

STUDIO LEGALE
GALBIATI, SACCHI E ASSOCIATI

Spettabile
CONSOB
Divisione Strategie Regolamentari
Via G. B. Martini, n. 3
00198 Roma

Milano, 1 dicembre 2019
A mezzo SIPE – Sistema Integrato per l'Esterno

Oggetto: Documento di consultazione 31 ottobre 2019 - *“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)”*. Osservazioni trasmesse dallo Studio Legale Galbiati, Sacchi e Associati

Con riferimento al documento di consultazione in oggetto (il **“Documento di Consultazione”**), ringraziamo anzitutto questa Spettabile Commissione per la possibilità data allo Studio Legale Galbiati, Sacchi e Associati (**“Studio GSA”**), tra i soggetti interessati, di partecipare, mediante formulazione di commenti, alla consultazione indetta sulle proposte regolamentari in oggetto.

Auspichiamo che quanto qui riportato possa essere di utilità ai fini dell'elaborazione del testo finale della normativa oggetto di consultazione.

Nel seguito, provvediamo a formulare le nostre osservazioni rispetto alle tematiche sollevate nel Documento di Consultazione e alle proposte di modifica dei regolamenti attuativi del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, come da ultimo modificato dal D.Lgs 10 maggio 2019, n. 49, in recepimento della direttiva (UE) 2017/828 (*Shareholder Rights Directive 2*).

Nel rimanere a disposizione per ogni chiarimento, indichiamo di seguito i nostri indirizzi e recapiti:

aldo.sacchi@lexgsa.it

matteo.cremascoli@lexgsa.it

massimo.breviglieri@lexgsa.it

presso Studio Legale Galbiati, Sacchi e Associati, Via Durini 24, Milano, tel. 02781673.

Cordiali saluti.


Avv. Aldo Sacchi


Avv. Matteo M. Cremascoli


Avv. Massimo Breviglieri



Documento di consultazione 31 ottobre 2019 - “*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)*”.

Osservazioni dello Studio Legale Galbiati, Sacchi e Associati

La Direttiva (UE) 2017/828 (“**SHRD2**”) apporta talune, non trascurabili modifiche alla Direttiva 2007/36/CE (meglio nota come *Shareholder Rights Directive*) con lo scopo di rafforzare, e omogenizzare a livello di paesi membri, i diritti dei soci titolari di azioni ammesse alla negoziazione su di un mercato regolamentato (la Direttiva 2007/36/CE, come modificata e integrata dalla SHRD2, qui di seguito, per comodità, la “**Nuova SHRD**”).

A livello di normativa primaria, il legislatore italiano ha già provveduto a recepire le novità della Nuova SHRD mediante il D.Lgs. del 10 maggio 2019, n. 49, pubblicato in Gazzetta Ufficiale in data 10 giugno 2019 (“**D.Lgs. 49/19**”). Con il D.Lgs. 49/19 sono stati modificati, in particolare, l’art. 2341-*bis* cod. civ. e talune norme del D.Lgs. del 24 febbraio 1998, n. 58 (il “**TUIF**”). Entro 180 giorni dall’entrata in vigore del D.Lgs. 49/19, Consob è tenuta ad adottare le modifiche della propria regolamentazione per completare il processo di attuazione della Nuova SHRD. L’Autorità ha dunque predisposto, e posto in consultazione in data 31 ottobre 2019, il Documento di Consultazione in oggetto.

Anche in funzione della rilevanza degli stessi, concentreremo le nostre osservazioni sugli interventi proposti dall’Autorità al regolamento adottato da Consob con Delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 (il “**Regolamento OPC**”). Per un maggior ordine e chiarezza espositiva, le osservazioni dello Studio GSA sono riportate direttamente in calce ai singoli articoli (e allegati) del Regolamento OPC, nel testo modificato e posto in consultazione, secondo l’ordine progressivo della normativa.

* * *



1. Definizione di parte correlata

(Articolo 3, comma 1, lett. (a), Articolo 5, comma 8, Allegato 1 (abrogato) e (nuova) Appendice)

PROPOSTE CONSOB MODIFICHE REGOLAMENTO OPC	NOTE E COMMENTI CONSOB
<p style="text-align: center;"><u>Articolo 3</u> (Definizioni)</p> <p>1. Nel presente regolamento si intendono per: (a) “parti correlate” e “operazioni con parti correlate”: i soggetti e le operazioni definiti come tali dai principi contabili internazionali adottati secondo la procedura di cui all’articolo 6 del regolamento (CE) n. 1606/2002 dall’Allegato 1; [...]</p>	<p>Nel comma 1, si evidenziano i seguenti interventi:</p> <p>- lett. a), la definizione è stata allineata a quella contenuta nella Direttiva [art. 2, punto 2), lett. h)]; [...]</p>
<p style="text-align: center;"><u>Articolo 5</u> (Informazione al pubblico sulle operazioni con parti correlate)</p> <p>[...]</p> <p>8. Le società emittenti azioni quotate aventi l’Italia come Stato membro d’origine, ai sensi dell’articolo 154-ter del Testo unico, forniscono informazione, nella relazione intermedia sulla gestione e nella relazione sulla gestione annuale:</p> <p>a) sulle singole operazioni di maggiore rilevanza concluse nel periodo di riferimento;</p> <p>b) sulle altre eventuali singole operazioni con parti correlate, come definite ai sensi dell’articolo 2427, secondo comma, del codice civile, concluse nel periodo di riferimento, che abbiano influito in misura rilevante sulla situazione patrimoniale o sui risultati delle società;</p> <p>c) su qualsiasi modifica o sviluppo delle operazioni con parti correlate descritte nell’ultima relazione annuale che abbiano avuto un effetto rilevante sulla situazione patrimoniale o sui risultati delle società nel periodo di riferimento. [...]</p>	<p>Nel comma 8, lett. b), il richiamo all’art. 2427 c.c. è stato eliminato in quanto la previsione richiamata è stata abrogata. Tale previsione, tra l’altro, specificava che per la definizione di parte correlata occorre far riferimento ai principi contabili internazionali. Il richiamo non risulta attualmente necessario per effetto dell’adozione della definizione di parte correlata contenuta nei medesimi principi.</p>
<p style="text-align: center;">Appendice</p> <p style="text-align: center;">DEFINIZIONI DI PARTI CORRELATE E OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE E DEFINIZIONI AD ESSE FUNZIONALI SECONDO I PRINCIPI CONTABILI INTERNAZIONALI</p>	<p>Nell’Appendice al Regolamento sono riportate le definizioni di parti correlate e operazioni con parti correlate e le</p>



(nдр: sono evidenziate le differenze rispetto al vigente Allegato 1 che riprendeva le definizioni contenute nello IAS 24 nella versione precedente a quella in vigore)

definizioni ad esse funzionali contenute nei principi contabili internazionali.

1. Definizioni di parti correlate e di operazioni con parti correlate secondo i principi contabili internazionali

Ai fini dell'articolo 3, comma 1, lettera a), del presente regolamento valgono le definizioni contenute nei principi contabili internazionali, di seguito richiamati:

Parti correlate

Un soggetto è parte correlata a una società se:

- ~~(a) direttamente, o indirettamente, anche attraverso società controllate, fiduciari o interposte persone:
(i) controlla la società, ne è controllato, o è sottoposto a comune controllo; (ii) detiene una partecipazione nella società tale da poter esercitare un'influenza notevole su quest'ultima; (iii) esercita il controllo sulla società congiuntamente con altri soggetti;~~
- ~~(b) è una società collegata della società;~~
- ~~(c) è una joint venture in cui la società è una partecipante;~~
- ~~(d) è uno dei dirigenti con responsabilità strategiche della società o della sua controllante; (e) è uno stretto familiare di uno dei soggetti di cui alle lettere (a) o (d);~~
- ~~(f) è un'entità nella quale uno dei soggetti di cui alle lettere (d) o (e) esercita il controllo, il controllo congiunto o l'influenza notevole o detiene, direttamente o indirettamente, una quota significativa, comunque non inferiore al 20%, dei diritti di voto;~~
- ~~(g) è un fondo pensionistico complementare, collettivo od individuale, italiano od estero, costituito a favore dei dipendenti della società, o di una qualsiasi altra entità ad essa correlata.~~

Una parte correlata è una persona o un'entità che è correlata all'entità che redige il bilancio.

(a) Una persona o uno stretto familiare di quella persona sono correlati a un'entità che redige il bilancio se tale persona:

- (i) ha il controllo o il controllo congiunto dell'entità che redige il bilancio;**
- (ii) ha un'influenza notevole sull'entità che redige il bilancio; o**
- (iii) è uno dei dirigenti con responsabilità strategiche dell'entità che redige il bilancio o di una sua controllante.**

(b) Un'entità è correlata a un'entità che redige il bilancio se si applica una qualsiasi delle seguenti condizioni:

- (i) l'entità e l'entità che redige il bilancio fanno parte dello stesso gruppo (il che significa che ciascuna**



- controllante, controllata e società del gruppo è correlata alle altre);
- (ii) un'entità è una collegata o una *joint venture* dell'altra entità (o una collegata o una *joint venture* facente parte di un gruppo di cui fa parte l'altra entità);
 - (iii) entrambe le entità sono *joint venture* di una stessa terza controparte;
 - (iv) un'entità è una *joint venture* di una terza entità e l'altra entità è una collegata della terza entità;
 - (v) l'entità è rappresentata da un piano per benefici successivi alla fine del rapporto di lavoro a favore dei dipendenti dell'entità che redige il bilancio o di un'entità ad essa correlata;
 - (vi) l'entità è controllata o controllata congiuntamente da una persona identificata al punto (a);
 - (vii) una persona identificata al punto (a)(i) ha un'influenza significativa sull'entità o è uno dei dirigenti con responsabilità strategiche dell'entità (o di una sua controllante) [IAS 24, paragrafo 9].

Nella definizione di parte correlata, una società collegata comprende le controllate della società collegata e una *joint venture* comprende le controllate della *joint venture*. Pertanto, per esempio, una controllata di una società collegata e l'investitore che ha un'influenza notevole sulla società collegata sono tra loro collegati [IAS 24, paragrafo 12]

Operazioni con parti correlate

~~Per operazione con una parte correlata si intende qualunque trasferimento di risorse, servizi o obbligazioni fra parti correlate, indipendentemente dal fatto che sia stato pattuito un corrispettivo.~~

Un'operazione con una parte correlata è un trasferimento di risorse, servizi o obbligazioni tra una società e una parte correlata, indipendentemente dal fatto che sia stato pattuito un corrispettivo [IAS 24, paragrafo 9].

Si considerano comunque incluse:

- ~~le operazioni di fusione, di scissione per incorporazione o di scissione in senso stretto non proporzionale, ove realizzate con parti correlate;~~
- ~~ogni decisione relativa all'assegnazione di remunerazioni e benefici economici, sotto qualsiasi forma, ai componenti degli organi di amministrazione e controllo e ai dirigenti con responsabilità strategiche.~~

2. Definizioni funzionali a quelle di "parti correlate" e di "operazioni con parti correlate" **secondo i principi contabili internazionali**

~~Ai fini delle definizioni sopra indicate le nozioni di "controllo", "controllo congiunto", "influenza notevole", "stretti familiari", "dirigenti con responsabilità strategiche", "società controllata", "società collegata" e "joint venture" sono le seguenti.~~

I termini "controllo", "controllo congiunto" e "influenza notevole" sono definiti nell'IFRS 10, nell'IFRS 11 (Accordi per un controllo congiunto) e nello IAS 28 (Partecipazioni in società collegate e *joint venture*) e sono utilizzati con i significati



specificati in tali IFRS [IAS 24, paragrafo 9].

~~*Controllo e controllo congiunto*~~

~~Il controllo è il potere di determinare le politiche finanziarie e gestionali di un'entità al fine di ottenere benefici dalle sue attività. Si presume che esista il controllo quando un soggetto possiede, direttamente o indirettamente attraverso le proprie controllate, più della metà dei diritti di voto di un'entità a meno che, in casi eccezionali, possa essere chiaramente dimostrato che tale possesso non costituisce controllo. Il controllo esiste anche quando un soggetto possiede la metà, o una quota minore, dei diritti di voto esercitabili in assemblea se questi ha:~~

- ~~(a) il controllo di più della metà dei diritti di voto in virtù di un accordo con altri investitori;~~
- ~~(b) il potere di determinare le politiche finanziarie e gestionali dell'entità in forza di uno statuto o di un accordo;~~
- ~~(c) il potere di nominare o di rimuovere la maggioranza dei membri del consiglio di amministrazione o dell'equivalente organo di governo societario, ed il controllo dell'entità è detenuto da quel consiglio o organo;~~
- ~~(d) il potere di esercitare la maggioranza dei diritti di voto nelle sedute del consiglio di amministrazione o dell'equivalente organo di governo societario, ed il controllo dell'entità è detenuto da quel consiglio o organo.~~

~~Il controllo congiunto è la condivisione, stabilita contrattualmente, del controllo su un'attività economica.~~

~~*Influenza notevole*~~

~~L'influenza notevole è il potere di partecipare alla determinazione delle politiche finanziarie e gestionali di un'entità senza averne il controllo. Un'influenza notevole può essere ottenuta attraverso il possesso di azioni, tramite clausole statutarie o accordi.~~

~~Se un soggetto possiede, direttamente o indirettamente (per esempio tramite società controllate), il 20% o una quota maggiore dei voti esercitabili nell'assemblea della partecipata, si presume che abbia un'influenza notevole, a meno che non possa essere chiaramente dimostrato il contrario. Di contro, se il soggetto possiede, direttamente o indirettamente (per esempio tramite società controllate), una quota minore del 20% dei voti esercitabili nell'assemblea della partecipata, si presume che la partecipata non abbia un'influenza notevole, a meno che tale influenza non possa essere chiaramente dimostrata. La presenza di un soggetto in possesso della maggioranza assoluta o relativa dei diritti di voto non preclude necessariamente a un altro soggetto di avere un'influenza notevole.~~

~~L'esistenza di influenza notevole è solitamente segnalata dal verificarsi di una o più delle seguenti circostanze: (a) la rappresentanza nel consiglio di amministrazione, o nell'organo equivalente, della partecipata;~~

- ~~(b) la partecipazione nel processo decisionale, inclusa la partecipazione alle decisioni in merito ai dividendi o ad altro tipo di distribuzione degli utili;~~
- ~~(c) la presenza di operazioni rilevanti tra la partecipata e la partecipata;~~
- ~~(d) l'interscambio di personale dirigente;~~
- ~~(e) la messa a disposizione di informazioni tecniche essenziali.~~



Dirigenti con responsabilità strategiche

I *dirigenti con responsabilità strategiche* sono quei soggetti che hanno il potere e la responsabilità, direttamente o indirettamente, della pianificazione, della direzione e del controllo delle attività della società, compresi gli amministratori (esecutivi o meno) della società stessa **[IAS 24, paragrafo 9]**.

