on Compensation underlie market-specific policies in all markets: 1. Provide shareholders with clear, comprehensive compensation disclosures [...]*” (cfr. p. 20).

<sup>(45)</sup> L'estensione ai componenti dell'organo di controllo è stata introdotta dal d.lgs. n. 49/2019.

governo” (cfr. considerando 29).

Quanto alla durata della politica di remunerazione, essa può essere liberamente stabilita dalle società, fermo restando che – ai sensi del medesimo comma 3-*bis* – le società sono tenute a sottoporre al voto vincolante dei soci la politica di remunerazione con la cadenza richiesta dalla durata stabilita dalla politica stessa e comunque almeno ogni tre anni o in occasione di modifiche alla politica medesima.

Le scelte degli emittenti in ordine alla durata della politica, pur libere, potrebbero tuttavia (dover) tenere nella dovuta considerazione di diversi fattori.

Ad esempio, una durata triennale potrebbe consentire una maggiore continuità nella politica di remunerazione e, salvo successive modifiche, eviterebbe di dover sottoporre ogni anno la politica al voto vincolante dell’assemblea, fermo il voto consultivo di quest’ultima sulla seconda sezione della relazione, che avrà necessariamente cadenza annuale. Una politica triennale potrebbe altresì agevolare l’allineamento tra la politica stessa ed eventuali piani di incentivazione di lungo termine basati su strumenti finanziari che prevedano obiettivi di *performance* triennali, anch’essi sottoposti all’approvazione assembleare ai sensi dell’art. 114-*bis* del TUF <sup>(46)</sup>.

Sotto altro punto di vista, tuttavia, una politica di durata triennale vedrebbe inevitabilmente tra i suoi destinatari, in tutto o in parte, amministratori diversi da quelli che l’hanno predisposta. Ciò potrebbe assicurare una maggior “terzietà” nella definizione della politica, ma potrebbe allo stesso tempo rendere più probabile un successivo intervento di modifica. Assumiamo infatti, a titolo esemplificativo, che la durata del mandato dell’organo di amministrazione sia di tre esercizi e che il nuovo organo sia nominato dall’assemblea convocata per l’approvazione del bilancio 2020 (e quindi per gli esercizi 2021-2022-2023). Se la politica triennale venisse predisposta dall’organo di amministrazione uscente e approvata dalla predetta assemblea di bilancio, essa vincolerebbe il nuovo organo per tutta la durata del mandato (2021-2022-2023), salvo successive modifiche. Se la politica triennale venisse predisposta dal nuovo organo di amministrazione nel corso del suo primo anno di mandato, e fosse approvata dall’assemblea convocata per l’approvazione del bilancio 2021, essa vincolerebbe per due anni (2022 e 2023) quello stesso organo e per un anno (2024) il successivo organo di amministrazione (*i.e.* quello nominato dall’assemblea convocata per l’approvazione del

---

<sup>(46)</sup> Ciò potrebbe infatti consentire di sottoporre contestualmente all’approvazione della medesima Assemblea (i) la politica di remunerazione, comprensiva anche della componente variabile di lungo termine e (ii) il documento informativo relativo al piano di remunerazione *ex* art. 114-*bis* TUF attuativo della, e conforme alla, politica stessa. Diversamente, l’approvazione di una politica – ipotizziamo nell’anno 1 – di durata annuale che preveda anche componenti variabili pluriennali (ipotizziamo triennali, eventualmente anche con più cicli *rolling*) e la contemporanea approvazione – sempre nell’anno 1 – di un piano basato su strumenti finanziari di durata pluriennale, e che dunque fuoriesca dal periodo di durata della medesima politica, potrebbe comportare una necessità di coordinamento del documento informativo del detto piano e del relativo regolamento con eventuali politiche successive che dovessero modificare quanto originariamente stabilito dalla politica e dal documento informativo approvati dall’assemblea nell’anno 1.



bilancio 2023). Tale seconda ipotesi sembrerebbe più in linea con quanto accade normalmente con politiche di durata annuale, in virtù delle quali il nuovo consiglio, per il primo anno di mandato, è di norma sottoposto alla politica predisposta dal precedente organo amministrativo. Potrebbe però comportare maggiori difficoltà di allineamento con piani di remunerazione caratterizzati da obiettivi triennali, in caso di mancato rinnovo di uno o più consiglieri beneficiari del piano.

Altro principio fondamentale introdotto nell'art. 123-ter dal d.lgs. n. 49/2019 riguarda, come noto, la *(in)derogabilità* della politica di remunerazione. Il comma 3-bis stabilisce infatti che le società possano attribuire compensi “*solo in conformità con la politica di remunerazione da ultimo approvata dai soci*” e che le medesime società possano derogare “*temporaneamente*” alla politica solo in presenza di “*circostanze eccezionali*”, per tali intendendosi “*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*”, e a condizione che la politica medesima preveda “*le condizioni procedurali in base alle quali la deroga può essere applicata e specifici gli elementi della politica a cui si può derogare*”<sup>(47)</sup>.

Quanto invece alla seconda sezione della relazione, ai sensi dell'art. 123-ter, comma 4, del TUF, gli emittenti, sempre in *modo chiaro e comprensibile* (come specificato dal d.lgs. n. 49/2019), sono invece chiamati a:

- (a) fornire un'adeguata rappresentazione di ciascuna delle voci che compongono la remunerazione, compresi i trattamenti previsti in caso di cessazione dalla carica o di risoluzione del rapporto di lavoro, evidenziandone la coerenza con la politica della società in materia di remunerazione nell'esercizio di riferimento;
- (b) illustrare analiticamente i compensi corrisposti nell'esercizio di riferimento a qualsiasi titolo e in qualsiasi forma dalla società e da società controllate e collegate, segnalando le eventuali componenti dei suddetti compensi che siano riferibili ad attività svolte in esercizi precedenti a quello di riferimento ed evidenziando, altresì, i compensi da corrispondere in uno o più esercizi successivi a fronte dell'attività svolta nell'esercizio di riferimento, eventualmente indicando un valore di stima per le componenti non oggettivamente quantificabili nell'esercizio di riferimento; e
- (c) illustrare il modo in cui la società ha tenuto conto del voto consultivo (*cf. infra*) espresso l'anno precedente sulla seconda sezione della relazione (novità introdotta dal d.lgs. n. 49/2019).

Le informazioni relative alla seconda sezione, come è sempre stato sin dalla prima introduzione dell'art. 123-ter nel 2010, devono essere fornite (i) nominativamente, per i componenti degli organi di amministrazione e controllo e i direttori generali, e (ii) in

---

<sup>(47)</sup> Sul punto, si v. anche l'ultimo cpv. del precedente paragrafo 2.2.4.



forma aggregata, per i dirigenti con responsabilità strategica (fatto salvo per quei DRS che abbiano percepito nel corso dell'esercizio compensi complessivi maggiori rispetto al compenso complessivo più elevato attribuito ai soggetti per cui è richiesta l'indicazione nominativa).

