

A: CONSOB - Divisione Strategie Regolamentari, Via G. B. Martini, n. 3, 00198 ROMA

Da: Gianni, Origoni, Grippo, Cappelli & Partners

Data: 30 novembre 2019

Oggetto: Risposta alla consultazione “*Modifiche al regolamento sulle operazioni con parti correlate, al regolamento mercati e al regolamento emittenti in materia di trasparenza delle remunerazioni, dei gestori degli attivi e dei consulenti in materia di voto in recepimento della direttiva (ue) 2017/828 (Shareholder Rights Directive 2)*”

Lo Studio legale Gianni, Origoni, Grippo Cappelli & Partners ringrazia codesta rispettabile Commissione per l’opportunità offerta ed esprime il proprio apprezzamento per l’interesse di codesta rispettabile Commissione ad acquisire gli orientamenti del mercato e dei soggetti interessati, formulando le proprie osservazioni e commenti in merito alla consultazione in oggetto.

1. Paragrafo 1.2.2 - disciplina procedurale

1.1. Astensione degli amministratori

L’art. 2391-bis, comma 3, c.c., modificato dal d.lgs. n. 49 del 10 maggio 2019 (che ha recepito in Italia la direttiva UE 2017/828) richiede alla Consob, *inter alia*, di individuare “*c) i casi in cui gli amministratori, fermo restando quanto previsto dall’art. 2391 c.c., e gli azionisti coinvolti nell’operazione sono tenuti ad astenersi dalla votazione sulla stessa ovvero misure di salvaguardia a tutela dell’interesse della società che consentono ai predetti azionisti di prendere parte alla votazione sull’operazione*”.

La Commissione si è pertanto concentrata sull’individuazione di una nuova definizione di amministratori “*coinvolti nell’operazione*”, considerata la genericità del termine utilizzato dal legislatore in sede di recepimento della direttiva a livello di legislazione primaria. In particolare, la Commissione prospetta cinque diverse possibili soluzioni regolatorie per identificare i soggetti destinatari dell’obbligo di astensione, e fornisce, in proposito, esempi applicativi degli effetti delle diverse definizioni ipotizzate in riferimento ad un’ipotetica operazione conclusa tra l’emittente e la sua società controllante.

La Commissione, tuttavia, sottopone alla consultazione del mercato una proposta regolamentare conforme all’opzione 3, che identifica come “*coinvolti nell’operazione*” gli amministratori che sono la controparte correlata o soggetti correlati a quest’ultima e configurando in capo a tali soggetti, fermo quanto previsto dall’art. 2391 c.c., l’obbligo di astensione dalla votazione.

A tal proposito, non si condivide l’opzione prescelta dalla Commissione, in quanto essa realizzerebbe una eccessiva estensione dell’obbligo di astensione, cui potrebbe conseguire un’attribuzione di poteri decisori spettanti al Consiglio di Amministrazione in capo (paradossalmente) ai soli amministratori indipendenti e non correlati, che, in realtà, dovrebbero svolgere un ruolo di verifica e valutazione dell’operazione ai sensi delle norme contenute nell’attuale regolamento adottato con delibera Consob del 12 marzo 2010 n. 17221 s.m.i. (il “**Regolamento**”), in quanto chiamati ad esprimere il proprio parere sull’interesse della società al compimento dell’operazione nonché sulla convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni. Sarebbe pertanto preferibile adottare l’opzione 2.

Inoltre, con riferimento agli effetti dell’obbligo di astensione dal voto da parte degli amministratori “*coinvolti nell’operazione*”, si ritiene utile che la Commissione precisi e chiarisca se il riferimento all’astensione dal voto vada interpretato nel senso che gli amministratori coinvolti nell’operazione debbano essere computati ai fini del *quorum* costitutivo, ma non ai fini del *quorum* deliberativo.

Tale chiarimento sarebbe inoltre utile in quanto coerente con la lettera utilizzata nelle proposte di modifica al Regolamento nonché a livello di legislazione primaria (si utilizza, infatti, il termine “*astensione*” e non già l’espressione “*divieto di partecipare alla delibera*”) ed è idoneo a consentire agli amministratori coinvolti nell’operazione di partecipare alla discussione insieme agli altri amministratori, per poi astenersi in sede di votazione.