Stretti familiari

Si considerano *stretti familiari di una persona* ~~soggetto~~ quei familiari che ci si attende possano influenzare ~~il~~, o essere influenzati ~~da~~, **tale persona** ~~soggetto interessato~~ nei loro rapporti con la società, **tra cui**:

~~Essi possono includere:~~

i figli e il coniuge o non legalmente separato e il convivente di quella persona;

i figli del coniuge o del convivente di quella persona;

e le persone a carico della quella persona o ~~soggetto~~, del coniuge non legalmente separato o del convivente

[IAS 24, paragrafo 9].

Società controllata

~~Una società controllata è un'entità, anche senza personalità giuridica, come nel caso di una società di persone, controllata da un'altra entità.~~

Società collegata

~~Una società collegata è un'entità, anche senza personalità giuridica, come nel caso di una società di persone, in cui un socio eserciti un'influenza notevole ma non il controllo o il controllo congiunto.~~

Joint venture

~~Una joint venture è un accordo contrattuale con il quale due o più parti intraprendono un'attività economica sottoposta a controllo congiunto.~~

3. Principi interpretativi delle definizioni.

3.1 Nell'esame di ciascun rapporto con parti correlate l'attenzione deve essere rivolta alla sostanza del rapporto e non semplicemente alla sua forma giuridica **[IAS 24, paragrafo 10]**.

3.2 L'interpretazione delle definizioni sopra riportate è compiuta facendo riferimento al complesso dei principi contabili internazionali adottati secondo la procedura di cui all'articolo 6 del regolamento (CE) n. 1606/2002.



Osservazioni Studio GSA

1.1 La proposta di un rinvio diretto ai principi contabili internazionali per la definizione di “*parte correlata*” e di “*operazione con parte correlata*” rappresenta, a nostro avviso, una delle principali novità che verrebbero apportate al Regolamento OPC in recepimento della Nuova SHRD e merita dunque qualche approfondimento. Tutto ciò, è bene sottolineare, in attesa del preannunciato aggiornamento (anche) della comunicazione Consob avente ad oggetto le “*indicazioni e orientamenti per l’applicazione*” del Regolamento OPC datata 24 settembre 2010 (la “**Comunicazione OPC**”).

1.2 Il rinvio allo IAS 24 (vigente) che verrebbe operato dal (nuovo) Regolamento OPC è effettuato, nelle intenzioni dell’Autorità, almeno in linea di principio, con l’obiettivo di una semplificazione complessiva della disciplina, con positivi riflessi anche in materia di informativa contabile. Posto infatti che il perimetro delle “parti correlati” ai fini OPC finirebbe per coincidere pienamente con il perimetro a fini di bilancio (entrambi direttamente “dettati” dalle previsioni del medesimo IAS 24), verrebbe realizzata una maggior coerenza, ad esempio, tra (i) le operazioni oggetto di comunicazione al mercato al momento del loro compimento e/o di informativa nella relazione intermedia sulla gestione e nella relazione sulla gestione annuale, ai sensi dell’articolo 5, comma 8, Regolamento OPC, da una parte, e (ii) il contenuto del bilancio consolidato e individuale, dall’altra.

A nostra opinione, tuttavia, rimane il fatto che le due discipline (informativa contabile e OPC) mantengono, in via ultimativa, finalità distinte. Come noto, scopo dell’informativa contabile, in materia ovviamente di operazioni con parti correlate, “è di assicurare che il bilancio di un’entità contenga le informazioni integrative necessarie a evidenziare la possibilità che la sua situazione patrimoniale-finanziaria ed il suo risultato economico possano essere stati influenzati dall’esistenza di parti correlate e da operazioni e saldi in essere con tali parti, inclusi gli impegni”. A tal fine, è tra l’altro richiesto di “indicare la natura del rapporto con la parte correlata, oltre a fornire informazioni su tali operazioni e sui saldi in essere, inclusi gli impegni, necessarie agli utilizzatori del bilancio per comprendere i potenziali effetti di tale rapporto sul bilancio” (cfr. IAS 24, paragrafo 1 e 3).

La finalità dell’art. 2391-*bis* cod. civ. e del Regolamento OPC, in estrema sintesi, è viceversa, come noto, quella di costituire adeguati presidi a fronte di operazioni in potenziale pregiudizio dei soci di minoranza poste in essere a beneficio di taluni soggetti (le “*parti correlate*”) particolarmente vicine ai centri decisionali della società. Come evidenziato da Consob in sede di consultazione che ha preceduto l’emanazione del Regolamento OPC, le operazioni con parti correlate “*configurano una delle forme più tipiche e significative con cui può manifestarsi quello che costituisce il problema fondamentale della corporate governance delle società quotate e che è riassumibile nello strutturale conflitto di*



interesse tra i soggetti che detengono la proprietà delle società (tutti gli azionisti) e i soggetti che esercitano il controllo (i manager e/o alcuni azionisti rilevanti)” (si veda il primo documento di consultazione Consob del 9 aprile 2008, pag. 16).

Nell'applicare lo IAS 24 per l'individuazione delle proprie parti correlate un'emittente potrebbe, anche in futuro, avvalersi di un approccio prudenziale e, pertanto, di un'interpretazione del principio contabile internazionale in modo più estensivo al fine di sottoporre ai presidi imposti dalla normativa OPC le operazioni realizzate dall'emittente con un perimetro più ampio di soggetti comunque vicini ai centri decisionali della società.

In proposito, Consob, nella sua (nuova) Comunicazione OPC, potrebbe opportunamente ribadire le diverse finalità delle due discipline e la facoltà degli emittenti di estendere in via volontaria l'applicazione delle proprie procedure a soggetti non già ricompresi nella definizione di parte correlata di cui allo IAS24 vigente.

1.3 Sotto un diverso profilo, si segnala che, ad opinione di Consob, il nuovo rinvio mobile allo IAS 24 ampliherebbe *“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”* (cfr. Documento di Consultazione, pag. 5, nota 3). Al riguardo, merita peraltro di essere ricordato che la nuova definizione di *“parte correlata”* finirebbe nel contempo per escludere dal perimetro alcune, pur limitate, fattispecie, che invece, sino ad oggi, erano state considerate come rilevanti dall'Allegato 1. Ci riferiamo, ad esempio, alle società influenzate notevolmente da uno stretto familiare o nelle quali quest'ultimo detenga comunque una partecipazione superiore al 20%.

1.4 In ogni caso, a noi pare che l'Allegato 1 al Regolamento OPC potrebbe mantenere una funzione di utile strumento per gli emittenti, potendo questi ultimi trovare all'interno di detto allegato risposte più pronte e immediate per l'individuazione del perimetro applicabile di parti correlate. Alternativamente, tenuto conto che la stessa Consob, nel Documento di Consultazione, rileva la necessità di *“fornire chiarimenti su alcuni aspetti applicativi delle definizioni la cui interpretazione del mercato si è rivelata talvolta critica nell'esperienza di vigilanza”*, la funzione di guida per gli emittenti potrebbe essere realizzata nell'ambito della rivisitazione nella Comunicazione Consob.

* * *



2. Operazioni di importo esiguo

(Articolo 3, comma 1, lett. (c), Articolo 4, comma 1, lett. (a) e Articolo 13, comma 2)

<p style="text-align: center;"><u>Articolo 3</u> (Definizioni)</p> <p>1. Nel presente regolamento si intendono per: [...]</p> <p>c) “operazioni di minore rilevanza”: le operazioni con parti correlate diverse dalle operazioni di maggiore rilevanza e dalle operazioni di importo esiguo eventualmente individuate ai sensi dell’articolo 1314, comma 1, lettera a);</p>	<p>Nel comma 1, si evidenziano i seguenti interventi:</p> <ul style="list-style-type: none">- [...]- lett. c), dal momento che l’art. 13, comma 2, relativo alla facoltà di esclusione per le operazioni di importo esiguo è stato modificato per rendere non più opzionale la scelta di avvalersi di tale esenzione e che l’art. 4, comma 1, lett. a), richiede che le procedure identifichino le operazioni di importo esiguo, la definizione di minore rilevanza è stata coerentemente adattata;- [...]
<p style="text-align: center;"><u>Articolo 4</u> (Adozione di procedure)</p> <p>1. I consigli di amministrazione o i consigli di gestione delle società adottano, secondo i principi indicati nel presente regolamento, procedure che assicurino la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate. In particolare, tali procedure:</p> <p>a) identificano le operazioni di maggiore rilevanza, in modo da includervi almeno quelle che superino le soglie previste nell’Allegato 3, e le operazioni di importo esiguo fissando criteri differenziati in considerazione almeno della natura della controparte;</p> <p>b) [...]</p> <p>[...]</p>	<p>Nella lett. a), in connessione con la modifica dell’art. 3, comma 1, lett. c), relativo alle operazioni di minore rilevanza, e dell’art. 13, comma 2, concernente l’esclusione per operazioni di importo esiguo, le società identificano nelle procedure le soglie di importo esiguo, al di sopra delle quali le operazioni sono “di minore rilevanza”.</p>



<p><u>Articolo 13</u> (Casi e facoltà di esclusione)</p>	
<p>[...]</p> <p>2. Le procedure possono individuare criteri per l'identificazione di operazioni di importo esiguo alle quali non applicare le disposizioni del presente regolamento. Le disposizioni del presente regolamento non si applicano alle operazioni di importo esiguo.</p> <p>[...]</p>	<p>[...]</p> <p>Per effetto della modifica del comma 2, l'esenzione per operazioni di importo esiguo diviene un'ipotesi di esenzione <i>ex lege</i> e non più rimessa alla scelta delle società.</p> <p>[...]</p>

Osservazioni Studio GSA

2.1 La modificazione alla disciplina delle operazioni di importo esiguo posta in consultazione non rientra nell'ambito dei necessari adeguamenti al Regolamento OPC conseguenti al recepimento in Italia della Nuova SHRD. In proposito, il Documento di Consultazione, nel contesto degli "Ulteriori interventi" (paragrafo 1.3), propone, in sintesi, di introdurre "le seguenti modifiche: (i) [che] l'applicazione dell'esenzione in esame e la fissazione delle soglie di esiguità non sono più opzionali; (ii) [che] nell'individuare le soglie di esiguità, le procedure devono prevedere soglie differenziate tenendo conto almeno della natura della controparte".

2.2 A nostro avviso, la proposta in consultazione di prevedere obbligatoriamente nelle procedure OPC (di cui gli emittenti si devono dotare ai sensi dell'art. 2391-bis cod. civ.) soglie di esiguità differenziate è certamente condivisibile per le ragioni già enunciate nella Comunicazione OPC e ribadite nel Documento di Consultazione. Appare viceversa di meno immediata comprensione l'introduzione di un vero e proprio obbligo per gli emittenti di introdurre l'esenzione per le OPC di importo esiguo, esenzione che, seppur certamente assai diffusa nella prassi, non risulta nemmeno menzionata nel contesto della Nuova SHRD.

È senz'altro fuori discussioni che, nell'esperienza concreta, la non applicazione delle procedure OPC alle operazioni di importo trascurabile rappresenta sovente un'opportunità essenziale, specialmente per gli emittenti che offrono beni o servizi su di un mercato *retail* per il tramite di propri canali diretti. Viceversa, emittenti operanti esclusivamente con aziende come controparti (sia fornitori, che clienti) ben potrebbero non



avvertire la necessità di ricorrere ad una simile forma di esenzione che, in linea di principio, rappresenta, in sé un limite (pur, se ragionevolmente dimensionato, accettabile) agli obiettivi di una disciplina OPC.

2.3 In ogni caso, nel suo complesso, la proposta di modifica alla disciplina relativa alle OPC di importo esiguo posta in consultazione è da ritenersi, a nostra opinione, positiva, in quanto, in particolare, consentirà a tutti gli emittenti di tornare ad effettuare attente considerazioni sull'esenzione in commento, sulla congruità dei relativi importi e sulla differenziazione delle soglie in funzione (almeno) della natura della controparte.

2.4 Alcune ulteriori considerazioni, comunque connesse al tema dell'esenzione per OPC di importo esiguo, verranno affrontate *infra* al punto 4 nell'ambito dei commenti relativi alla corretta valutazione dei casi di esenzione.