Ai sensi del nuovo comma 8-*bis* dell'art. 123-*ter*, anch'esso introdotto dal d.lgs. n. 49/2019, il soggetto incaricato di effettuare la revisione legale dei conti è tenuto altresì a verificare l'avvenuta predisposizione della seconda sezione della relazione da parte degli amministratori.

Fermo quanto precede, in virtù dei commi 7 e 8 dell'art. 123-*ter* viene demandata alla potestà regolamentare della Consob l'individuazione (i) delle informazioni da includere nella politica di remunerazione e delle caratteristiche di quest'ultima in conformità con l'art. 9-*bis* della SHRD (come introdotto dalla SHRD 2)<sup>(48)</sup> nonché (ii) delle informazioni da includere nella sezione relativa ai compensi corrisposti, in conformità con quanto previsto dall'art. 9-*ter* della SHRD (come introdotto dalla SHRD 2).

### **3.2 Le modifiche apportate dalla Consob al Regolamento Emittenti e ai relativi schemi di *disclosure***

In attuazione della predetta delega, la Consob è intervenuta sulle disposizioni del Regolamento Emittenti in materia di trasparenza delle remunerazioni e sul relativo schema di *disclosure* (Schema n. 7-*bis* dell'Allegato 3A), principalmente al fine di recepire, anche nella regolamentazione secondaria, le novità introdotte dalla SHRD 2 e già attuate a livello primario dal d.lgs. n. 49/2019, nei termini sopra descritti. Con l'occasione, la Consob ha altresì introdotto alcuni affinamenti, in particolare negli schemi di *disclosure*, volti a tener conto dell'esperienza applicativa maturata in questi anni.

Si tratta di modifiche che, a differenza di quanto previsto per la disciplina sulle operazioni con parti correlate, entrano in vigore subito<sup>(49)</sup>, senza che sia previsto alcun periodo transitorio. Ciò significa che le società dovranno adeguarsi alle nuove disposizioni già ai fini della predisposizione della prossima Relazione sulla politica in materia di remunerazione e sui compensi corrisposti che sarà sottoposta al voto assembleare in occasione dell'approvazione dei bilanci relativi all'esercizio 2020.

Tanto premesso, ci si sofferma qui di seguito sull'analisi delle principali novità.

---

<sup>(48)</sup> Per quanto concerne i soggetti sottoposti a vigilanza regolamentare, l'adozione delle disposizioni attuative relative alla prima sezione della relazione è rimessa alla Consob sentite Banca d'Italia e Ivass nonché nel rispetto di quanto previsto dalla normativa europea di settore.

<sup>(49)</sup> Più precisamente, dal giorno successivo alla pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale della delibera n. 21623 del 10 dicembre 2020.

### **3.2.1. Le modifiche all'art. 84-quater del Regolamento Emittenti: il regime di pubblicità e il contenuto della politica di remunerazione**

La prima modifica introdotta nell'art. 84-quater del Regolamento Emittenti riguarda il regime di pubblicità della relazione sulla politica in materia di remunerazione e sui compensi corrisposti.

La norma previgente richiedeva, come noto, che la relazione dovesse essere pubblicata sul sito *internet* dell'emittente *“per un tempo almeno pari a quello in cui le remunerazioni in linea con la predetta politica sono attribuite”*.

Sul punto, l'art. 9-ter, paragrafo 5, della SHRD (come introdotto dalla SHRD 2), dispone che le società debbano mettere a disposizione del pubblico la relazione sulla remunerazione sul loro sito *internet*, gratuitamente, per un periodo di dieci anni, e che possano decidere di prolungare tale periodo di disponibilità, *“purché essa non contenga più i dati personali degli amministratori”*.

Allo stesso tempo, il medesimo art. 9-ter, paragrafo 3, prevede che, *“fatto salvo un eventuale periodo più lungo stabilito da un atto legislativo settoriale dell'Unione”*, gli Stati membri debbano assicurare che le società *“non rendano più pubblicamente accessibili, in conformità del paragrafo 5 del presente articolo, i dati personali degli amministratori inclusi nella relazione sulla remunerazione conformemente al presente articolo dopo 10 anni dalla pubblicazione della relazione sulla remunerazione”*.

Inoltre, ai sensi del paragrafo 2 dell'art. 9-ter, gli Stati membri sono tenuti ad assicurare che le società *“non includano nella relazione sulla remunerazione particolari categorie di dati personali dei singoli amministratori ai sensi dell'articolo 9, paragrafo 1, del regolamento (UE) 2016/679 del Parlamento europeo e del Consiglio [(<sup>50</sup>)] o dati personali relativi alla situazione familiare dei singoli amministratori”*.

In considerazione di quanto precede, il nuovo comma 1 dell'art. 84-quater, come modificato dalla Consob, richiede ora che la relazione sia pubblicata sul sito *internet* per dieci anni e che, fermo restando il divieto di cui al predetto art. 9-ter, paragrafo 2, della SHRD, le società *“non rendano pubblicamente accessibili i dati personali contenuti nella seconda sezione della relazione decorsi dieci anni dalla sua pubblicazione”*.

Ciò significa che, nel caso in cui le società decidano di estendere la pubblicazione della relazione oltre il termine dei dieci anni, dovranno adottare adeguati meccanismi che consentano di eliminare l'accesso ai dati personali – tutti i dati personali e non solo i dati personali particolari di cui al menzionato paragrafo 2 dell'art. 9-ter della SHRD –

---

(<sup>50</sup>) Si tratta dei dati personali che rivelino l'origine razziale o etnica, le opinioni politiche, le convinzioni religiose o filosofiche, o l'appartenenza sindacale, nonché dati genetici, dati biometrici intesi a identificare in modo univoco una persona fisica, dati relativi alla salute o alla vita sessuale o all'orientamento sessuale della persona, tutti dati che non sono richiesti dagli schemi di *disclosure* previsti dal nostro ordinamento.

contenuti nella sezione sui compensi corrisposti.

