

## Recepimento Direttiva SRD II – Osservazioni

Nel ringraziare per l'opportunità di fare osservazioni sul documento in oggetto e nell'esprimere apprezzamento per le scelte di fondo in esso effettuate, mi permetto di portare all'attenzione di codesta Commissione le seguenti osservazioni.

1. Portata dell'obbligo di astensione. Con riferimento all'obbligo di astensione dell'amministratore, la Direttiva contiene una formulazione molto generica ("escluso dall'approvazione"): non è chiarissimo se l'astensione riguardi la sola fase finale del voto sulla relativa delibera o se si estenda, come è peraltro la regola nei paesi anglosassoni e la prassi in varie società quotate italiane, anche alla discussione. Al riguardo, nel dubbio, e in considerazione anche delle migliori prassi di mercato presenti sul mercato italiano almeno fino all'entrata in vigore del Regolamento OPC<sup>1</sup>, la Consob potrebbe sensibilizzare gli emittenti a dare attenzione a questo aspetto, ad esempio imponendo (nel regolamento) o raccomandando (nella comunicazione interpretativa) loro di considerare se e in quali casi richiedere che l'amministratore controparte dell'operazione non partecipi alla discussione dell'operazione.

2. Con riferimento all'esenzione per gli aumenti di capitale in opzione, si segnala che non sempre tali operazioni sono insuscettibili di danneggiare gli azionisti di minoranza. Come un'attenta dottrina ha sottolineato<sup>2</sup>, l'azionista di maggioranza, conoscendo la società e le sue prospettive e i piani futuri meglio degli azionisti esterni, ha rispetto a questi un vantaggio informativo che può sfruttare a loro danno. Se conviene sottoscrivere l'aumento di capitale dipende da come saranno utilizzate le risorse così raccolte. L'azionista di controllo potrebbe far lanciare alla società l'aumento di capitale, non parteciparvi e poi utilizzare quanto versato dagli altri azionisti per progetti, nei quali abbia eventualmente un interesse, a valore atteso netto negativo. Per ciò solo sarebbe opportuno che i presidi per le operazioni con parti correlate fossero applicabili anche a tali operazioni. (Si noti per inciso che è necessario e sufficiente che un'operazione consenta a una parte correlata di parteciparvi in quanto rientrante tra le potenziali controparti dei relativi negozi attuativi perché essa sia un'operazione con parte correlata, come la Consob ha ritenuto ad esempio nel caso del convertendo Telecom del 2013.) Un'efficace forma di tutela alternativa potrebbe peraltro consistere nel far conoscere agli azionisti di minoranza le intenzioni del socio di controllo circa la sottoscrizione da parte sua dell'aumento di

---

<sup>1</sup> V. Codice di autodisciplina, versioni in vigore fino al 2011: in particolare, la versione del 2006 riportava che "nella prassi non sono rari i casi in cui l'amministratore interessato – pur in mancanza di un vincolo di legge in tal senso – è chiamato ad astenersi dal voto o ad allontanarsi dalla riunione al momento della discussione e della deliberazione."

<sup>2</sup> J. Fried, *Powering Preemptive Rights with Presubscription Disclosure*, ECGI Law Working Paper, [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3241882](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3241882).

capitale<sup>3</sup>. Pertanto, l'esenzione proposta potrebbe essere mantenuta, ma a condizione che l'aumento di capitale possa essere eseguito, una volta deliberato, solo previa comunicazione al mercato, da parte dell'azionista di controllo (e delle parti correlate che siano anche azioniste in genere), delle proprie intenzioni circa la sottoscrizione dell'aumento di capitale.

3. Infine, si segnala che, a differenza della disciplina inglese che a suo tempo fu presa a modello dalla Consob per la stesura del Regolamento, questo non contiene un indicatore rapportato a grandezze del conto economico. Le corrispondenti regole inglesi al riguardo sono particolarmente complesse e avrebbero potuto dare luogo a difficoltà di applicazione, per il fatto che prendono a riferimento gli utili, che possono anche avvicinarsi allo zero in caso di scarsa redditività.

Tuttavia, ben potrebbe darsi che operazioni pur piccole in valori assoluti si rivelino significative in rapporto all'andamento gestionale, potendo incidere significativamente sui risultati aziendali, sia in negativo sia in positivo.

Si propone pertanto di introdurre nel Regolamento anche un parametro correlato ai ricavi.

Distinti saluti.

Luca Enriques

---

<sup>3</sup> *Ibidem.*