* * *

3. Astensione degli Amministratori coinvolti nell'operazione

(Articolo 3, comma 1, lett. (i-bis), Articolo 7, comma 1, lett. (d-bis) e Articolo 8, comma 1)

<p style="text-align: center;"><u>Articolo 3</u> (Definizioni)</p> <p>1. Nel presente regolamento si intendono per:</p> <p>[...] i-bis) “amministratori coinvolti nell'operazione” e “consiglieri coinvolti nell'operazione”: gli amministratori, i consiglieri di gestione o di sorveglianza che sono la controparte di una determinata operazione o una delle parti correlate della controparte;</p> <p>[...]</p>	<p>Nel comma 1, si evidenziano i seguenti interventi:</p> <ul style="list-style-type: none"> - [...] - nella lett. i-bis), la definizione di amministratori o consiglieri coinvolti nell'operazione è funzionale all'attuazione dell'obbligo di astensione previsto dall'art. 9-<i>quater</i>, par. 4, terzo comma della Direttiva (<i>cf.</i> art. 7, comma 1, lett. <i>d-bis</i>) e Allegato 2); - [...]
--	---



<p style="text-align: center;"><u>Articolo 7</u> <i>(Procedure per le operazioni di minore rilevanza per le società che adottano i sistemi di amministrazione e controllo tradizionale o monistico)</i></p> <p>1. Con riferimento alle operazioni di minore rilevanza, ferma la facoltà di applicare quanto previsto dall'articolo 8, le procedure prevedono almeno:</p> <p>a) [...] d-bis) che, fermo quanto previsto dall'articolo 2391 del codice civile, gli amministratori coinvolti nell'operazione si astengano dalla votazione sulla stessa; e) [...]</p> <p>[...]</p>	<p>La lett. d-bis) introduce l'obbligo di astensione previsto dall'art. 9-quater, par. 4, terzo comma, della Direttiva [cfr. art. 3, comma 1, nuova lett. i-bis) per la definizione di amministratori o consiglieri coinvolti nell'operazione]. La nuova lettera d-bis) è, inoltre, richiamata nell'art. 8.</p>
<p style="text-align: center;"><u>Articolo 8</u> <i>(Procedure per le operazioni di maggiore rilevanza per le società che adottano i sistemi di amministrazione e controllo tradizionale o monistico)</i></p> <p>1. Salvo quanto previsto dall'articolo 11, con riferimento alle operazioni di maggiore rilevanza, in aggiunta a quanto previsto dall'articolo 7, comma 1, lettere b), c), d-bis), e) ed f), le procedure prevedono almeno: [...]</p> <p>[...]</p>	

Osservazioni Studio GSA

3.1 Il paragrafo 4 dell'art. 9-quater della Nuova SHRD prevede che “*qualora l'operazione con parti correlate coinvolga un amministratore o un azionista, l'amministratore o l'azionista è escluso dall'approvazione o dalla votazione*” (enfasi aggiunta). Il D.Lgs 49/19 ha conseguentemente modificato l'art. 2391-bis cod. civ., introducendo un nuovo comma 3 ai sensi del quale Consob “*individua, in conformità all'articolo 9 quater della direttiva 2007/36/CE, almeno [...] c) i casi in cui gli amministratori, fermo restando quanto previsto dall'articolo 2391, 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".

3.2 Nel Documento di Consultazione (paragrafo 1.2.2.1) l'Autorità formula cinque diverse ipotesi per il recepimento del nuovo obbligo di legge in materia di astensione degli amministratori. In particolare, declinando le varie alternative ipotizzate, sarebbe obbligato ad astenersi, in sintesi, l'amministratore che, rispetto ad una determinata OPC, sia:

- (a) controparte dell'operazione;
- (b) direttamente o indirettamente, controparte dell'operazione;
- (c) controparte dell'operazione o una delle parti correlate della controparte;
- (d) portatore, per conto proprio o di terzi, di interessi in conflitto con quelli della società;
- (e) titolare di interessi per conto proprio o di terzi ai sensi dell'art. 2391 del codice civile.

3.3 In primo luogo, senza dilungarsi sul punto, paiono certamente condivisibili le argomentazioni con cui Consob esclude che le soluzioni *sub* "(a)" e "(b)" siano idonee ad assicurare quell'ulteriore presidio procedurale introdotto dall'art. 2391-bis cod. civ. in recepimento della Nuova SHRD. Entrambe le ipotesi, infatti, porterebbero a non ricomprendere dall'obbligo di astensione amministratori che, in virtù della loro correlazione con la controparte, potrebbero risultare significativamente "*coinvolti*" nell'OPC.

3.4 Condivisibile appare anche l'esclusione della possibile soluzione *sub* "(e)" (amministratore che presenti un interesse nell'OPC), che provocherebbe, al contrario, un allargamento ingiustificato dell'obbligo di astensione anche a fattispecie del tutto ininfluenti rispetto alle tutele rafforzate richieste della disciplina OPC. Si pensi alla deliberazione in ordine all'assegnazione di un importante appalto ad un'impresa di costruzioni per la riqualificazione di taluni edifici di un quartiere dove l'amministratore risiede o detiene comunque uno o più immobili. L'interesse di quest'ultimo nell'operazione di riqualificazione del quartiere, che può ragionevolmente determinare l'incremento di valore anche delle sue proprietà, può essere rilevato dall'amministratore e quindi opportunamente dichiarato da quest'ultimo a verbale, ai sensi dell'art. 2391 cod. civ.. Una volta illustrati natura, termini, origine e portata dell'interesse, l'art. 2391 cod. civ. consente, in via generale, all'amministratore di prendere comunque parte alla votazione. Nell'esempio, la circostanza che l'impresa di costruzioni sia o non sia parte correlata dell'emittente (ma non anche in qualsiasi modo correlata all'amministratore) non impatterebbe in alcun modo sulla posizione dell'amministratore in questione, il quale, in caso di non adozione dell'ipotesi *sub* (e), rimarrà soggetto unicamente agli obblighi di cui all'art. 2391 cod. civ..



3.5 Considerazioni non dissimili si possono formulare anche con riguardo all'ipotesi *sub* “(d)” individuata da Consob, vale a dire imporre l'astensione agli amministratori che abbiano un interesse in conflitto nell'operazione. A nostro modo di vedere, anche l'interesse in conflitto ben potrebbe rivelarsi del tutto estraneo alla “vicenda” OPC e quindi non pare condivisibile imporre all'amministratore in questione un generalizzato obbligo di astensione ai sensi dall'art. 2391-*bis* cod. civ., come invece deriverebbe dall'introduzione dell'ipotesi *sub* (d). Ricorriamo ancora una volta, per chiarezza, ad un esempio. Il consiglio di amministrazione è convocato per deliberare l'eventuale assegnazione di un appalto di costruzione all'impresa A, parte correlata della società (ma non anche in qualsiasi modo correlata all'amministratore), o, in alternativa, ad assegnare l'incarico di realizzazione del diverso progetto proposto dalla società B, che non risulta essere parte correlata, ma in relazione al quale l'amministratore ha un proprio interesse (è il direttore lavori che verrebbe incaricato della realizzazione del progetto dalla società B). Applicando la soluzione *sub* “(d)”, si potrebbe essere portati a ritenere che l'amministratore in questione non potrebbe votare nella deliberazione relativa all'appalto a favore dell'impresa A (non per l'esistenza di una correlazione che lo “riguardi”, ma del “solo” conflitto di interessi), mentre, potrebbe prendere parte, previa dichiarazione della natura, termine, origine e portata del proprio interesse, alla votazione relativa all'incarico alternativo alla società B.

In definitiva, è nostra opinione che (i) la disciplina degli interessi degli amministratori in una determinata operazione prevista dal codice civile e quella delle operazioni con parti correlate, pur avendo finalità non dissimili di tutela della corretta gestione, si muovono però su piani differenti e, conseguentemente, che (ii) non è agevole, o forse anche non utile, ipotizzare una (ancorché parziale) sovrapposizione delle stesse.

3.6 L'ipotesi *sub* “(c)”, prescelta anche da Consob nel Documento di Consultazione, ci pare dunque, in quanto in particolare “ancorata” a principi e definizioni tipici della disciplina OPC, la soluzione preferibile.

Detta ipotesi collega il presupposto dell'astensione all'effettiva possibilità che, per il tramite di quella determinata operazione, vi sia un'estrazione di valore a danno della società e di cui l'amministratore beneficia direttamente, in quanto “*controparte*”, o indirettamente, poiché egli è “*una delle parti correlate della controparte*”.

Ciò premesso da un punto di vista generale, ci pare comunque opportuno formulare qui qualche ulteriore riflessione proprio in relazione al contenuto dell'ipotesi *sub* “(c)”, nel testo ipotizzato da Consob.

Il Documento di Consultazione (cfr. art. 3, comma 1, lett. i-*bis*)) propone infatti di ritenere “*amministratori coinvolti nell'operazione*” e “*consiglieri coinvolti nell'operazione*” “*gli amministratori, i consiglieri di gestione o di sorveglianza che sono la controparte di una determinata*



operazione o una delle parti correlate della controparte”. In proposito si ritiene utile sottoporre alla valutazione dell’Autorità una modifica di tale definizione.

Più precisamente, si propone il seguente testo (in grassetto le parole aggiunte): “*gli amministratori, i consiglieri di gestione o di sorveglianza che sono (i) loro direttamente, o una parte correlata da loro comunicata all’emittente ai sensi dell’art. 4, comma 8, la controparte di una determinata operazione o (ii) una delle parti correlate della controparte*”.

In effetti, non appare sempre scontato il fatto che una *related party* comunicata all’emittente (ai sensi dell’art. 4, comma 8) da un dirigente con responsabilità strategiche (vale a dire, tra gli altri, proprio gli amministratori) abbia essa stessa, a sua volta, il medesimo dirigente con responsabilità strategica come propria parte correlata. Un esempio può risultare senz’altro utile a chiarimento del punto. Attualmente, l’Allegato 1 al Regolamento OPC richiede che un dirigente con responsabilità strategiche (un amministratore) comunichi, per essere inserite nell’elenco delle parti correlate dell’emittente, le società nelle quali un suo stretto familiare detenga una partecipazione superiore al 20%, indipendentemente dalla sussistenza di un controllo, di un controllo congiunto o di un’influenza notevole. Ebbene, a noi sembra che (fermi il nuovo perimetro e le relative linee guida interpretative che verranno illustrate nella nuova Comunicazione OPC) la società partecipata dallo stretto familiare dell’amministratore dell’emittente non avrebbe però, tra le proprie parti correlate, l’amministratore. In questo caso, dunque, un emittente soggetto al Regolamento OPC potrebbe porre in essere, in assenza del correttivo da noi ipotizzato, un’operazione con una parte correlata direttamente “riferibile” ad un amministratore a cui tuttavia non si imporrebbe l’obbligo di astensione.

* * *

4. Valutazione sulla corretta applicazione dei casi di esenzione (Articolo 4, comma 1, lett. (b))



<p style="text-align: center;"><u>Articolo 4</u> <i>(Adozione di procedure)</i></p> <p>1. I consigli di amministrazione o i consigli di gestione delle società adottano, secondo i principi indicati nel presente regolamento, procedure che assicurino la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate. In particolare, tali procedure:</p> <p>a) [...];</p> <p>b) identificano i casi di esenzione previsti dagli articoli 13 e 14 ai quali le società intendono fare ricorso e stabiliscono le modalità e i tempi con i quali gli amministratori o consiglieri indipendenti che esprimono pareri sulle operazioni con parti correlate valutano almeno annualmente la corretta applicazione dei casi di esenzione. Per le operazioni di maggiore rilevanza, la predetta valutazione è effettuata in via preventiva;</p> <p>[...]</p>	<p>La modifica della lett. b) intende attuare l'art. 9-<i>quater</i>, par. 5, della Direttiva, relativo all'esenzione per operazioni ordinarie e a condizioni di mercato, che richiede l'istituzione di una procedura interna per la valutazione periodica del rispetto delle condizioni per l'applicazione dell'esenzione, alla quale non partecipino le parti correlate.</p> <p>Alla luce della prassi applicativa che ha mostrato criticità anche in relazione all'applicazione degli altri casi di esenzione sono stati apportati i seguenti interventi:</p> <ul style="list-style-type: none">- l'estensione dell'applicazione della procedura di verifica anche alle altre ipotesi di esenzione;- la previsione, in caso di operazioni di maggiore rilevanza, di una valutazione preventiva circa la corretta applicazione dei casi di esenzione.
--	---

Osservazioni Studio GSA

4.1 La modificazione proposta all'art. 4, comma 1, lett. (b), del Regolamento OPC risulta, come riconosciuto da Consob nel Documento di Consultazione, non direttamente riconducibile al recepimento della Nuova SHRD. Quest'ultima, infatti, si limita, a prevedere che le procedure approvative rafforzate in materia di OPC (i) *“non si applicano alle operazioni concluse nell'ordinaria attività e a normali condizioni di mercato”*



e che (ii) *“per tali operazioni l’organo di amministrazione o di vigilanza della società istituisce una procedura interna per valutare periodicamente il rispetto di tali condizioni”*, precisando a tal fine che *“le parti correlate non partecipano a tale valutazione”*.

Come noto, la Comunicazione OPC dedica ampio spazio al tema delle operazioni ordinarie, avendo l’Autorità rilevato l’importanza dello strumento che il Regolamento OPC ha messo a disposizione degli emittenti. Nella Comunicazione OPC si individuano pertanto, nel dettaglio, i requisiti e i criteri per l’applicazione di una simile esenzione.