In relazione al contenuto della politica di remunerazione, il nuovo comma 2-*bis* dell'art. 84-*quater* del Regolamento Emittenti prevede ora che la politica in materia di remunerazione descritta nella prima sezione della relazione, in conformità con quanto previsto dal nuovo art. 123-*ter* e dall'art. 9-*bis* della SHRD (come introdotto dalla SHRD 2), debba:

- (i) indicare come *“contribuisce alla strategia aziendale, al perseguimento degli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società ed è determinata tenendo conto del compenso e delle condizioni di lavoro dei dipendenti della società”*. Con riguardo al riferimento al compenso e alle condizioni di lavoro dei dipendenti, Consob precisa – all'interno dell'Appendice III alla Relazione illustrativa sugli esiti della consultazione, contenente la tabella di sintesi sulle modifiche al Regolamento Emittenti in materia di trasparenza delle remunerazioni (l'“**Appendice III**”) – di aver recepito l'analoga previsione contenuta nell'art. 9-*bis*, paragrafo 6, della SHRD (come introdotto dalla SHRD 2), rimettendo alle società di *“valutare come tener conto di tali aspetti e la relativa informativa”* <sup>(51)</sup>;
- (ii) definire le diverse componenti della remunerazione che possono essere riconosciute. Nel caso in cui si preveda l'attribuzione di una componente variabile della remunerazione, la politica deve altresì stabilire criteri per il riconoscimento di tale remunerazione *“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”*.

Con specifico riferimento agli obiettivi non finanziari, la Consob osserva che *“[l]a remunerazione rappresenta un meccanismo di allineamento degli interessi degli amministratori con le strategie dell'impresa e, pertanto, uno strumento per facilitare il conseguimento degli obiettivi strategici e di business da questa identificati”*. Conseguentemente, la Commissione ritiene che *“[...] l'individuazione dei criteri basati su obiettivi di performance non finanziari a cui legare la remunerazione variabile dipenda strettamente dalla strategia della società, dal tipo di business e dalla connessa materialità di tali tematiche, da declinarsi avuto riguardo al contesto in cui l'impresa opera, anche tenendo conto delle complessive discipline emanate a partire dall'adozione del Piano d'azione dell'UE sulla finanza sostenibile del marzo 2018, ivi incluse le indicazioni relative all'analisi di materialità. Qualora la strategia dell'impresa comprenda obiettivi non finanziari ovvero qualora tematiche ESG, ancorché non incluse nei piani strategici, risultino rilevanti a esito dell'analisi di materialità in ragione del business dell'impresa, legare una parte della remunerazione variabile a tali obiettivi sarà fondamentale per incentivare il perseguimento degli stessi. La formulazione della stessa Direttiva*

---

<sup>(51)</sup> Cfr. pp. 1-2 Appendice III.

*richiede che di criteri basati su obiettivi di performance non finanziari legati alla corporate social responsibility si tenga conto “se del caso”; il riferimento a tali criteri riguarda pertanto gli emittenti che, ad esito dell’analisi di materialità, ritengano tale tematica rilevante per il business della società”. In ogni caso – prosegue ancora la Consob – è possibile “considerare come parametri di performance non finanziari anche parametri connessi a obiettivi di business come, ad esempio, compliance, customer satisfaction o gestione delle risorse umane” e non solo quelli legati alla corporate social responsibility (per tali intendendosi, principalmente, obiettivi ambientali e sociali) <sup>(52)</sup>.*

Ciò dovrebbe significare, se ben si comprende, che la politica di remunerazione, qualora preveda una componente variabile, debba necessariamente prevedere anche obiettivi di *performance* non finanziari, ma non necessariamente obiettivi legati a temi ambientali o sociali. Invece, nel caso in cui – e solo nel caso in cui – la società lo ritenga opportuno alla luce del proprio *business*, del proprio piano industriale e della eventuale materialità di obiettivi di *corporate social responsibility* rispetto alle strategie perseguite, potranno essere inclusi nella propria politica di remunerazione (anche) obiettivi più propriamente connessi a tematiche di sostenibilità e responsabilità sociale d’impresa <sup>(53)</sup>.

Del resto, l’opportunità per gli emittenti di prevedere una correlazione tra la remunerazione del *top management* e obiettivi di carattere non finanziario, in particolare ESG, è un tema sempre più sentito anche a livello di *soft-law*, di *best practice* e di *engagement* <sup>(54)</sup>. Non a caso, il nuovo Codice di *Corporate Governance* approvato nel gennaio 2020, oltre a raccomandare all’organo di amministrazione di guidare la società perseguendone il successo sostenibile, prevede espressamente che gli obiettivi di *performance* cui è legata l’erogazione delle componenti variabili della remunerazione degli amministratori esecutivi e del *top management* <sup>(55)</sup> siano “predeterminati, misurabili e legati in parte significativa

---

<sup>(52)</sup> Per tutte le citazioni del presente capoverso, *cfr.* pp. 2-4 Appendice III.

<sup>(53)</sup> In tal senso sembrano esprimersi anche la citata Circolare ASSONIME n. 21/2019 (*cfr.* p. 53, in particolare nt. 97) e il documento congiunto ASSONIME – CONFINDUSTRIA contenente le osservazioni al Documento di Consultazione (*cfr.* pp. 21-22).

<sup>(54)</sup> Nel documento di risposta alla consultazione pubblica avviata da Consob, datato 4 dicembre 2019, ASSOGESTIONI sottolinea infatti “l’importanza di aver introdotto un legame tra la parte variabile della remunerazione e obiettivi di performance anche non finanziari, in linea con il trend europeo di crescente impegno nell’integrazione dei criteri ESG in tutti i processi” (*cfr.* p. 6).

<sup>(55)</sup> Per tali intendendosi, secondo la definizione del nuovo Codice di *Corporate Governance*, gli “*alti dirigenti che non sono membri dell’organo di amministrazione e hanno il potere e la responsabilità della pianificazione, della direzione e del controllo delle attività della società e del gruppo ad essa facente capo*”. Si tratta di una definizione che nella sostanza, salvo per quanto riguarda i componenti dell’organo di amministrazione, sembra poter coincidere con la definizione di “*dirigenti con responsabilità strategiche*” di cui all’art. 65, comma 1-*quater*, del Regolamento Emittenti, che attualmente rinvia all’Allegato 1 al Regolamento OPC (Allegato che, che dal 1° luglio 2021, sarà abrogato, con conseguente rinvio diretto alla definizione contenuta nel paragrafo 9 dello IAS 24).

a un orizzonte di lungo periodo” nonché “coerenti con gli obiettivi strategici della società” e “finalizzati a promuoverne il successo sostenibile, comprendendo, ove rilevanti, anche parametri non finanziari”<sup>(56)</sup>.