La precisazione richiesta a codesta spettabile Commissione avrebbe risvolti significativi anche in termini pratici in quanto nei casi, ad esempio, in cui l’amministratore delegato sia “*coinvolto nell’operazione*” in quanto abbia condotto le trattative e la negoziazione dell’operazione sottoposta al consiglio; questi potrebbe comunque partecipare alla riunione e illustrare i dettagli e le caratteristiche dell’operazione (nonché il rationale strategico e l’interesse per la società al compimento della stessa), per poi astenersi dal voto, senza tuttavia doversi (necessariamente) allontanare dalla riunione.

Ove il prospettato chiarimento richiesto a codesta spettabile Commissione venisse accolto, la partecipazione alla riunione da parte dell’amministratore delegato rileverebbe, pertanto, ai fini del *quorum* costitutivo, ma non ai fini del *quorum* deliberativo.

Si suggerisce, in ogni caso, di limitare i casi di astensione dal voto agli amministratori coinvolti unicamente nelle operazioni di maggiore rilevanza (e non anche, come prospettato da codesta spettabile Commissione, alle operazioni di minore rilevanza). Tale soluzione sembrerebbe infatti coerente con quanto previsto dall’art. 2391-*bis*, comma 3, c.c. e dall’art. 9-*quater* della direttiva UE 2017/828; tali fonti, infatti, si riferiscono unicamente alle “operazioni rilevanti”. L’estensione pertanto della disciplina alle operazioni di minore rilevanza risulterebbe immotivata e costituirebbe *goldplating*.

Ad ogni modo, ove la Commissione intendesse comunque estendere l’obbligo di astensione anche agli amministratori coinvolti nelle operazioni di minore rilevanza, con riferimento alle quali, come è noto, non è prevista una riserva di competenza in favore del Consiglio di Amministrazione (con la conseguenza che non è richiesto il coinvolgimento del Consiglio nel relativo *iter* decisionale), fermo ovviamente restando il necessario coinvolgimento degli amministratori indipendenti e non correlati per il rilascio del relativo parere (non vincolante), sarebbe utile comprendere la posizione della Commissione con riferimento ai casi in cui l’operazione sia di competenza dell’amministratore delegato e questi sia “*coinvolto nell’operazione*” ovvero qualora l’operazione sia di competenza di un dirigente che, a sua volta, possa essere considerato “*coinvolto nell’operazione*” o che comunque sia subordinato funzionalmente all’amministratore delegato “*coinvolto nell’operazione*”.

1.2. Mantenimento delle norme relative al whitewash

Si ritiene assolutamente condivisibile la proposta di codesta spettabile Commissione di mantenere inalterata la disciplina c.d. anti *hold-out* del meccanismo di *whitewash*, in quanto tale disciplina risulta già adeguatamente tutelante ai fini della salvaguardia dell’interesse sociale.

Si ritiene, ad ogni modo, auspicabile che in occasione delle modifiche proposte, la Commissione voglia inoltre procedere ad una ridefinizione e uniformazione, a livello regolamentare, del meccanismo di *whitewash* assembleare che tenga in considerazione quanto previsto nel regolamento adottato con delibera Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 s.m.i. (“**RE**”), seppur con riferimento a differenti fattispecie (*i.e.*, il meccanismo applicabile all’esenzione dall’obbligo di offerta pubblica di acquisto conseguente ad operazioni di salvataggio di società in crisi e di fusione e scissione, di cui all’art. 49, comma 1, lett. b) n. 3, (i) e lett. g) del RE nonché il meccanismo applicabile per la rilevanza delle azioni proprie detenute dall’emittente ai fini del calcolo del superamento delle soglie di rilevanza per l’obbligo di offerta pubblica di acquisto di cui all’art. 44-*bis*, comma 2 del RE).

2. Paragrafo 1.3.4 - chiarimenti sulle norme procedurali e modifiche derivanti dalla prassi applicativa

2.1. Approvazione dei termini essenziali dell’operazione

Alla luce dell'esperienza applicativa, la Commissione ha ritenuto necessario apportare anche alcune modifiche alle disposizioni contenute nel Regolamento relative al ruolo e ai compiti affidati agli amministratori indipendenti e non correlati. Tali proposte hanno per lo più ad oggetto l'*iter* di approvazione delle operazioni con parti correlate di maggiore e di minore rilevanza da parte delle società.

La Consob ha proposto che il parere degli amministratori indipendenti venga rilasciato anche prima dell'eventuale definizione con la controparte dei *"termini essenziali dell'operazione"*. In particolare, codesta spettabile Commissione prevede di modificare l'art. 7, comma 1, lett. a), e l'art. 8, comma 1, lett. c), del Regolamento, al fine di stabilire rispettivamente: (i) 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"* sia rilasciato il parere motivato non vincolante del comitato parti correlate e che tale parere sia *"allegato al verbale della riunione del comitato"*; e (ii) per le operazioni di maggiore rilevanza, che *"il consiglio di amministrazione approvi i termini essenziali dell'operazione, qualora quest'ultimi siano approvati preventivamente, nonché l'operazione in via definitiva"* previo parere favorevole del comitato parti correlate e che tale parere sia *"allegato al verbale della riunione del comitato"*.