Da un punto di vista generale, non sembra, a nostro avviso, che tutti gli emittenti abbiano colto la portata dello strumento in questione e la necessità, per una sua piena attuazione, di una specifica declinazione all’interno delle singole procedure OPC. Risulta, in altri termini, che nelle procedure OPC sovente gli emittenti si limitino a riportare la definizione del Regolamento OPC, senza sviluppare e declinare l’esenzione alla luce delle peculiarità del *business* condotto dal singolo emittente. Tutto ciò, nonostante la stessa Autorità, nella Comunicazione OPC, aveva avuto modo di sottolineare che, *“al fine dell’applicazione dell’esenzione per le operazioni ordinarie e concluse a condizioni di mercato o standard, le procedure adottate dalle società ai sensi dell’articolo 4 del Regolamento possono meglio identificare, anche alla luce dell’attività svolta dalla società, le caratteristiche generali delle operazioni che possono essere oggetto dell’esenzione stessa”* (cfr. punto 3.6, pag. 12).

4.2 Ciò premesso da un punto di vista generale, rileviamo altresì che il nuovo art. 4, comma 1, lett. b), proposto da Consob nel Documento di Consultazione, nella sua attuale formulazione, non appare a nostro parere del tutto condivisibile.

L’Autorità segnala, nel Documento di Consultazione, di aver rilevato, *“sulla scorta dell’esperienza applicativa maturata dalla Consob dal 2011”*, la sussistenza di *“concreti rischi di un’errata classificazione delle operazioni come rientranti in un caso di esenzione”*. Consob prosegue evidenziando che ciò riguarderebbe non solo *“le operazioni ordinarie e a condizioni di mercato o standard ma anche per altri casi di esenzione, quali le operazioni di importo esiguo (ad esempio, in presenza di contratti pluriennali il cui controvalore è stato erroneamente considerato come quello di una sola annualità), le attribuzioni di compensi coerenti con la politica in materia di remunerazione adottata dalla società (in caso di scostamenti da tale politica), le operazioni con società controllate o collegate (in presenza di interessi qualificabili come significativi non adeguatamente rilevati)”* (di seguito, in sintesi, per comodità, i **“Rilievi Consob”**, cfr. Documento di Consultazione, pag. 12).

Da tali considerazioni Consob farebbe quindi discendere la necessità di introdurre nel Regolamento OPC l’obbligo di *“verifica, eventualmente in funzione delle tipologie di esenzione, della [...] concreta frequenza [delle esenzioni] alla luce dell’operatività della società nonché del potenziale impatto dei rischi di elusione”* (di seguito, per comodità, gli **“Obblighi di Verifica”**, cfr. Documento di Consultazione, pag. 13).



Per le motivazioni che seguono, a noi pare di poter rilevare il rischio di una non piena omogeneità tra (i) gli Obblighi di Verifica che Consob vorrebbe introdurre per fronteggiare i Rilievi Consob e (ii) il nuovo testo proposto all'art. 4, comma 1, lett. b).

4.3 È nostra opinione che una corretta declinazione delle fattispecie di OPC ordinarie all'interno delle procedure OPC di un emittente comporti il venir meno dell'obbligo stesso di intercettazione preventiva di una determinata categoria omogenea di operazioni dell'emittente (verso controparti correlate o meno), tutte caratterizzate dall'essere concluse a condizioni di mercato o standard. Si pensi, a titolo di esempio, al caso di operazioni effettuate da venditori dell'emittente sulla base di un listino prezzi, e relative eventuali possibilità di applicare sconti, imposti dalla società. Fattispecie non diversa, ed anzi ancora più evidente, è la non necessità di intercettare le OPC concluse a prezzi inferiori alle soglie di esiguità. Si pensi al caso di un emittente che disponga di propri canali di vendita *retail* di beni di consumo, ad esempio, di genere alimentare. Qui non solo vi è una non necessità di intercettare preventivamente tutte le OPC, ma una sostanziale impossibilità oggettiva di porre in essere una simile attività. Quanto precede porta allora ad una prima, immediata considerazione.

Non ci pare applicabile, quanto meno a tutte le fattispecie, una valutazione successiva sulla “*corretta applicazione dei casi di esenzione*”. Del resto, gli Obblighi di Verifica (cfr. Documento di Consultazione, pag. 13) che Consob vorrebbe introdurre nel Regolamento OPC non sembrerebbero, per quanto illustrato nel medesimo Documento di Consultazione e salvo diversi chiarimenti in proposito nella nuova Comunicazione OPC, voler imporre una valutazione in concreto, operazione per operazione, di tutti i casi in cui le esenzioni hanno trovato applicazione. In verità, detta valutazione, anche quando fosse formalmente richiesta dalla disciplina o dalla interpretazione dell'Autorità, non sarebbe neppure, a nostro avviso, come appena sottolineato, in concreto sempre applicabile.

4.4 Da un punto di vista strettamente procedurale, poi, meriterebbe una precisazione l'espressione “*gli amministratori o consiglieri indipendenti che esprimono pareri sulle operazioni con parti correlate*”, che, nella proposta Consob, identifica i soggetti chiamati ad effettuare la valutazione su base (almeno) annuale.

Considerato che, come noto, i comitati OPC possono anche avere composizione diversa in funzione della tipologia di OPC da esaminare (minore o maggiore rilevanza), sembrerebbe preferibile una puntualizzazione sul punto. Nel caso di specie, vista la rilevanza dell'attività che verrebbe loro attribuita, riterremmo preferibile precisare (integrazioni in grassetto nel testo, in barrato doppio le eliminazioni) che, a doversi esprimere, siano gli “*amministratori o consiglieri indipendenti che, ai sensi delle procedure di cui al presente articolo 4, comma 1, sono chiamati a esprimere ~~esprimono~~ pareri sulle operazioni con parti correlate di maggior rilevanza*”.



4.5 Alla luce delle considerazioni di cui ai precedenti paragrafi 4.2, 4.3 e 4.4, si suggerisce la nuova formulazione dell'art. 4, comma 1, lett. b) che segue (integrazioni in grassetto nel testo, in barrato doppio le eliminazioni): “[...] *le procedure:* [...] (b) *identificano i casi di esenzione previsti dagli articoli 13 e 14 ai quali le società intendono fare ricorso e stabiliscono le modalità e i tempi, **comunque su base almeno annuale, con i quali gli amministratori o consiglieri indipendenti che, ai sensi delle procedure di cui al presente articolo 4, comma 1, sono chiamati a esprimere** ~~esprimono~~ pareri sulle operazioni con parti correlate di **maggior rilevanza**, valutano, **alla luce (i) della frequenza della loro applicazione, ove disponibile; (ii) dell’operatività della società, nonché (iii) del potenziale impatto dei rischi di elusione,** ~~almeno annualmente la conformità con i principi indicati nel presente regolamento~~ ~~corretta applicazione dei~~ ~~delle tipologie~~ ~~easi di esenzione~~ ~~effettuate~~. **Ai fini delle valutazioni che precedono, gli emittenti mettono a disposizione degli amministratori o consiglieri indipendenti interessati gli elementi necessari, in quanto disponibili, relativi alla concreta applicazione dei casi di esenzione [...]**”.*

4.6 Una riflessione specifica merita infine l’ultima frase della proposta di nuovo art. 4, comma 1, lett b), contenuta nel Documento di Consultazione, vale a dire la previsione secondo cui “*per le operazioni di maggiore rilevanza, la predetta valutazione è effettuata in via preventiva*”.

Al riguardo, si può osservare come un simile adempimento, applicabile in sostanza verosimilmente alle sole OPC ordinarie, finisca a nostro avviso per comportare il rischio di un significativo impatto sul concetto di “esenzione”. In altri termini, la proposta imporrebbe comunque la convocazione, in via preventiva, di una riunione del Comitato OPC rispetto alla conclusione dell’OPC di maggior rilevanza con all’ordine del giorno la valutazione non dell’interesse della società al compimento dell’operazione e della sussistenza, nelle circostanze, della correttezza sostanziale dei relativi termini e condizioni, bensì il (solo) rispetto dei requisiti per poter esentare l’OPC dalle procedure interne in materia di operazione con parti correlate.

I componenti del comitato OPC potrebbero, in linea di principio, trovarsi di fronte ad un’OPC che non reputano nell’interesse della società, ma comunque rientrante nell’“*ordinario esercizio dell’attività operativa*” della stessa, e che ritengono prospettata a condizioni non convenienti, pur essendo le stesse a condizioni di mercato.

Gli amministratori verrebbero dunque a conoscenza, e in via preventiva, di un’OPC, di maggior rilevanza, senza però essere richiesti di esprimere il loro motivato parere sulla stessa, con ogni possibile valutazione in tema di responsabilità, anche alla luce dell’introduzione, per effetto del D.Lds. 49/19, del nuovo art. 192-*quinquies*, comma 2, TUIF. Ai sensi di detta nuova previsione, infatti, “*per le violazioni indicate nel comma 1* [vale a dire violazioni della disciplina OPC, n.d.r.], *nei confronti dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione e di direzione si*



applica, nei casi previsti dall'articolo 190-bis , comma 1, lettera a), una sanzione amministrativa pecuniaria da eurocinquemila a euro centocinquantamila”..

Le argomentazioni che precedono, ci inducono dunque a ritenere opportuna una nuova valutazione in ordine al non inserimento nel nuovo testo di art. 4, comma 1, lett. (b), Regolamento OPC dell’ultima frase (“per le operazioni di maggiore rilevanza, la predetta valutazione è effettuata in via preventiva”).

* * *

5. Verifica dei requisiti di indipendenza degli esperti incaricati dal Comitato OPC

(Articolo 5, comma 5, Articolo 7, comma 1, lett. (b) e Articolo 8, comma 1)

<p style="text-align: center;"><u>Articolo 5</u> (Informazione al pubblico sulle operazioni con parti correlate)</p> <p>[...] 5. Nei termini previsti dai commi 3 e 4 le società mettono a disposizione del pubblico, in allegato al documento informativo di cui al comma 1 o sul sito internet, gli eventuali pareri di amministratori o consiglieri indipendenti e di esperti indipendenti di cui tali amministratori o l'organo di amministrazione si siano avvalsi. Con riferimento ai pareri di esperti indipendenti, le società possono pubblicare i soli elementi indicati nell' Allegato 4, motivando tale scelta. [...]</p>	<p>Nel comma 5 la modifica intende specificare l'obbligo di pubblicare, in allegato al documento informativo, anche i pareri degli esperti indipendenti di cui si sia eventualmente avvalso l'organo amministrativo.</p>
<p style="text-align: center;"><u>Articolo 7</u> (Procedure per le operazioni di minore rilevanza per le società che adottano i sistemi di amministrazione e controllo tradizionale o monistico)</p> <p>1. Con riferimento alle operazioni di minore rilevanza, ferma la facoltà di applicare quanto previsto dall'articolo 8, le procedure prevedono almeno:</p>	



<p>a) [...]</p> <p>b) la facoltà del comitato di farsi assistere, a spese della società, da uno o più esperti indipendenti di propria scelta. Lo stesso comitato verifica preventivamente l'indipendenza degli esperti tenendo conto delle relazioni indicate nel paragrafo 2.4 dell'Allegato 4;</p> <p>c) [...]</p> <p>[...]</p>	
<p style="text-align: center;"><u>Articolo 8</u> <i>(Procedure per le operazioni di maggiore rilevanza per le società che adottano i sistemi di amministrazione e controllo tradizionale o monistico)</i></p> <p>1. Salvo quanto previsto dall'articolo 11, con riferimento alle operazioni di maggiore rilevanza, in aggiunta a quanto previsto dall'articolo 7, comma 1, lettere b), c), d-bis, e) ed f), le procedure prevedono almeno: [...]</p> <p>[...]</p>	
<p style="text-align: center;">Allegato 4</p> <p style="text-align: center;">DOCUMENTO INFORMATIVO RELATIVO AD OPERAZIONI DI MAGGIORE RILEVANZA CON PARTI CORRELATE</p> <p>Nei casi in cui le società con azioni quotate in mercati regolamentati e con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante (di seguito, unitariamente, "le società") pongano in essere operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate, il documento informativo previsto dall'articolo 5 deve riportare almeno le seguenti informazioni:</p> <p><i>Indice</i></p> <p>1. Avvertenze Evidenziare, in sintesi, i rischi connessi ai potenziali conflitti di interesse derivanti dall'operazione con parte correlata descritta nel documento informativo.</p> <p>2. Informazioni relative all'operazione</p>	<p>L'Allegato 4 è oggetto di modifiche suggerite dall'esperienza applicativa volte a:</p> <ul style="list-style-type: none">- allineare la formulazione della valutazione dell'indipendenza alle modifiche dell'art. 7, comma 1, lett. b) (cfr. punto 2.4);- chiarire l'obbligo di fornire nel documento un'adeguata informativa in merito alle motivazioni di astensioni o voti contrari (cfr. punto