- (iii) specificare gli elementi della politica ai quali, in presenza di “circostanze eccezionali”, è possibile derogare temporaneamente, nonché le condizioni procedurali in base alle quali, fermo quanto previsto dal Regolamento OPC, la deroga può essere applicata<sup>(57)</sup>. A tal fine, la Consob individua quali esempi di circostanze eccezionali “(i) la necessità di sostituire, a causa di eventi imprevisi, un amministratore delegato e di dover negoziare in tempi rapidi un pacchetto retributivo, laddove i vincoli contenuti nella politica approvata potrebbero limitare le possibilità delle società di attrarre manager con le professionalità più adeguate a gestire l’impresa; (ii) variazioni sensibili del perimetro dell’attività dell’impresa nel corso di validità della politica, quali la cessione di un’impresa/ramo d’azienda sulla cui attività erano basati obiettivi di performance della politica di riferimento ovvero l’acquisizione di un business significativo non ricompreso nella politica”<sup>(58)</sup>.

### **3.2.2. Le modifiche alla Sezione I dello Schema n 7-bis dell’Allegato 3A al Regolamento Emittenti**

Sempre in tema di politica di remunerazione, ulteriori modifiche o precisazioni sono previste con riguardo allo schema di relazione contenuto nell’Allegato 3A al Regolamento Emittenti.

Soffermandoci sulle principali disposizioni interessate dall’intervento di revisione (per facilità di lettura, le novità apportate sono evidenziate, virgolettate, in carattere corsivo), è stato previsto in particolare che la prima sezione della relazione sulla politica in materia di remunerazione debba illustrare “*in modo chiaro e comprensibile*”:

- l’eventuale intervento di un comitato per la remunerazione o di altro comitato competente in materia, descrivendone la composizione, le competenze e le modalità di funzionamento, nonché le “*eventuali ulteriori misure volte a evitare o gestire i conflitti di interesse*” (cfr. par. 1, lett. b), Sezione I).

Sul punto, riscontrando un suggerimento proposto in sede di consultazione, Consob ha precisato che “*il Regolamento OPC non si applica alla definizione della politica di remunerazione per la quale è l’autodisciplina a prevedere il coinvolgimento del comitato remunerazione*”<sup>(59)</sup>. La Commissione non fornisce invece indicazioni esemplificative in merito alle ulteriori possibili misure volte alla gestione di

<sup>(56)</sup> V. Raccomandazione 27, lett. c).

<sup>(57)</sup> Il rispetto del Regolamento OPC può essere previsto dalle società anche quale unica condizione procedurale per la temporanea deroga alla politica di remunerazione.

<sup>(58)</sup> Cfr. p. 6 Appendice III.

<sup>(59)</sup> Cfr. p. 7 Appendice III.



possibili conflitti di interesse. Un'ipotesi potrebbe essere quella di prevedere l'astensione dal voto in seno all'organo di amministrazione da parte di quei consiglieri che siano destinatari diretti di previsioni solo ad essi applicabili, come spesso accade, ad esempio, per l'amministratore delegato (o per il direttore generale che sia anche amministratore della società) e/o per il presidente dell'organo di amministrazione. Si tratterebbe, in ogni caso, di una scelta rimessa alla discrezionalità dei singoli emittenti;

- *“come la società ha tenuto conto del compenso e delle condizioni di lavoro dei propri dipendenti nella determinazione della politica di remunerazione”* (cfr. par. 1, nuova lett. c), Sezione I);
- le finalità perseguite con la politica delle remunerazioni, i principi che ne sono alla base, *“la durata e, in caso di revisione, la descrizione dei cambiamenti rispetto alla politica delle remunerazioni da ultimo sottoposta all'assemblea e di come tale revisione tenga conto dei voti e delle valutazioni espressi dagli azionisti nel corso di tale assemblea o successivamente”* <sup>(60)</sup> (cfr. par. 1, nuova lett. e), Sezione I);
- con riferimento alle componenti variabili, una descrizione degli obiettivi di *performance* *“finanziari e non finanziari, se del caso tenendo conto di criteri relativi alla responsabilità sociale d'impresa”*, in base ai quali vengono assegnate, distinguendo tra componenti variabili di breve e di medio-lungo termine, e informazioni sul legame tra la variazione dei risultati e la variazione della remunerazione (cfr. par. 1, nuova lett. h), Sezione I);
- i criteri utilizzati per la valutazione *“del raggiungimento”* degli obiettivi di *performance* alla base dell'assegnazione di azioni, opzioni, altri strumenti finanziari o altre componenti variabili della remunerazione, *“specificando la misura della componente variabile di cui è prevista l'erogazione in funzione del livello di conseguimento degli obiettivi stessi”* (cfr. par. 1, nuova lett. i), Sezione I).

Tenuto conto delle osservazioni pervenute in sede di consultazione, tale previsione è stata parzialmente riformulata rispetto al testo originariamente proposto da Consob, che richiedeva di specificare la *“componente variabile connessa al raggiungimento degli obiettivi (target), eventualmente distinta in base al livello di conseguimento degli stessi”*. Tra le altre cose, in sede di consultazione era infatti stato chiesto alla Commissione di chiarire quali informazioni dovessero (e debbano) essere fornite nell'ambito di tale paragrafo della politica di remunerazione e, più nello specifico, se gli emittenti dovessero (e debbano) individuare (a) solo il tipo di parametro dal cui raggiungimento dipende la corresponsione della componente variabile della remunerazione o anche (b) il valore numerico puntuale (*target*) del parametro medesimo. Questa seconda ipotesi veniva invero considerata

---

<sup>(60)</sup> L'avverbio “successivamente” sembrerebbe lasciar spazio anche ad eventuali indicazioni pervenute in via *extra*-assembleare, ad esempio in sede di *engagement*.



inopportuna dai partecipanti alla consultazione, oltre che non richiesta dalla SHRD 2, la quale – al riguardo – si limita a richiedere che la politica spieghi “*i metodi da applicare per determinare in che misura i criteri basati sui risultati sono stati soddisfatti*”.

In riscontro a quanto precede, la Consob ha chiarito che “[c]ome nella regolamentazione vigente, non è richiesta l’indicazione *ex ante* dei valori target degli indicatori di performance, bensì la sola indicazione dei parametri cui la remunerazione sarà collegata e della misura della componente variabile che sarà erogata in funzione del livello di conseguimento degli obiettivi di performance. Con tale ultima espressione si intende consentire la rappresentazione dei compensi eventualmente previsti in caso di conseguimento di performance prossime rispetto al target (in caso di c.d. di sovraperformance/sottoperformance o curva di incentivazione)”<sup>(61)</sup>. In tema di modalità di verifica del raggiungimento degli obiettivi di performance, la Commissione ha inoltre precisato che “[...] nell’ambito dell’informativa in esame, dovrà essere indicato se ai fini della verifica del raggiungimento degli obiettivi di performance, si farà riferimento a dati di bilancio così come approvati dai competenti organi sociali ovvero a risultati “rettificati” (“adjusted) (depurati delle componenti straordinarie)”<sup>(62)</sup>;