Non si condivide tale scelta regolatoria in quanto si ritiene che essa non sia in linea con i principi della disciplina procedurale di cui all'attuale Regolamento e comporti un irragionevole ed eccessivo carico procedurale sia in relazione all'operatività sia in relazione all'*iter* decisionale a danno esclusivo dei singoli emittenti. In particolare, infatti, si ritiene che:

- il momento in cui le decisioni essenziali sono assunte non è sempre di facile individuazione (soprattutto con riferimento alle operazioni di minore rilevanza, per le quali non è prevista una riserva di competenza in seno al consiglio di amministrazione dell'emittente);
- l'impianto del Regolamento già prevede (con riferimento alle operazioni di maggiore rilevanza) un costante aggiornamento e flusso informativo completo e tempestivo tra gli organi delegati e/o i soggetti incaricati della conduzione delle trattative e dell'istruttoria e il comitato parti correlate (investito anche del potere di richiedere informazioni e di formulare osservazioni) durante l'*iter* negoziale (fase delle trattative e istruttoria) che vede, quale tassello "finale" e a conclusione delle trattative stesse, il rilascio del parere da parte del comitato parti correlate prima dell'approvazione dell'operazione in Consiglio;
- nell'attuale proposta della Commissione non vengono analizzati i rimedi in caso di parere negativo del comitato sui *"termini essenziali dell'operazione"*.

2.2. Coinvolgimento degli amministratori indipendenti nella fase delle trattative

Ulteriore intervento di modifica riguarda il coinvolgimento degli amministratori indipendenti (nel contesto delle operazioni di maggiore rilevanza) *"dalla fase iniziale"* delle trattative e nella fase istruttoria. Questo per esplicitare con maggior chiarezza, nell'intento della Consob, un obbligo già esistente nel Regolamento.

Anche in questo caso, si ritiene opportuno un intervento della Commissione che chiarisca cosa debba intendersi per *"fase iniziale"* delle trattative: se, ad esempio, essa vada riferita allo studio e valutazione di una determinata operazione da parte del *management* e/o dell'amministratore delegato. Ove così fosse il coinvolgimento del comitato parti correlate potrebbe risultare troppo anticipato. Pertanto, anche in considerazione del principio di economia degli atti e dei processi interni, sembrerebbe preferibile che il coinvolgimento del comitato avvenga solo dal momento in cui le trattative siano già avviate e assumano un maggior grado di certezza in ordine alla prosecuzione dell'operazione.

3. Paragrafo 1.3.5 - esperti indipendenti

La Commissione propone di integrare il Regolamento prevedendo che il comitato verifichi l'indipendenza degli esperti nominati tenendo conto delle relazioni indicate nell'Allegato 4 e riporti nel documento informativo le informazioni sulle valutazioni effettuate nel contesto della selezione degli esperti indipendenti.

Si condivide pienamente l'intervento proposto da codesta rispettabile Commissione, suggerendo, tuttavia, che vengano meglio definiti i criteri che devono essere applicati ai fini della valutazione dell'indipendenza.

La Consob, inoltre, propone di modificare il Regolamento prevedendo che debbano essere messi a disposizione del pubblico, in allegato al documento informativo per le operazioni di maggiore rilevanza, oltre al parere degli amministratori indipendenti e non correlati, anche i pareri resi dagli esperti indipendenti di cui il comitato medesimo o l'organo di amministrazione si siano avvalsi.

Con riferimento ai pareri resi nei confronti del Consiglio di Amministrazione, codesta rispettabile Commissione propone che il documento informativo per le operazioni di maggiore rilevanza riporti altresì *“le informazioni richieste dal punto 2.4 dell'Allegato 4 sulle valutazioni effettuate per selezionare gli esperti indipendenti e verificarne l'indipendenza”*.

Tale scelta non appare in linea con la disciplina di cui al Regolamento comportando ulteriori onerosi obblighi di *disclosure* in capo alla società.

* * *

Si resta a disposizione di codesta rispettabile Commissione per fornire qualsiasi chiarimento in merito alle osservazioni contenute nel presente documento.

Con i migliori saluti,

Gianni, Origoni, Grippo Cappelli & Partners