<p>2.1. Descrizione delle caratteristiche, modalità, termini e condizioni dell'operazione.</p> <p>2.2. Indicazione delle parti correlate con cui l'operazione è stata posta in essere, della natura della correlazione e, ove di ciò sia data notizia all'organo di amministrazione, della natura e della portata degli interessi di tali parti nell'operazione.</p> <p>2.3. Indicazione delle motivazioni economiche e della convenienza per la società dell'operazione. Qualora l'operazione sia stata approvata in presenza di un avviso contrario degli amministratori o dei consiglieri indipendenti, un'analitica e adeguata motivazione delle ragioni per le quali si ritiene di non condividere tale avviso.</p> <p>2.4. Modalità di determinazione del corrispettivo dell'operazione e valutazioni circa la sua congruità rispetto ai valori di mercato di operazioni similari. Qualora le condizioni economiche dell'operazione siano definite equivalenti a quelle di mercato o standard, motivare adeguatamente tale dichiarazione fornendo oggettivi elementi di riscontro. Indicare l'eventuale esistenza di pareri di esperti indipendenti a supporto della congruità di tale corrispettivo e le conclusioni dei medesimi, precisando:</p> <ul style="list-style-type: none">- gli organi o i soggetti che hanno commissionato i pareri e designato gli esperti;- le valutazioni effettuate per selezionare gli esperti indipendenti e le verifiche circa l'indipendenza di questi ultimi. In particolare, indicare le eventuali relazioni economiche, patrimoniali e finanziarie tra gli esperti indipendenti e la parte correlata, (i) la società emittente, (ii) le società da questa controllate, i soggetti che controllano la società emittente, le società controllate dall'emittente o soggette sottoposte a comune controllo con quest'ultima, nonché (iii) gli amministratori delle predette società società di cui ai punti (i) e (ii), prese in considerazione ai fini della qualificazione dell'esperto come indipendente e le motivazioni per le quali tali relazioni sono state considerate irrilevanti ai fini del giudizio sull'indipendenza. Le informazioni sulle eventuali relazioni possono essere fornite allegando una dichiarazione degli stessi esperti indipendenti;- i termini e l'oggetto del mandato conferito agli esperti;- i nominativi degli esperti incaricati di valutare la congruità del corrispettivo. <p>Indicare che i pareri degli esperti indipendenti ovvero gli elementi essenziali degli stessi, ai sensi dell'articolo 5 del regolamento emittenti, sono allegati al documento informativo o pubblicati sul sito internet della società. Gli elementi essenziali dei pareri che comunque devono essere pubblicati sono i seguenti:</p> <ul style="list-style-type: none">- evidenza, se del caso, dei limiti specifici incontrati nell'espletamento dell'incarico (ad esempio con riguardo all'accesso ad informazioni significative), delle assunzioni utilizzate nonché delle condizioni a cui il parere è subordinato;- evidenza di eventuali criticità segnalate dagli esperti in relazione alla specifica operazione;- indicazione dei metodi di valutazione adottati dagli esperti per esprimersi sulla congruità del corrispettivo;- indicazione dell'importanza relativa attribuita a ciascuno dei metodi di valutazione adottati ai fini sopra specificati;- indicazione dei valori scaturiti da ciascun metodo di valutazione adottato;- ove sulla base dei metodi valutativi utilizzati sia individuato un intervallo di valori, indicazione dei criteri con cui è stato stabilito il valore finale del corrispettivo;	<p>2.8).</p>
---	--------------



- indicazione delle fonti utilizzate per la determinazione dei dati rilevanti oggetto di elaborazione;
- indicazione dei principali parametri (o variabili) presi a riferimento per l'applicazione di ciascun metodo.

Relativamente agli elementi dei pareri degli esperti resi pubblici, confermare che tali informazioni sono state riprodotte coerentemente con il contenuto dei pareri a cui si fa riferimento e che, per quanto a conoscenza dell'emittente, non vi sono omissioni che potrebbero rendere le informazioni riprodotte inesatte o ingannevoli.

- 2.5. Una illustrazione degli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'operazione, fornendo almeno gli indici di rilevanza applicabili. Se l'operazione supera i parametri di significatività determinati dalla Consob ai sensi degli articoli 70 e 71 del regolamento emittenti, evidenziare che saranno pubblicate informazioni finanziarie pro-forma nel documento previsto, a seconda dei casi, dal comma 4 del citato art. 70 ovvero dall'art. 71 e nei termini previsti dalle medesime disposizioni. Rimane ferma la facoltà di pubblicare un documento unico ai sensi dell'articolo 5, comma 6.
- 2.6. Se l'ammontare dei compensi dei componenti dell'organo di amministrazione della società e/o di società da questo controllate è destinato a variare in conseguenza dell'operazione, dettagliate indicazioni delle variazioni. Se non sono previste modifiche, inserimento, comunque, di una dichiarazione in tal senso.
- 2.7. Nel caso di operazioni ove le parti correlate coinvolte siano i componenti degli organi di amministrazione e di controllo, direttori generali e dirigenti dell'emittente, informazioni relative agli strumenti finanziari dell'emittente medesimo detenuti dai soggetti sopra individuati e agli interessi di questi ultimi in operazioni straordinarie, previste dai paragrafi 14.2 e 17.2 dell'allegato I al Regolamento n. 809/2004/CE.
- 2.8. Indicazione degli organi o degli amministratori che hanno condotto o partecipato alle trattative e/o istruito e/o approvato l'operazione specificando i rispettivi ruoli, con particolare riguardo agli amministratori indipendenti, ove presenti. Con riferimento alle delibere di approvazione dell'operazione, specificare i nominativi di coloro che hanno votato a favore o contro l'operazione, ovvero si sono astenuti, specificando **in modo dettagliato** le motivazioni degli eventuali dissensi o astensioni. Indicare che, ai sensi dell'articolo 5 del regolamento emittenti, gli eventuali pareri degli amministratori indipendenti sono allegati al documento informativo o pubblicati sul sito internet della società.
- 2.9. Se la rilevanza dell'operazione deriva dal cumulo, ai sensi dell'articolo 5, comma 2, di più operazioni compiute nel corso dell'esercizio con una stessa parte correlata, o con soggetti correlati sia a quest'ultima sia alla società, le informazioni indicate nei precedenti punti devono essere fornite con riferimento a tutte le predette operazioni.

Osservazioni Studio GSA

5.1 In linea di principio, l'impostazione di Consob è a nostro condivisibile, fatte salve unicamente le riflessioni qui di seguito sintetizzate. In particolare, la proposta di modificare l'articolo 7 del Regolamento OPC, e per l'effetto anche dell'articolo 8, in materia di indipendenza degli esperti coinvolti dal Comitato OPC supera una non piena coerenza attualmente presente nel Regolamento OPC.



Ci riferiamo all'assenza, all'interno degli articoli del Regolamento OPC, di specifiche indicazioni circa i requisiti di indipendenza che l'esperto dovrebbe possedere. Detta assenza risulta colmata, nell'interpretazione fin qui seguita dall'Autorità, con un richiamo a quanto previsto al punto 2.4 dell'Allegato 4, il quale, a ben vedere, si riferisce al contenuto del documento informativo da predisporre solo per le OPC di maggior rilevanza.

Siamo dunque favorevoli, come detto, al rinvio puntuale che verrebbe ora operato dall'art. 7, comma 1, lett. b) per le OPC di minor rilevanza e applicabile anche alle OPC di maggior rilevanza in virtù del rinvio operato dall'art. 8, comma 1.

5.2 Fermo quanto precede, riteniamo comunque opportuna una riflessione sulle modificazioni proposte dal Documento di Consultazione al punto 2.4 dell'Allegato 4. La nuova formulazione prevede, tra l'altro, che nel documento informativo siano riportate (evidenziazioni grafiche come da Documento di Consultazione) *“le valutazioni effettuate [dal Comitato OPC, n.d.r.] per selezionare gli esperti indipendenti e le verifiche circa l'indipendenza di questi ultimi”*. La clausola prosegue richiedendo di *“indicare le eventuali relazioni economiche, patrimoniali e finanziarie tra gli esperti indipendenti e la parte correlata, (i) la società emittente, (ii) le società da questa controllate, i soggetti che controllano la società emittente, le società controllate dall'emittente o soggette sottoposte a comune controllo con quest'ultima, nonché (iii) gli amministratori delle predette società società di cui ai punti (i) e (ii), prese in considerazione ai fini della qualificazione dell'esperto come indipendente e le motivazioni per le quali tali relazioni sono state considerate irrilevanti ai fini del giudizio sull'indipendenza. Le informazioni sulle eventuali relazioni possono essere fornite allegando una dichiarazione degli stessi esperti indipendenti”*.

In sostanza, già l'attuale formulazione della disposizione in commento impone all'organo che ha nominato l'esperto di evidenziare *“le motivazioni per le quali [le menzionate, n.d.r.] relazioni sono state considerate irrilevanti”*.

La previsione sulle *“verifiche circa l'indipendenza”* degli esperti può sembrare, a nostra opinione, da un lato ripetitiva rispetto a quanto già previsto e, dall'altro, passibile di interpretazioni estensive che vedrebbero amministratori e componenti del Comitato OPC soggetti ad obblighi di *“verifiche”* in concreto ed autonome. L'inciso *“e le verifiche circa l'indipendenza di questi ultimi”* andrebbe dunque, secondo la nostra opinione, eliminato o, quanto meno, andrebbe sostituita la parola *“verifiche”* con *“valutazioni sulla base degli elementi ottenuti”*.

5.3 Un'ultima riflessione sul punto. L'ulteriore, significativa estensione delle relazioni che dovrebbero essere *“prese in considerazione ai fini della qualificazione dell'esperto come indipendente e le motivazioni per le quali tali relazioni sono state considerate irrilevanti”* rappresenta un elemento che rischia di rendere più complicato il ricorso a esperti indipendenti o, quanto meno, il ricorso ad esperti indipendenti appartenenti a *network* internazionali. In concreto, verrebbe richiesta una mappatura dettagliata di tutte le possibili relazioni economiche tra (i) un emittente



italiano a capo di un gruppo con decine di società controllate e con altrettante società sottoposte a comune controllo, tutte sparse per il mondo, e relativi amministratori, e (ii) le società del *network* del consulente ipoteticamente selezionato.

A nostro avviso, si renderebbe opportuno valutare se introdurre quanto meno una limitazione a le “*significantive relazioni economiche, patrimoniali e finanziarie esistenti tra gli esperti indipendenti e...*” (in grassetto le parole di cui si ritiene necessario l’inserimento), al fine di circoscrivere l’ambito della valutazione alle relazioni comunque di un rilievo materiale e ancora in essere e quindi tali da determinare una minaccia concreta all’indipendenza dell’esperto.

* * *

6. Diffusione di comunicati stampa (Articolo 6)

Articolo 6 (Operazioni con parti correlate e comunicazioni al pubblico)	
<p>1. Qualora un’operazione con parti correlate sia oggetto sogetta anche agli obblighi di comunicazione un comunicato diffuso al pubblico con le modalità indicate nella Parte III, Titolo II, Capo I, del regolamento emittenti previsti dall’articolo 17 del regolamento (UE) n. 596/2014, nel comunicato da diffondere al pubblico sono contenute, in aggiunta alle altre informazioni da pubblicarsi ai sensi della predetta norma, sono fornite almeno le seguenti informazioni:</p> <p>a) la descrizione dell’operazione;</p> <p>ab) l’indicazione che la controparte dell’operazione è una parte correlata e la descrizione della natura della correlazione;</p> <p>bc) la denominazione o il nominativo della controparte dell’operazione;</p> <p>ed) se l’operazione supera o meno le soglie di rilevanza identificate ai sensi dell’articolo 4, comma 1, lettera a), e l’indicazione circa l’eventuale successiva pubblicazione di un documento informativo ai sensi dell’articolo 5;</p> <p>de) 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 articoli 13 e 14;</p> <p>ef) l’eventuale approvazione dell’operazione nonostante l’avviso contrario degli amministratori o consiglieri indipendenti.</p>	<p>La riformulazione dell’articolo è suggerita dall’esperienza applicativa al fine di specificare che gli obblighi di includere gli elementi indicati nell’art. 6 riguardano i comunicati stampa eventualmente contenenti informazioni su un’operazione con parte correlata, a prescindere dalla natura privilegiata dell’informazione sulla stessa.</p>



Osservazioni Studio GSA

6.1 L'intervento all'articolo 6 del Regolamento OPC posto in consultazione è a nostro modo di vedere pienamente condivisibile per un duplice ordine di ragioni.

6.2 Anzitutto, la modifica elimina una imprecisione relativa al richiamo, nel testo ora vigente, all'art. 17 del regolamento (UE) n. 596/2014. Detta disciplina, come noto, è applicabile agli emittenti valori mobiliari quotati, ma non anche alle società emittenti strumenti finanziari diffusi (queste ultime, viceversa, soggetta alla disciplina OPC). Proprio la non applicazione della MAR agli emittenti diffusi aveva portato il Legislatore ad introdurre, nell'art. 116, comma 1-*bis*, del TUIF, un obbligo "autonomo", a carico degli emittenti diffusi, di informare, "*quanto prima possibile, il pubblico dei fatti non di pubblico dominio concernenti direttamente detti emittenti e che, se resi pubblici, potrebbero avere un effetto significativo sul valore degli strumenti finanziari di propria emissione*" (comma inserito dall'art. 3 del D.Lgs. 10 agosto 2018, n. 107).

6.3 In secondo luogo, e soprattutto, le precisazioni apportate al testo dell'art. 6 riportano all'interno del Regolamento OPC le condivisibili considerazioni sviluppate dall'Autorità nel paragrafo 11 della Comunicazione OPC. In proposito, osserviamo però una non piena sovrapposizione tra l'elencazione degli elementi da comunicare al pubblico presenti nell'art. 6 del Regolamento OPC e quelli di cui al richiamato paragrafo 11 della Comunicazione OPC (questi ultimi, in particolare, paiono richiedere un maggior dettaglio informativo). È dunque a nostro avviso opportuna, sin d'ora, una riflessione su un pieno coordinamento tra il nuovo testo dell'art. 6 del Regolamento OPC e la Comunicazione OPC (se del caso, per come Consob intenderà modificarla).