- informazioni volte ad evidenziare “*il contributo*” (la norma previgente faceva riferimento alla “*coerenza*”) della politica delle remunerazioni “*e in particolare della politica in materia di componenti variabili della remunerazione, alla strategia aziendale*”, al perseguimento degli interessi a lungo termine nonché alla “*sostenibilità*” della società (cfr. par. 1, nuova lett. j), Sezione I). Viene invece eliminato il riferimento espresso alla coerenza con la politica di gestione del rischio, che tuttavia sembra comunque potersi considerare ricompreso all’interno della nuova formulazione. In tanto potrebbe configurarsi un contributo della politica delle remunerazioni alla strategia aziendale e alla sostenibilità dell’impresa in quanto la stessa sia – logicamente – coerente con la politica di rischio della società;
- gli eventuali meccanismi di correzione *ex post* della componente variabile della remunerazione, e cioè, viene precisato, eventuali clausole di *malus* o di *claw-back* che prevedano rispettivamente, al verificarsi di determinate condizioni, di trattenere somme maturate, ma non ancora corrisposte, ovvero di chiedere la restituzione di somme già attribuite (cfr. par. 1, nuova lett. k), Sezione I);
- la politica relativa ai trattamenti previsti in caso di cessazione dalla carica o di

---

<sup>(61)</sup> Cfr. pp. 7-8 Appendice III.

<sup>(62)</sup> Cfr. p. 9 Appendice III. Tale specificazione, prosegue Consob, “[...] trae origine d[a]ll’osservazione della prassi applicativa della disciplina che ha visto in alcuni casi come le grandezze, ad esempio reddituali, prese in considerazione per la verifica del raggiungimento dei risultati non coincidessero con quelle indicate nel bilancio approvato ma fossero il risultato di aggiustamenti volti ad escludere, ad esempio, costi straordinari, svalutazioni di partecipazioni, minusvalenze da cessioni ecc.”.

risoluzione del rapporto di lavoro, specificando (cfr. par. 1, nuova lett. m), Sezione I):

- *“la durata di eventuali contratti di lavoro e ulteriori accordi, il periodo di preavviso, ove applicabile” e quali circostanze determinino l’insorgere del diritto* <sup>(63)</sup>;
- *“i criteri per la determinazione dei compensi spettanti ad amministratori, direttori generali e a livello aggregato ai dirigenti con responsabilità strategica, distinguendo, ove applicabili, le componenti attribuite in forza della carica di amministratore da quelle relative a rapporti di lavoro dipendente, nonché le componenti per eventuali impegni di non concorrenza. Nel caso tali compensi siano espressi in funzione dell’annualità, indicare in modo dettagliato le componenti di tale annualità (fissa, variabile, etc.)”*;
- *l’eventuale collegamento tra tali “compensi”* <sup>(64)</sup> *e le performance della società*;
- *“gli eventuali effetti della cessazione del rapporto sui diritti assegnati nell’ambito di piani di incentivazione basati su strumenti finanziari o da erogare per cassa”*;
- *“l’eventuale previsione di assegnazione o mantenimento di benefici non monetari a favore dei soggetti ovvero di stipula di contratti di consulenza per un periodo successivo alla cessazione del rapporto”*.

Come sottolineato dalla Consob nell’ambito del Documento di Consultazione, tali modifiche tengono conto anche dell’esperienza applicativa maturata in questi anni “[...] che ha mostrato con frequenza formulazioni ambigue o generiche, poco idonee a consentire agli investitori di apprezzare la reale consistenza dei trattamenti previsti dalla politica in caso di cessazione dalla carica” <sup>(65)</sup>. Ciò detto, si tratta in realtà di modifiche che, per la maggior parte, ricalcano le indicazioni già contenute nella Comunicazione Consob n. DCG/DSR/0051400 del 19 giugno 2014, recante “Raccomandazioni in materia di informazioni da fornire al pubblico su indennità e/o altri benefici riconosciuti ad amministratori esecutivi e direttori generali di società italiane incluse negli indici Ftse Mib e Mid Cap in caso di cessazione dalla carica o scioglimento del rapporto” e successivamente recepite, a livello di autodisciplina, prima nell’art. 6.C.8 del Codice di Autodisciplina e oggi

---

<sup>(63)</sup> Sul punto, Consob precisa che “non dovrà farsi riferimento alla durata della carica dei componenti degli organi sociali ma, come specificato nel testo, alla durata e al periodo di preavviso previsti da eventuali contratti di lavoro o ulteriori accordi con la società ovvero dai contratti collettivi di lavoro di riferimento” (cfr. p. 10 Appendice III).

<sup>(64)</sup> Termine utilizzato in sostituzione dell’attuale, e più generico, “trattamenti”.

<sup>(65)</sup> Cfr. Documento di Consultazione, p. 77.

nella *Raccomandazione 31* del Codice di *Corporate Governance*;

- se la politica di remunerazione è stata definita utilizzando come riferimento le politiche di altre società, e, in caso positivo, i criteri utilizzati per la scelta “*e l’indicazione*” di tali società (cfr. par. 1, nuova lett. p), Sezione I). Viene dunque richiesto che siano espressamente indicati i *peers* assunti a riferimento per la determinazione della politica;
- “*gli elementi della politica delle remunerazioni ai quali, in presenza di circostanze eccezionali, è possibile derogare e, fermo quanto previsto dal Regolamento n. 17221 del 12 marzo 2010, le eventuali ulteriori condizioni procedurali in base alle quali la deroga può essere applicata*” (cfr. par. 1, nuova lett. q), Sezione I).

Con riferimento ai componenti dell’organo di controllo, si prevede inoltre che, fermo restando quanto previsto dall’art. 2402 c.c., la prima sezione della relazione debba descrivere anche “*gli eventuali criteri di determinazione del compenso*”. A tal riguardo, si precisa che “*qualora l’organo di controllo uscente, in vista della formulazione da parte dei soci di proposte all’assemblea in ordine al compenso dell’organo di controllo, abbia trasmesso alla società approfondimenti sulla quantificazione dell’impegno richiesto per lo svolgimento dell’incarico, la sezione contiene una sintesi di tali approfondimenti*” (cfr. nuovo par. 2, Sezione I). In riferimento a tale previsione, la Consob<sup>(66)</sup> sottolinea il carattere *eventuale* delle informazioni sui criteri per la determinazione del compenso dei membri dell’organo di controllo e rammenta come le norme di comportamento del collegio sindacale di società quotate elaborate dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili (“CNDCEC”) considerino “[...] *opportuno che il collegio sindacale uscente, prima della scadenza del proprio incarico, riassume in un apposito documento le attività espletate, precisando il numero di riunioni e la loro durata media, nonché il tempo richiesto per ciascuna delle attività espletate e le risorse professionali impiegate. Detto documento è trasmesso alla società in modo da consentire ai soci e ai candidati sindaci di valutare l’adeguatezza del compenso proposto*” (cfr. norma Q.1.6, “Retribuzione”).