* * *

7. Predisposizione ed emissione del motivato parere del Comitato OPC prima dell'approvazione dei termini essenziali dell'operazione
(Articolo 7, comma 1, lett. (a) e Articolo 8, comma 1, lett. (c))

<u>Articolo 7</u> <i>(Procedure per le operazioni di minore rilevanza per le società che adottano i sistemi di amministrazione e controllo tradizionale o</i>	La modifica nel comma 1, lett. a) è stata suggerita dall'esperienza
--	--



<i>monistico)</i>	
<p>1. Con riferimento alle operazioni di minore rilevanza, ferma la facoltà di applicare quanto previsto dall'articolo 8, le procedure prevedono almeno:</p> <p>a) che prima dell'approvazione dei termini essenziali dell'operazione, qualora quest'ultimi siano approvati preventivamente, e prima dell'approvazione in via definitiva dell'operazione, un comitato, anche appositamente costituito, composto esclusivamente da amministratori non esecutivi e non correlati, in maggioranza indipendenti, esprima un motivato parere non vincolante sull'interesse della società al compimento dell'operazione nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni. Tale parere è allegato al verbale della riunione del comitato;</p> <p>b) [...]</p> <p>[...]</p>	<p>applicativa che ha mostrato casi di approvazione preliminare dei termini essenziali dell'operazione (es. prezzo) in assenza del parere degli indipendenti. In maniera analoga sono modificati l'art. 8 e l'Allegato 2 per il sistema dualistico. La previsione aggiunta nel secondo periodo della lett. a) trae origine dall'esperienza applicativa che ha rivelato casi di mancata redazione del parere in forma scritta e mancata o inadeguata verbalizzazione delle valutazioni del comitato. Nello stesso modo sono modificati l'art. 8 e l'Allegato 2 per il sistema dualistico.</p>

Osservazioni Studio GSA

7.1 Il Documento di Consultazione ipotizza due possibili modifiche all'art. 7, comma 1, lett. a), del Regolamento OPC. Sia consentito, per comodità di esposizione, invertire l'ordine progressivo delle stesse, e ciò al fine di affrontare subito la questione inerente la formalizzazione del parere del comitato OPC, per poi soffermarsi, più diffusamente, sul momento in cui il Comitato OPC è chiamato a pronunciarsi.

7.2 La precisazione secondo cui il parere del Comitato OPC deve essere allegato al verbale della riunione del Comitato stesso è a nostro avviso senza dubbio condivisibile. Il motivato parere deve in effetti essere emesso dal Comitato OPC al termine di un adeguato processo condotto all'interno dell'organo endoconsiliare, anche in funzione della rilevanza dell'operazione. Di tale processo, e della condivisione sul parere da parte dei componenti del Comitato, non può non essere data adeguata evidenza nell'ambito delle verbalizzazioni delle sedute.

7.3 Maggiore riflessione, come detto, merita viceversa la proposta di prevedere nel Regolamento OPC che il parere del Comitato OPC sia rilasciato "*prima dell'approvazione dei termini essenziali dell'operazione, qualora quest'ultimi siano approvati preventivamente, e prima dell'approvazione in via definitiva dell'operazione*".



Nel Documento di Consultazione (cfr. paragrafo 1.3.4(i), pag. 18), Consob sottolinea come il Regolamento OPC “*richiede il rilascio del parere del comitato degli amministratori indipendenti prima dell’approvazione dell’operazione*” e che tale previsione “*intende [già oggi, n.d.r.] includere anche le fattispecie in cui vi sia un’approvazione progressiva dei termini e delle condizioni dell’operazione*”.

Sul punto, l’Autorità conclude osservando che “*una diversa lettura della previsione vanificherebbe del tutto la finalità del coinvolgimento preventivo del comitato, volto a far esprimere gli amministratori indipendenti prima che le decisioni essenziali sull’operazione siano state assunte*”.

Sempre nel Documento di Consultazione, Consob segnala altresì che, nella sua “*esperienza applicativa*”, ha rilevato “*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*”.

Da qui, la proposta di “*chiarire che il parere degli amministratori indipendenti debba essere fornito anche prima della eventuale definizione con la controparte dei termini essenziali dell’operazione*”.

7.4 A nostro avviso, la precisazione relativa al tema dell’approvazione preventiva di termini essenziale proposta dall’Autorità appare meritevole di un’ulteriore riflessione in relazione ai seguenti profili:

- (A) in primo luogo sarebbe senz’altro auspicabile una più puntuale declinazione dei due aspetti fondamentali contenuti nella nuova formulazione dell’art. 4, comma 1, lett. b), vale a dire rispettivamente (i) il concetto di “*approvazione*” e (ii) quello di “*termini essenziali dell’operazione*”;
- (B) in secondo, luogo la proposta contenuta nel Documento di Consultazione apre dubbi (i) di natura procedurale, che appaiono di non agevole soluzione, nonché (ii) preoccupazioni circa la non puntuale applicazione della disciplina OPC a casi in cui i componenti del Comitato OPC non dispongano di sufficienti elementi concernenti l’interesse e la congruità per esprimere il proprio parere, come potrebbe accadere in presenza dell’ipotizzata approvazione solo di una parte degli elementi essenziali.

Analizziamo nel dettaglio dette considerazioni.

7.5 Sotto il profilo *sub* (A)(i), vale a dire il concetto di “*approvazione*”, quest’ultimo necessita di essere esaminato distinguendo, a nostro avviso tra OPC che debbono essere necessariamente approvate dal Consiglio di Amministrazione e quelle di competenza di organi delegati o funzioni aziendali.



In effetti, l'“*approvazione*” per così dire “preliminare” di un'operazione di competenza consiliare non può che essere deliberata dal consiglio di amministrazione e, pertanto, riterremmo che l'anticipazione proposta e l'emissione di un (primo) parere motivato del Comitato OPC non siano tali da costituire, di per sé, un ostacolo procedurale rispetto all'*iter* decisionale dell'emittente, pur essendo un'attività ulteriore ma sempre riferita ad un momento decisionale del consiglio di amministrazione ben definito.

Più complicato, ci pare, individuare l'“*approvazione*” proposta in un'OPC non riservata al *plenum* consiliare, e quindi non di maggior rilevanza, ma di competenza di un amministratore delegato o di una funzione endosocietaria (in teoria, in alcuni casi, anche dotata dei relativi poteri decisori). In tali casi, non ci sembra inconsueta l'esistenza di una trattativa, anche solo tra uffici, volta a istruire e delimitare i punti in discussione nell'ambito di preliminari scambi di posizioni tra gli uffici medesimi, da sottoporre a una valutazione complessiva finale dell'amministratore delegato. In questa fattispecie, risulta meno chiaro se tale fase di scambi, di natura istruttoria ma che nello stesso tempo stabilizza il quadro delle intese possibili, configuri l'“*approvazione*” a cui Consob fa riferimento. In quest'ottica, la proposta di Consob meriterebbe un opportuno chiarimento, quanto meno nel contesto delle linee guida interpretative proposte nell'ambito della necessaria rivisitazione della Comunicazione OPC.

7.6 Anche il punto *sub* (A)(ii), concernente la definizione dei “*termini essenziali*” dell'operazione, richiede adeguate precisazioni.

In effetti, a parte l'esempio del corrispettivo (citata nel Documento di Consultazione), si ritiene necessario un chiarimento in ordine a quali ulteriori elementi riconducibili alla categoria dei “*termini essenziali*” Consob faccia riferimento. Si pensi, in via esemplificativa, al caso di un importante contratto di fornitura qualora venga preliminarmente stabilita e condivisa, in una prima fase, la sola durata dell'accordo, ma non anche il prezzo per la fornitura, nonché l'esistenza di clausole di recesso anticipato. Opportunamente, la nuova Comunicazione OPC potrebbe fornire un contributo più che utile alla concreta applicabilità della nuova disposizione, anche in termini di chiarezza dei comportamenti richiesti agli emittenti.

7.7 Quanto al profilo *sub* (B)(i), vale a dire i dubbi di natura “procedurale”, che verrebbero a sorgere in tutti i casi di plurimi pareri del Comitato OPC su di una medesima operazione, si segnalano i seguenti interrogativi:

(i) un motivato parere “negativo” su di un preliminare “*termine essenziale*” di un'OPC di maggiore rilevanza comporta che non è più possibile proseguire nella definizione di quell'operazione oppure è possibile portare ad un nuovo esame del Comitato OPC la medesima transazione integrata anche di tutti gli aspetti non preliminarmente definiti?



(ii) ancora, un motivato parere “negativo” su di un preliminare “*termine essenziale*” di un’OPC di maggiore rilevanza, necessita, per essere superato e dunque poter proseguire nella definizione dell’OPC, dell’intervento assembleare mediante *whitewash*?

(iii) un’operazione di minor rilevanza su cui il Comitato OPC esprima parere negativo su di un “*termine essenziale*”, ma poi parere favorevole sull’OPC nella sua “*interrezza*”, dovrebbe comunque essere oggetto dell’informativa di cui all’art. 7, comma 1, lett. g) del Regolamento OPC?

Si tratta, nella prassi applicativa, di aspetti di non trascurabile portata che dovrebbero, pertanto, trovare adeguata risposta.

7.8 In relazione poi al tema *sub* (B)(ii), e cioè alle preoccupazioni circa la non puntuale applicazione della disciplina OPC a casi in cui i componenti del Comitato OPC non dispongano di sufficienti elementi, ci pare che un’anticipazione eccessiva del (primo) momento in cui il Comitato OPC è chiamato a esprimersi su singoli “*termini essenziali*” dell’operazione potrebbe rendere alquanto difficoltoso l’esame dell’operazione nel suo complesso in mancanza di ulteriori elementi e, in particolare, ardua ogni valutazione in punto di interesse e di convenienza. La stessa definizione di un corrispettivo nell’ambito di una compravendita di una partecipazione di controllo in una società è sì, certamente, un “*termine essenziale*”, ma la valutazione sulla sua convenienza non può ragionevolmente prescindere da aspetti ulteriori, quali, ad esempio, l’esistenza di eventuali meccanismi di aggiustamento prezzo e relativi massimali, ampiezza delle garanzie rilasciate/ricevute con i connessi obblighi di indennizzo e limitazioni di responsabilità.

7.9 In definitiva, la nuova formulazione dell’art. 7, comma 1, lett. a), ipotizzata da Consob non sembra, a nostro avviso, conseguire appieno l’obiettivo che l’Autorità si era prefissata con il proprio intervento, vale a dire “*chiarire che il parere degli amministratori indipendenti debba essere fornito anche prima della eventuale definizione con la controparte dei termini essenziali dell’operazione*”. Salva dunque una diversa e più specifica formulazione della previsione regolamentare, l’argomento potrebbe essere oggetto di più compiuta trattazione nella nuova Comunicazione Consob OPC, anche tenuto conto che, secondo sempre l’Autorità, già oggi il Regolamento OPC deve essere inteso nel senso di ritenere necessario il motivato parere del Comitato OPC anche per “*le fattispecie in cui vi sia un’approvazione progressiva dei termini e delle condizioni dell’operazione*”.

Nell’ambito di tale più compiuta trattazione, meriterebbe di essere considerato, tra l’altro, che l’espressione di più “pareri” in relazione ad una singola operazione può determinare il rischio concreto che il Comitato OPC, chiamato ad esprimersi sull’approvazione definitiva dell’operazione, debba tenere in considerazione, tra gli elementi di interesse della società nel compiere l’operazione stessa, i rischi degli effetti derivanti dal non perfezionamento, anche in termini di possibile responsabilità (precontrattuale o altro).



* * *

8. Termini per il coinvolgimento del Comitato OPC nelle trattative per OPC di Maggior Rilevanza
(Articolo 8, comma 1, lett. (b))

<p style="text-align: center;"><u>Articolo 8</u> (Procedure per le operazioni di maggiore rilevanza per le società che adottano i sistemi di amministrazione e controllo tradizionale o monistico)</p> <p>1. Salvo quanto previsto dall'articolo 11, con riferimento alle operazioni di maggiore rilevanza, in aggiunta a quanto previsto dall'articolo 7, comma 1, lettere b), c), d-bis, e) ed f), le procedure prevedono almeno:</p> <p>a) [...];</p> <p>b) che un comitato, anche appositamente costituito, composto esclusivamente da amministratori indipendenti non correlati o uno o più componenti dallo stesso delegati siano coinvolti nella dalla fase iniziale delle trattative e nella fase istruttoria attraverso la ricezione di un flusso informativo completo e tempestivo e con la facoltà di richiedere informazioni e di formulare osservazioni agli organi delegati e ai soggetti incaricati della conduzione delle trattative o dell'istruttoria;</p> <p>c) [...]</p> <p>[...]</p>	<p>Nel comma 1, la modifica alla lett. b) è suggerita dall'esperienza applicativa che ha mostrato in diversi casi il coinvolgimento tardivo degli indipendenti nelle trattative. Allo stesso modo, si interviene nell'Allegato 2 applicabile al sistema dualistico.</p>
--	---

Osservazioni Studio GSA

8.1 La precisazione che Consob propone di introdurre nel testo dell'art. 8, comma 1, lett. b) del Regolamento OPC non discende dalla necessità di recepire specifiche disposizioni della Nuova SHRD, ma, come segnalato dall'Autorità nel Documento di Consultazione, conseguirebbe dalla "esperienza applicativa maturata dalla Consob nella verifica dell'applicazione della disciplina procedurale".

8.2 Il coinvolgimento degli amministratori indipendenti nelle trattative è stato, come noto, uno degli elementi più discussi nella prima e seconda consultazione che hanno preceduto l'emanazione del Regolamento OPC. In particolare, le riflessioni successive alla pubblicazione del primo documento di consultazione Consob si sono incentrate sulla iniziale previsione di attribuire un "ruolo determinante [a]gli indipendenti nella



conduzione delle trattative”. Tali riflessioni hanno poi portato all’attuale formulazione del Regolamento OPC che prevede la “*partecipazione alle trattative*” degli amministratori indipendenti e il chiarimento che tale “*partecipazione*” non è diretta ad alterare il ruolo degli indipendenti, ma a realizzare un adeguato flusso di informazioni a favore di quest’ultimi. L’attuale impostazione del Regolamento OPC in merito alla definizione del ruolo degli amministratori indipendenti nel contesto del processo di trattativa, istruttoria e deliberazione delle operazioni con parti correlate risulta peraltro coerente, a nostro parere, con la ordinaria ripartizione delle competenze tra amministratori esecutivi e amministratori indipendenti, anche se rimangono aspetti non del tutto esplorati in relazione alla possibilità che insorgano, in capo agli stressi, responsabilità non facilmente apprezzabili a priori.

8.4 Anche in virtù di quanto precede, siamo dell’avviso che la modificazione proposta nel Documento di Consultazione all’art. 8, comma 1, lett. b), nello specificare un principio già implicito nella *ratio* della norma vigente, introduce una previsione connotata da un non irrilevante grado di indeterminatezza. Risulta a nostra opinione non chiaro, in sostanza, cosa debba intendersi per “*fase iniziale*” delle trattative.

Sarebbe pertanto a nostro modo preferibile non modificare il testo dell’art. 8, comma 1, lett. b) del Regolamento OPC e introdurre, eventualmente, una precisazione sul punto all’interno della nuova Comunicazione OPC.

* * *

9. Disciplina degli emittenti diffusi e delle società di minori dimensioni e recente quotazione
(Articolo 10)

<u>Articolo 10</u> (Disciplina per determinate tipologie di società)	
1. Ferme le disposizioni dell’articolo 5, e la disciplina delle operazioni di minore rilevanza prevista nell’articolo 7 e la riserva di competenza a deliberare in capo al consiglio di amministrazione o al consiglio di gestione, le società quotate di minori dimensioni, le società di recente quotazione e le società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante possono applicare alle operazioni di maggiore rilevanza, in deroga all’ e altre disposizioni dell’articolo 8 , una procedura individuata ai sensi dell’articolo 7 nonché, in deroga alle altre disposizioni dei paragrafi 2 e 3 dell’Allegato 2, una procedura individuata ai sensi	Nel comma 1 , si mantiene per le società destinatarie dell’art. 10 il regime di favore che consente di applicare le procedure per operazioni di minore rilevanza facendo però salva, trattandosi di operazioni di maggiore rilevanza, la riserva di competenza in capo all’organo



<p>del paragrafo 1 del medesimo Allegato. Non possono avvalersi delle disposizioni del presente comma le società quotate controllate, anche indirettamente, da una società italiana o estera con azioni quotate in mercati regolamentati.</p> <p>2. Le procedure vengono adeguate alle disposizioni derogate ai sensi del comma 1 entro novanta giorni 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 dal primo rinnovo del consiglio di amministrazione o del consiglio di gestione successivo alla chiusura dell'medesimo esercizio in cui la società non possa più qualificarsi come società di minori dimensioni negli altri casi.</p>	<p>amministrativo.</p> <p>Nel comma 2, con la modifica del regime transitorio introdotta sulla scorta dell'esperienza applicativa, le società che già dispongono di un numero sufficiente di amministratori indipendenti sono tenute ad adeguare le procedure entro novanta giorni dalla chiusura dell'esercizio in cui perdono la qualifica di società di minori dimensioni.</p>
--	--

Osservazioni Studio GSA

9.1 La Nuova SHRD, diversamente dall'art. 10 del Regolamento OPC, non prevede alcun regime agevolato per le società di minori dimensioni, di recente quotazione o con azioni diffuse. Nel Documento di Consultazione, nell'intento di mantenere comunque detto regime agevolato, Consob introduce, al comma 1, la riserva di competenza in capo all'organo amministrativo a deliberare in ordine alle operazioni di maggiore rilevanza anche in relazione a società di minori dimensioni, di recente quotazione o con azioni diffuse; e ciò al fine di rendere il testo attuale dell'art. 10, comma 1, conforme al contenuto dell'art. 9-*quater*, par. 4, della Nuova SHRD.

9.2 L'Autorità ritiene che le agevolazioni a favore di quelle società che, presumibilmente, risultano caratterizzate da minore complessità organizzativa, sono volte, *“in ottica di proporzionalità, a contenere i costi di compliance per l'applicazione”* della disciplina OPC.

A nostro avviso, tuttavia, il recepimento della Nuova SHRD può rappresentare proprio l'occasione per una nuova riflessione sul regime agevolato previsto dall'art. 10 del Regolamento OPC. In effetti, se, da un lato, è chiara l'esigenza di un'applicazione proporzionale della disciplina OPC, dall'altro deve però essere considerato che le agevolazioni si rivolgono a soggetti che, per le loro caratteristiche, possono presentare il rischio di una minor percezione o consapevolezza della rilevanza delle procedure in questione e di una loro corretta applicazione. Ci si riferisce, in particolare, alle società di recente quotazione, che, senza alcuna soglia dimensionale, possono avvalersi delle semplificazioni di cui all'art. 10 del Regolamento OPC *“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” (cfr. art. 3, comma 1, lett. (g), Regolamento OPC). Analogamente, le società di minori dimensioni sono sovente caratterizzate da una proprietà concentrata in un unico nucleo familiare, storicamente meno abituata alle tematiche in materia di *corporate governance* tipiche di una società aperta.

La piena applicazione della disciplina OPC porterebbe, in simili circostanze, ad una migliore visibilità sul mercato degli emittenti in questione.

* * *

10. Whitehash

(Articolo 11, comma 3, come richiamato anche dall’art. 8, comma 2)

Il Documento di Consultazione non propone modifiche al testo dell’art. 11 del Regolamento OPC, ma invita ad una riflessione sull’opportunità di mantenere la previsione “anti *hold-out*”, vale a dire la clausola (art. 11, comma 3) in virtù della quale le società possono prevedere che il *whitewash* operi solo in presenza di una percentuale minima di capitale rappresentato in assemblea dai soci non correlati, percentuale che gli emittenti sono chiamati a stabilire nelle loro procedure in misura non superiore al 10%.

In proposito, si condividono le considerazioni di Consob secondo cui “*la finalità della previsione anti hold-out sia meritevole di tutela pur in assenza di un’analoga previsione nella Direttiva*”. Riteniamo, infatti, che tale previsione ben si collochi all’interno delle scelte effettuate dal nostro ordinamento che, da un lato, ha attribuito agli amministratori indipendenti un ruolo centrale nell’esprimere il motivato parere vincolante su di una determinata OPC di maggior rilevanza e, dall’altro lato, ha istituito, quale fattispecie residuale, il *whitewash*, che consente di superare il motivato parere negativo del Comitato OPC (sia nelle OPC di competenza assembleare, sia per eventuali operazioni sottoposte all’assemblea dagli amministratori ai sensi dell’art. 8, comma 2, Regolamento OPC). In ogni caso, l’istituto del *whitewash* non può che rispettare il principio stabilito all’art. 9-*quater*, paragrafo 4, della Nuova SHRD, vale a dire che “*qualora l’operazione con parti correlate coinvolga un amministratore o un azionista, l’amministratore o l’azionista è escluso dall’approvazione o dalla votazione*”. In tale contesto riteniamo altresì che il correttivo introdotto da Consob con la previsione anti *hold-out* sia mantenuto, in quanto strumento per dare concretezza all’ipotesi di espressione di



un'effettiva minoranza. Ovviamente, spetta agli emittenti declinare la percentuale (non superiore al 10%) anche in funzione della composizione del rispettivo capitale sociale e della propria capitalizzazione di borsa. Qualche considerazione su tale declinazione ben potrebbero essere trattata dall'Autorità all'interno della nuova Comunicazione OPC.

11. Esenzioni

11.A *Operazioni offerte a tutti gli azionisti a parità di condizioni* (Articolo 13, comma 1-bis)

<p style="text-align: center;"><u>Articolo 13</u> (Casi e facoltà di esclusione)</p> <p>[...]</p> <p>1-bis. Le disposizioni del presente regolamento non si applicano alle seguenti operazioni deliberate dalle società e rivolte a tutti gli azionisti a parità di condizioni:</p> <ul style="list-style-type: none">a) gli aumenti di capitale in opzione e gli aumenti di capitale gratuiti previsti dall'articolo 2442 del codice civile;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 del codice civile.	<p>Il nuovo comma 1-bis dà attuazione alla Direttiva, nella parte in cui prevede l'esenzione per operazioni rivolte a tutti gli azionisti a parità di condizioni. In linea con quanto già indicato in via interpretativa nella Comunicazione Consob del 24 settembre 2010, n. 10078683, l'esenzione per gli aumenti di capitale in opzione e le scissioni in senso stretto proporzionali è stata trasposta nel Regolamento. Per identità di <i>ratio</i>, sono inclusi altresì gli aumenti di capitale gratuiti e le riduzioni del capitale mediante rimborso dello stesso ai soci. Sul punto sono richiesti gli orientamenti del mercato in merito a ulteriori ipotesi analoghe da includere nell'esenzione (<i>cfr.</i></p>
---	--



	documento di consultazione par. 1.2.3.1).
--	---

Osservazioni Studio GSA

11.A.1 Come ben chiarito da Consob nel Documento di Consultazione, l'introduzione del nuovo comma 1-*bis* nell'articolo 13 del Regolamento OPC (*i*) deriva dal recepimento della Nuova SHRD, ma, al contempo, (*ii*) incorpora una previsione e, in generale, un principio già presente nella Comunicazione OPC.

11.A.2 Ferma in ogni caso l'applicazione dell'art. 2391 cod. civ., che meriterebbe di essere esplicitata nell'*incipit* dell'art. 13, comma 1-*bis*, quanto al profilo della "completezza" dell'elenco ipotizzato dall'Autorità a noi pare che, in applicazione della medesima *ratio* ad esso sottostante, si possano ragionevolmente aggiungere anche le operazioni di (*i*) *buy back* per gli emittenti quotati, in quanto le relative disposizioni applicabili impongono, oltre alla tutela del mercato sotto il profilo informativo e operativo, anche la parità di trattamento tra gli azionisti; nonché di (*ii*) raggruppamento e frazionamento azionario, caratterizzate da una evidente neutralità sostanziale.

* * *

11.B *I compensi attuativi della politica in materia di remunerazione* (Articolo 13, comma 1-*bis*)

<p style="text-align: center;"><u>Articolo 13</u> (Casi e facoltà di esclusione)</p> <p>[...]</p> <p>3. Le procedure possono escludere, in tutto o in parte, dall'applicazione delle disposizioni del presente regolamento, fermo quanto previsto dall'articolo 5, comma 8, ove applicabile:</p> <p>a) [...];</p>	L'esenzione prevista al comma 3, lett. b) , era stata introdotta nel Regolamento anteriormente all'introduzione nel TUF
---	--



<p>b) le deliberazioni, diverse da quelle indicate nel comma 1, in materia di remunerazione degli amministratori e consiglieri investiti di particolari cariche nonché degli altri dirigenti con responsabilità strategiche e le deliberazioni con cui il consiglio di sorveglianza determina il compenso dei consiglieri di gestione, a condizione che:</p> <ul style="list-style-type: none">i) la società abbia adottato una politica di remunerazione approvata dall'assemblea;ii) nella definizione della politica di remunerazione sia stato coinvolto un comitato costituito esclusivamente da amministratori o consiglieri non esecutivi in maggioranza indipendenti;iii) sia stata sottoposta all'approvazione o al voto consultivo dell'assemblea una relazione che illustri la politica di remunerazione;iv) la remunerazione assegnata sia individuata in conformità e coerente con tale politica e quantificata sulla base di criteri che non comportino valutazioni discrezionali; <p>[...]</p>	<p>dell'art. 123-ter. Si mantiene comunque una formulazione generica, che non contiene alcun riferimento a tale disposizione, per consentire anche agli emittenti azioni diffuse che sottopongono la politica ad approvazione assembleare di applicare l'esenzione.</p> <p>Inoltre, la modifica del punto iv) attua la Direttiva e chiarisce che il caso di esenzione si applica ai soli compensi conformi alla politica in assenza di valutazioni discrezionali.</p>
---	--

Osservazioni Studio GSA

Le modificazioni proposte nel Documento di Consultazione risultano condivisibili.

Si segnala unicamente, per completezza, che, con riferimento al punto (iv), le considerazioni dell'Autorità sulla “conformità” delle somme corrisposte ai dirigenti con responsabilità strategiche e la quantificazione delle stesse “sulla base di criteri che non comportino valutazioni discrezionali” rappresentino precisazioni utili nell'ambito dei presidi relativi a *bonus* e riconoscimenti straordinari in corso di carica. Qualche riflessione in più, invece, meriterebbero forse le indennità di fine rapporto, dove il dirigente con responsabilità strategiche “in uscita” potrebbe non essere più in grado di influenzare l'emittente al fine di provocare una estrazione di benefici privati in virtù della carica ricoperta sino a quel momento. Nell'esperienza applicativa, l'uscita di un dirigente con responsabilità strategica è sovente accompagnata da una dialettica e da una vera e propria negoziazione tra la società (interessata a liquidare l'importo più contenuto possibile) e il soggetto interessato.