### ***3.2.3. Le modifiche alla Sezione II dello Schema n 7-bis dell’Allegato 3A al Regolamento Emittenti in riferimento ai compensi corrisposti***

Per quanto concerne le informazioni da includere all’interno della seconda sezione della relazione, quella relativa ai compensi corrisposti, è stata rivista la Sezione II dello Schema n. 7-bis del citato Allegato 3A al Regolamento Emittenti.

Le modifiche apportate sono essenzialmente volte ad adeguare lo schema di *disclosure* alle nuove previsioni introdotte dalla SHRD 2 e ad introdurre alcuni aggiustamenti alla luce dell’esperienza e delle prassi maturate in questi anni. A questo proposito, occorre inoltre considerare che la Commissione europea, in virtù della delega ad essa attribuita

---

<sup>(66)</sup> Cfr. p. 12 e nt. 6 Appendice III.

dal paragrafo 6 dell'art. 9-ter della SHRD (come introdotto dalla SHRD 2), è chiamata ad adottare linee guida sul *remuneration report*. Si tratta, più precisamente, di orientamenti volti ad assicurare un'armonizzazione coerente delle disposizioni sulla trasparenza delle remunerazioni all'interno dei vari Stati membri, che avranno in ogni caso natura non vincolante. Posto che tale delega non è stata ancora esercitata con la definitiva approvazione delle linee guida, la Consob non ha potuto allo stato considerarle ed ha anticipato che, una volta che la Commissione Europea avrà approvato il documento finale, potrà valutare come tenerne conto, anche in considerazione di eventuali richieste provenienti dal mercato <sup>(67)</sup>.

Ciò detto, nel paragrafo 1.1. della prima parte della Sezione II dello Schema n. 7-bis viene previsto che debba essere fornita una rappresentazione *“adeguata, chiara e comprensibile”* di ciascuna delle voci che compongono la remunerazione, compresi i trattamenti <sup>(68)</sup> previsti in caso di cessazione dalla carica o di risoluzione del rapporto di lavoro, evidenziandone la *“conformità”* – e non più la *“coerenza”* – con la politica in materia di remunerazione di riferimento nonché *“le modalità con cui la remunerazione contribuisce ai risultati a lungo termine della società”*.

Con specifico riguardo alle componenti variabili della remunerazione, viene altresì richiesto di fornire informazioni *“sulle modalità con cui gli obiettivi di performance della politica delle remunerazioni di riferimento sono stati applicati”*. In particolare, per i soggetti i cui compensi sono illustrati nominativamente, viene richiesto di fornire indicazione *“degli obiettivi raggiunti in confronto con quelli previsti, salva la facoltà per le società di omettere tali informazioni ove necessario per la tutela della riservatezza delle informazioni commercialmente sensibili o dei dati previsionali non pubblicati, motivandone le ragioni”*.

È questa una novità di particolare rilievo, che prende le mosse dal nuovo art. 9-ter, par. 1, lett. a), della SHRD (come introdotto dalla SHRD 2), ai sensi del quale la relazione deve indicare tra l'altro *“informazioni sul modo in cui sono stati applicati i criteri basati sui risultati”*.

Rispetto al testo originariamente posto in consultazione, la versione finale approvata dalla Consob contiene tuttavia delle novità significative, che tengono conto delle osservazioni formulate sul punto in sede di consultazione. La proposta iniziale, lo si rammenta, prevedeva infatti che, con riguardo alle componenti variabili, dovessero essere fornite (i) *“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”*, nonché (ii) l'*“indicazione della proporzione tra i compensi di natura fissa e variabile nell'ambito della remunerazione totale”*. Tale originaria formulazione – come sottolineava la Consob nel Documento di Consultazione – e in

---

<sup>(67)</sup> Cfr. Documento di consultazione, par. 2.3, p. 24.

<sup>(68)</sup> Rispetto a quanto osservato in precedenza (v. par. 3.2.2., nt. 64, *supra*), qui è stato mantenuto il termine *“trattamenti”* invece che compensi.

particolare la *disclosure* dei *target* dei compensi variabili consentivano di assicurare al mercato “[...] la piena accountability circa l’applicazione ex post degli obiettivi di performance di natura finanziaria e non finanziaria [...]” previsti dalla politica e si collocavano in linea con i presumibili contenuti delle linee guida della Commissione Europea in corso di predisposizione <sup>(69)</sup>.

Ritornando sul punto, come anticipato, la Commissione ha tuttavia rimeditato la propria iniziale posizione, e “[t]enuto conto, da un lato, dell’utilità dell’informativa ex post sul raggiungimento dei target e, dall’altro, delle esigenze di riservatezza degli emittenti su informazioni di contenuto sensibile” ha previsto espressamente la “facoltà per le società di omettere le informazioni ex post sui target, motivando tale scelta”. Tale omissione, sottolinea la Consob, “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” <sup>(70)</sup>.

Inoltre, tenendo conto – anche in questo caso – delle osservazioni provenienti dal mercato, l’informativa richiesta è stata limitata ai soli soggetti per i quali è prevista la *disclosure* su base nominativa.

Ciò detto, è tuttavia possibile che, ad esito dell’approvazione del testo finale delle linee guida da parte della Commissione Europea, tale previsione sia oggetto di ulteriori ripensamenti e/o interventi da parte della Consob. Gli stessi partecipanti alla consultazione, del resto, nel chiedere alla Commissione di rivedere il testo originariamente proposto, evidenziavano come “La Consob, successivamente

---

<sup>(69)</sup> Si consideri, al riguardo, che nella bozza di linee guida datata 1° marzo 2019 posta in consultazione sul sito della Commissione Europea e disponibile all’indirizzo [https://ec.europa.eu/info/consultations/public-consultation-remuneration-report-guidelines-implementing-shareholders-rights-directive\\_en](https://ec.europa.eu/info/consultations/public-consultation-remuneration-report-guidelines-implementing-shareholders-rights-directive_en), la *disclosure* sull’applicazione dei criteri per il calcolo della remunerazione era disciplinata come segue (cfr. paragrafo 5.5):

“3. Where applicable, companies should present for each director a description of the financial and non-financial (including, where appropriate, corporate social responsibility) performance criteria as included in the remuneration policy for the different elements of the remuneration, the performance achieved over the reported financial year and the outcome of the award resulting from each criterion. To the extent applicable, the description of the performance criteria should include the predetermined targets or objectives, and should include both the minimum and the maximum award under each criterion, a description on how the award is calculated as well as the relative weighting of the performance criteria in the total variable remuneration. 4. The information on performance criteria and its application should in principle be provided following the format example of Table 4. However, where the nature and/or complexity of the applicable criteria are difficult to capture in a table format, information as a narrative or a combination of table-based and narrative information may be more meaningful. In any case, the presentation of the outcome should include the actual measured performance, the value of the respective award as regards each individual director and applicable criteria and, where appropriate, how (upward or downward) discretion has been exercised in respect of the award. Furthermore, it could also include information regarding the previous financial year. The information should be provided in a way that allows to distinguish between one-year and multi-year incentives”.

<sup>(70)</sup> Per le citazioni di cui al presente capoverso, cfr. pp. 13-14 Appendice III.



*all'emanazione delle citate linee guida, potrà valutare se e che tipo di interventi effettuare con riguardo agli schemi dell'informativa ex post*" <sup>(71)</sup>.

In aggiunta a quanto sopra, il nuovo par. 1.1 della prima parte della Sezione II richiede di fornire indicazione della *“proporzione tra i compensi di natura fissa e variabile nell'ambito della remunerazione totale, specificando gli elementi inclusi nel calcolo”*, anche mediante rinvio alle tabelle contenute nella seconda parte della Sezione II dello Schema n. 7-bis. La definizione delle effettive modalità di calcolo della proporzione tra compensi fissi e variabili sul totale della remunerazione è rimessa dalla Consob alle singole società, *“con la precisazione che venga indicata la metodologia seguita, anche facendo riferimento alle Tabelle”* <sup>(72)</sup>. Coerentemente con quanto precede, nel testo finale del nuovo Schema n. 7-bis approvato dalla Consob, è stata eliminata l'originaria proposta di modifica della Tabella 1 (relativa ai compensi corrisposti ai componenti degli organi di amministrazione e di controllo, ai direttori generali e agli altri dirigenti con responsabilità strategiche) che prevedeva l'introduzione di una nuova colonna dedicata alla *“Proporzione tra compensi di natura fissa e variabile”* <sup>(73)</sup>.

Con riferimento alle informazioni relative ai trattamenti di fine carica o di fine rapporto, è stato parzialmente rivisto il paragrafo 1.2 della prima parte della Sezione II dello Schema n. 7-bis, anche alla luce degli orientamenti già assunti dalla Consob con la citata Comunicazione Consob del 19 giugno 2014 e delle raccomandazioni di autodisciplina in merito alla trasparenza sulle buonuscite. Tale paragrafo prevede ora che *“in caso di attribuzione”* di indennità *“e/o altri benefici per la cessazione dalla carica o per la risoluzione del rapporto di lavoro nel corso dell'esercizio”* <sup>(74)</sup>, le società debbano indicare (in carattere corsivo virgolettato le integrazioni):

---

<sup>(71)</sup> V. documento congiunto ASSONIME – CONFINDUSTRIA contenente le osservazioni al Documento di Consultazione (p. 23). Rammentiamo al riguardo, per quanto d'interesse, che in riferimento all'oggetto della disclosure ASSOGESTIONI aveva condiviso la proposta iniziale di Consob, segnalando come particolarmente utile *“la previsione dell'indicazione degli obiettivi di performance, di natura finanziaria e non finanziaria, raggiunti in confronto con quelli previsti ex ante, in grado di assicurare al mercato maggiore accountability circa l'applicazione ex post”* (cfr. p. 6 del documento in risposta alla consultazione). Lo si segnala in quanto – alla luce della posizione assunta in tale sede dall'Associazione di categoria del risparmio gestito – non sorprenderebbe se le scelte degli emittenti tenessero conto anche di eventuali orientamenti provenienti da investitori istituzionali e gestori di attivi. Ciò, a maggior ragione, considerando che la Sezione II della relazione sulla remunerazione, a seguito delle modifiche introdotte dal d.lgs. n. 49/2019, è ora sottoposta al voto consultivo degli azionisti.

<sup>(72)</sup> Cfr. pp. 24-25 Appendice III.

<sup>(73)</sup> All'interno di tale colonna – secondo la originaria proposta sottoposta a consultazione (cfr. Documento di Consultazione, p. 84) – si chiedeva di rappresentare *“nella forma A%/B% le incidenze percentuali di: (A) somma dei compensi di natura fissa, dati dalla somma delle voci (1) [compensi fissi], (2) [compensi per la partecipazione a comitati], (4) [benefici non monetari] e (5) [altri compensi], in rapporto alla remunerazione totale e (B) somma dei compensi di natura variabile, dati dalla somma delle voci (3) [compensi variabili non equity] e (6) [fair value dei compensi equity], in rapporto alla remunerazione totale”*

<sup>(74)</sup> La previgente formulazione del par. 1.2 era invece la seguente *“Con particolare riferimento agli accordi che prevedono indennità in caso di scioglimento anticipato del rapporto”*.



- “la circostanza che ne giustifica la maturazione”;
- “i compensi di fine carica o di cessazione del rapporto di lavoro, distinguendo la parte corrisposta immediatamente da quella eventualmente soggetta a meccanismi di differimento e distinguendo altresì le componenti attribuite in forza della carica di amministratore da quelle relative a eventuali rapporti di lavoro dipendente nonché le componenti per eventuali impegni di non concorrenza”;
- l’eventuale presenza di criteri di *performance* a cui è legata l’assegnazione dell’indennità;
- gli eventuali effetti della cessazione del rapporto sui diritti assegnati nell’ambito di piani di incentivazione basati su strumenti finanziari o da erogare per cassa;
- l’eventuale esistenza di accordi che prevedono l’assegnazione o il mantenimento di benefici non monetari a favore dei soggetti che hanno cessato il loro incarico ovvero la stipula di contratti di consulenza per un periodo successivo alla cessazione del rapporto, “specificandone l’importo”;
- “ogni altro compenso attribuito a qualsiasi titolo e in qualsiasi forma”;
- “la conformità dell’indennità e/o altri benefici alle indicazioni contenute nella politica delle remunerazioni di riferimento”.

È rimasta invece inalterata la previsione secondo cui le “società di minori dimensioni”<sup>(75)</sup> possono fornire le informazioni sugli “accordi che prevedono indennità in caso di scioglimento anticipato del rapporto” solo con riferimento agli amministratori esecutivi e al presidente dell’organo di amministrazione. La formulazione in virgolettato, che replica(va) quella utilizzata nel primo comma del previgente par. 1.2<sup>(76)</sup>, non è stata allineata alla nuova versione del par. 1.2, come sopra riportata.

Procedendo nell’analisi del nuovo Schema n. 7-bis, vengono introdotte *ex novo* all’interno della prima parte della Sezione II le disposizioni sulle informazioni da fornire con riferimento:

- a qualsiasi deroga (sia in *melius* che in *peius* per i destinatari) alla politica di remunerazione applicata in “circostanze eccezionali”, prevedendo che in relazione a ciascuna di esse debbano essere indicati:
  - gli specifici elementi a cui si è derogato e la politica delle remunerazioni di

---

<sup>(75)</sup> Per tali intendendosi le società per le quali né l’attivo dello stato patrimoniale né i ricavi, come risultanti dall’ultimo bilancio consolidato approvato, superino i 500 milioni di euro (secondo la definizione contenuta nell’art. 3, comma 1, lett. f), del Regolamento OPC).

<sup>(76)</sup> Cfr. nt. 74 *supra*.

riferimento in cui era prevista la facoltà di deroga;

- le informazioni sulla natura delle circostanze eccezionali, inclusa la spiegazione di come la deroga sia 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;
  - le informazioni sulla procedura seguita e la conferma della conformità di tale procedura alle condizioni indicate nella politica delle remunerazioni di riferimento;
  - le informazioni sulla remunerazione corrisposta in tali circostanze eccezionali (cfr. nuovo par. 1.3, Sezione II, parte prima);
- all’eventuale applicazione dei meccanismi di correzione *ex post* della componente variabile della remunerazione (*malus* o *claw back*), prevedendo che le società debbano indicare in sintesi le motivazioni, l’ammontare oggetto della correzione e l’esercizio di riferimento dei compensi oggetto delle misure. Tali informazioni devono essere fornite nominativamente per i componenti dell’organo di amministrazione e di controllo e per i direttori generali <sup>(77)</sup> e in aggregato per i dirigenti con responsabilità strategiche (cfr. nuovo par. 1.4, Sezione II, parte prima);
- alla variazione annuale della remunerazione, prevedendo che le società debbano fornire informazioni di confronto, per gli ultimi cinque esercizi o per il minor periodo di quotazione della società o di permanenza in carica dei soggetti, tra la variazione annuale:
- della remunerazione totale di ciascuno dei soggetti per i quali le informazioni di cui alla seconda sezione della relazione sono fornite nominativamente;
  - dei risultati della società;
  - della remunerazione annua lorda media, parametrata su dipendenti a tempo pieno, dei dipendenti diversi da quelli per i quali le informazioni di cui alla seconda sezione della relazione sono fornite nominativamente

(cfr. nuovo par. 1.5, Sezione II, parte prima).

Si tratta di una previsione che attua l’art. 9-ter, paragrafo 1, lett. b), della SHRD (come introdotto dalla SHRD 2), ai sensi del quale le relazioni devono indicare “la variazione annuale della remunerazione, dei risultati della società e della remunerazione media su base equivalente a tempo pieno dei dipendenti della

---

<sup>(77)</sup> Oltre che per gli eventuali dirigenti con responsabilità strategiche per i quali l’informativa debba essere resa su base nominativa ai sensi del par. 1, lett. b) della Sezione II dello Schema n. 7-bis.

*società diversi dagli amministratori in almeno gli ultimi cinque esercizi, presentate congiuntamente in modo da consentire il confronto”.*

Rispetto al testo approvato, la Consob ha precisato che “[a]lla luce dei dubbi sulla migliore rappresentazione delle informazioni e in attesa delle emanande Linee Guida, si ritiene preferibile mantenere un contenuto minimale degli obblighi informativi, lasciando agli emittenti la migliore individuazione: - delle forme più adeguate per l’illustrazione del confronto (mera informazione qualitativa, rappresentazione grafica, indicazione puntuale dei dati, etc.); - della scelta e delle modalità di calcolo di alcune grandezze, fermo restando il dato letterale della Direttiva che riferisce il confronto, tra l’altro, alla remunerazione media dei dipendenti e alla performance della società. Nei casi di holding di partecipazioni” – prosegue la Commissione – “il confronto con i dati dei dipendenti della società potrebbe essere poco significativo e gli emittenti potranno valutare l’utilizzo dei dati del gruppo”. In ogni caso, sottolinea infine la Consob, “è opportuno che le assunzioni compiute dalle società per calcolare le grandezze rappresentate (rilevazione del numero dei dipendenti, dati del bilancio individuale o consolidato) siano esplicitate” <sup>(78)</sup>.

In riferimento al nuovo par. 1.5, è stato inoltre previsto, con apposita disposizione transitoria contenuta nell’art. 2, comma 2, della delibera n. 21623/2020, che in sede di prima applicazione (i.e. nella relazione che sarà sottoposta al voto assembleare in occasione delle assemblee chiamate ad approvare il bilancio 2020) le società possano fornire le informazioni di confronto “utilizzando esclusivamente i dati relativi agli esercizi iniziati a decorrere dal 1° gennaio 2019”. Ciò al dichiarato scopo di “limitare gli oneri di raccolta di dati e calcolo sull’orizzonte temporale dei cinque anni (indicato dalla Direttiva) di grandezze finora mai elaborate a questi fini” <sup>(79)</sup>.

Da ultimo, il nuovo par. 1.6 della parte prima della Sezione II dello Schema n. 7-bis prevede che le società debbano fornire informazioni su come abbiano tenuto conto del voto espresso dall’assemblea sulla seconda sezione della relazione dell’esercizio precedente.

Per quanto riguarda, infine, la Tabella n. 1, non vengono introdotte particolari modifiche. Con specifico riferimento alla sezione “Bonus e altri incentivi” della colonna 3 sui “Compensi variabili non equity”, viene precisato che il relativo ammontare deve essere indicato “per competenza, anche se l’approvazione del bilancio non si è ancora realizzata e anche per la parte del bonus eventualmente soggetta a differimento”. Dovranno dunque

---

<sup>(78)</sup> Per le citazioni di cui al presente capoverso, cfr. pp. 20-21 Appendice III.

<sup>(79)</sup> Cfr. p. 23 Appendice III, dove viene altresì precisato che “nelle relazioni pubblicate l’anno successivo [i.e. nel 2022], le informazioni richieste potranno avere ad oggetto i dati di tre esercizi finanziari e così via”, con la conseguenza che “sarà possibile fornire l’informazione richiesta sull’intero quinquennio precedente solo decorsi 4 anni dall’entrata in vigore della previsione”.

essere indicati i *bonus* “di competenza economica dell’esercizio, ovverosia pagati o da pagare per risultati conseguiti nel medesimo esercizio. In particolare, dovranno essere inclusi sia i *bonus* da corrispondere immediatamente o già corrisposti (c.d. *upfront*) che quelli soggetti a differimento, nonché gli eventuali *bonus* straordinari per risultati conseguiti od operazioni poste in essere nel medesimo esercizio” <sup>(80)</sup>.

---

<sup>(80)</sup> Cfr. p. 25 Appendice III.