* * *



11.C Operazioni ordinarie – informativa all’Autorità di vigilanza
(Articolo 13, comma 3, lett. c), punto (i))

<p style="text-align: center;"><u>Articolo 13</u> (Casi e facoltà di esclusione)</p> <p>[...]</p> <p>3. Le procedure possono escludere, in tutto o in parte, dall’applicazione delle disposizioni del presente regolamento, fermo quanto previsto dall’articolo 5, comma 8, ove applicabile:</p> <p>(a) [...]</p> <p>(c) le operazioni ordinarie che siano concluse a condizioni equivalenti a quelle di mercato o standard. In caso di deroga agli obblighi di pubblicazione previsti per le operazioni di maggiore rilevanza dall’articolo 5, commi da 1 a 7, fermo quanto disposto dall’articolo 17 del regolamento (UE) n. 596/2014:</p> <ul style="list-style-type: none">i) le società comunicano alla Consob, entro il termine indicato nell’articolo 5, comma 3, la controparte, l’oggetto, e il corrispettivo delle operazioni che hanno beneficiato dell’esclusione 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;ii) le società con azioni quotate in mercati regolamentati indicano nella relazione intermedia sulla gestione e nella relazione sulla gestione annuale, nell’ambito delle informazioni previste dall’articolo 5, comma 8, quali tra le operazioni soggette agli obblighi informativi indicati in tale ultima disposizione siano state concluse avvalendosi dell’esclusione prevista nella presente lettera;iii) le società con azioni diffuse indicano nella relazione sulla gestione la controparte, l’oggetto e il corrispettivo delle operazioni di maggiore rilevanza concluse nell’esercizio avvalendosi dell’esclusione prevista nella presente lettera. <p>[...]</p>	<p>La modifica del comma 3, lett. c), punto i), è suggerita dall’esperienza applicativa che ha rivelato carenza di informazioni in merito all’idoneità dell’operazione di maggiore rilevanza a beneficiare dell’esenzione.</p>
--	---

Osservazioni Studio GSA

Anche in questa circostanza, le ragioni della modifica proposta nel Documento di Consultazione risultano a nostro avviso chiare e certamente condivisibili. Al riguardo, tuttavia, riteniamo che l’ultima parte della nuova previsione dell’art. 13, comma 3, lett. c), punto (i), vale a dire “*fornendo oggettivi elementi di riscontro*”, potrebbe essere opportunamente riformulata, sostituendo la parola “*oggettivi*” con “*adeguati*”. Con una simile sostituzione si vorrebbe in particolare evitare che gli “*oggettivi elementi di riscontro*” possano trasformarsi in una richiesta probatoria con eccessiva difficoltà di adempimento da parte dell’emittente. Si pensi all’incertezza sulla sussistenza del requisito dell’“*oggettività*” a fronte,



ad esempio, di dati di supporto comunque elaborati da fonti terzi o di dati frutto di rielaborazioni da parte della società. Alternativamente, dette incertezze potrebbero essere chiarite nell'ambito della nuova Comunicazione OPC.

* * *

11.D Operazioni urgenti (Articolo 13, comma 6)

<u>Articolo 13</u> (Casi e facoltà di esclusione)	
<p>[...]</p> <p>6. Nei casi in cui l'operazione non sia di competenza dell'assemblea e non debba essere da questa autorizzata, le procedure possono prevedere, ove espressamente consentito dallo statuto, che in caso di urgenza, ferme le previsioni dell'articolo 5 e la riserva di competenza a deliberare in capo al consiglio di amministrazione o al consiglio di gestione, ove applicabili, le operazioni con parti correlate siano concluse in deroga a quanto disposto dagli articoli 7 e dalle altre previsioni dell'articolo 8 nonché e dall'Allegato 2, a condizione che:</p> <ul style="list-style-type: none">a) qualora l'operazione da compiere ricada nelle competenze di un consigliere delegato o del comitato esecutivo, il presidente del consiglio di amministrazione o di gestione sia informato delle ragioni di urgenza prima del compimento dell'operazione;b) tali operazioni siano successivamente oggetto, ferma la loro efficacia, di una deliberazione non vincolante della prima assemblea ordinaria utile;c) l'organo che convoca l'assemblea predisponga una relazione contenente un'adeguata motivazione delle ragioni dell'urgenza. L'organo di controllo riferisce all'assemblea le proprie valutazioni in merito alla sussistenza delle ragioni di urgenza;d) la relazione e le valutazioni di cui alla lettera c) siano messe a disposizione del pubblico almeno ventuno giorni prima di quello fissato per l'assemblea presso la sede sociale e con le modalità indicate nella Parte III, Titolo II, Capo I, del regolamento emittenti. Tali documenti possono essere contenuti nel documento informativo di cui all'articolo 5, comma 1;e) entro il giorno successivo a quello dell'assemblea le società mettano a disposizione del pubblico con le modalità indicate nella Parte III, Titolo II, Capo I, del regolamento emittenti le informazioni sugli esiti del voto, con particolare riguardo al numero dei voti complessivamente espressi dai soci non correlati.	<p>Con la modifica al comma 6, si mantiene ferma, anche nell'esenzione per operazioni in caso di urgenza, la riserva di competenza dell'organo amministrativo a deliberare sulle operazioni di maggiore rilevanza.</p>



Osservazioni Studio GSA

Si condividono le motivazioni illustrate da Consob nel Documento di Consultazione volte al mantenimento dell'esenzione per le operazioni urgenti, previa introduzione della riserva di competenza per allineare comunque la previsione al limite imposto dalla Nuova SHRD (vale a dire che le OPC di maggior rilevanza siano sempre approvate dal Consiglio di Amministrazione o dall'assemblea dei soci).

* * *

11.E *Altre ipotesi di esenzione presenti nel Regolamento OPC vigente e non modificate dal Documento di Consultazione*

11.E.1 Operazioni con società collegate in assenza di altre parti correlate (Articolo 13, comma 2)

Osservazioni Studio GSA

Si confida che l'esenzione permanga nel Regolamento OPC anche dopo il recepimento della Nuova SHRD, stante l'assoluta identità di *ratio* rispetto alle OPC poste in essere con o tra società controllate dall'emittente.

* * *

11.E.2 Operazioni che rientrano nell'ambito applicativo dell'art. 136 TUB (Articolo 13, comma 5)

Osservazioni Studio GSA

Anche in questo caso si ritiene opportuno che l'esenzione derivante dall'applicazione della normativa bancaria e inerente l'insorgere di obbligazioni tra un istituto di credito e i suoi esponenti aziendali permanga all'interno del Regolamento OPC anche dopo il recepimento della Nuova SHRD. Tutto ciò, alla luce del regime particolarmente stringente della procedura prevista dall'art. 136 TUB (deliberazione dell'organo di



amministrazione presa all'unanimità con l'esclusione del voto dell'esponente interessato e col voto favorevole di tutti i componenti dell'organo di controllo, fermi restando gli obblighi previsti dal codice civile in materia di interessi degli amministratori e di operazioni con parti correlate). Inoltre, l'esenzione relativa al 136 TUB attiene solo ad alcuni aspetti della disciplina OPC (in particolare, l'emissione del parere del Comitato OPC), ma non elimina ulteriori importanti presidi della disciplina medesima in tema, ad esempio, di informativa pre-consiliare (art. 7, comma 1, lett.c) e 8, comma 1) e post-consiliare (art. 7, comma 1, lett. f) e 8, comma 1).

* * *

12. Pareri per operazioni poste in essere con la società o ente che esercita direzione e coordinamento
(Articolo 14, comma 1)

<u>Articolo 14</u> <i>(Direzione e coordinamento, società controllate e società collegate)</i>	
<p>1. Qualora la società sia soggetta a direzione e coordinamento, nelle operazioni con parti correlate influenzate da tale attività i pareri previsti negli articoli 7 e 8 nonché nell'Allegato 2 relativi a operazioni poste in essere, anche indirettamente, con la società o ente che esercita direzione e coordinamento indicano se l'operazione è stata influenzata da tale attività e, in caso affermativo, recano 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.</p>	<p>La modifica nel comma 1 intende chiarire il contenuto del parere espresso dai competenti comitati nel caso di operazioni deliberate da società soggette a direzione e coordinamento. In particolare, tenuto conto della disciplina codicistica di cui all'art. 2497-ter c.c., si precisa che il parere deve indicare anche se l'operazione risulta o meno influenzata dall'attività di direzione e coordinamento.</p>

Osservazioni Studio GSA



12.1 La precisazione all'articolo 14 del Regolamento OPC posto in consultazione è a nostra opinione condivisibile. Riteniamo infatti che chiarire espressamente nei pareri se l'operazione sia stata influenzata da attività di direzione e coordinamento rappresenti un elemento essenziale per fornire un quadro più completo degli interessi (anche "esterni" a quello sociale) che influiscono sulla decisione di porre in essere una determina OPC.

12.2 Inoltre, sempre nell'ambito di interventi non dettati dal necessario recepimento della Nuova SHRD, ma di un generico affinamento del Regolamento OPC, l'Autorità potrebbe valutare l'opportunità di chiarire alcuni dubbi interpretativi, evidenziati anche in dottrina, in merito alla corretta applicazione dell'art. 14, comma 1, Regolamento OPC.

Ci si è infatti chiesti se la "motivazione" come prescritta dall'art. 14, nella misura in cui consente di tenere in considerazione interessi di gruppo diversi dall'interesse dell'emittente, deroghi in sostanza a quella imposta dagli articoli 7 e 8 e dall'Allegato 2 del Regolamento OPC. Quest'ultima, come noto, è infatti incentrata esclusivamente sull'interesse della società al compimento dell'operazione.

In sostanza, la previsione che consente, nel valutare le ragioni e la convenienza dell'operazione, di considerare il "*risultato complessivo dell'attività di direzione e coordinamento*" e/o altre "*operazioni dirette a eliminare integralmente il danno derivante dalla singola operazione*" ha condotto taluni a ritenere che la prospettiva in cui si debba porre il soggetto chiamato ad esprimere il parere non sia quella dell'emittente, bensì quella del gruppo, nel presupposto che i vantaggi derivanti dalla partecipazione al gruppo possano quantomeno compensare integralmente il possibile pregiudizio che la singola operazione può arrecare all'emittente laddove individualmente analizzata.

Sarebbe dunque utile una specifica conferma sul punto, vuoi nell'ambito del Regolamento OPC vuoi, eventualmente, in sede di aggiornamento della Comunicazione OPC.

* * *

13. Controvalore dell'operazione di importo non determinabile
(Allegato 3)



Allegato 3

INDIVIDUAZIONE DELLE OPERAZIONI DI MAGGIORE RILEVANZA CON PARTI CORRELATE

1. Le procedure interne individuano criteri di tipo quantitativo per l'identificazione delle "operazioni di maggiore rilevanza" in modo tale da includere almeno le categorie di operazioni di seguito indicate.

1.1. Le operazioni in cui almeno uno dei seguenti indici di rilevanza, applicabili a seconda della specifica operazione, risulti superiore alla soglia del 5%:

a) *Indice di rilevanza del controvalore*: è il rapporto tra il controvalore dell'operazione e il patrimonio netto tratto dal più recente stato patrimoniale pubblicato (consolidato, se redatto) dalla società ovvero, per le società quotate, se maggiore, la capitalizzazione della società rilevata alla chiusura dell'ultimo giorno di mercato aperto compreso nel periodo di riferimento del più recente documento contabile periodico pubblicato (relazione finanziaria annuale o semestrale o informazioni finanziarie periodiche aggiuntive, ove redatte). Per le banche è il rapporto tra il controvalore dell'operazione e il patrimonio di vigilanza tratto dal più recente stato patrimoniale pubblicato (consolidato, se redatto).

Se le condizioni economiche dell'operazione sono determinate, il controvalore dell'operazione è:

- i) per le componenti in contanti, l'ammontare pagato alla/dalla controparte contrattuale;
- ii) per le componenti costituite da strumenti finanziari, il *fair value* determinato, alla data dell'operazione, in conformità ai principi contabili internazionali adottati con Regolamento (CE) n.1606/2002;
- iii) per le operazioni di finanziamento o di concessione di garanzie, l'importo massimo erogabile.

Se le condizioni economiche dell'operazione dipendono in tutto o in parte da grandezze non ancora note, il controvalore dell'operazione è il valore massimo ricevibile o pagabile ai sensi dell'accordo. **Se non è determinabile un valore massimo e non è calcolabile nessuno degli altri indici di rilevanza, l'operazione si considera di maggiore rilevanza, salvo che le società motivino che tale qualificazione risulta manifestamente ingiustificata in considerazione di specifiche circostanze. La predetta valutazione è effettuata dagli amministratori o consiglieri indipendenti che esprimono pareri sulle operazioni con parti correlate e riportata nei verbali delle deliberazioni previsti dall'articolo 7, comma 1, lettera e).**

b) *Indice di rilevanza dell'attivo*: è il rapporto tra il totale attivo dell'entità oggetto dell'operazione e il totale attivo della società. I dati da utilizzare devono essere tratti dal più recente stato patrimoniale pubblicato (consolidato, se redatto) dalla società; ove possibile, analoghi dati devono essere utilizzati per la determinazione del totale dell'attivo dell'entità oggetto dell'operazione.

Per le operazioni di acquisizione e cessione di partecipazioni in società che hanno effetti sull'area di consolidamento, il valore del numeratore è il totale attivo della partecipata, indipendentemente dalla percentuale di capitale oggetto di disposizione.

Per le operazioni di acquisizione e cessione di partecipazioni in società che non hanno effetti sull'area di consolidamento, il valore del numeratore è:

- i) in caso di acquisizioni, il controvalore dell'operazione maggiorato delle passività della società acquisita eventualmente assunte dall'acquirente;
- ii) in caso di cessioni, il corrispettivo dell'attività ceduta.

L'integrazione ripropone, in una diversa formulazione, una previsione per il caso di indeterminatezza del controvalore già prospettata in occasione dell'adozione del Regolamento.

Al riguardo, si rammenta che nella consultazione 2008-10 era stata proposta, sulla scorta del modello delle *Listing Rules* inglesi, una presunzione assoluta di rilevanza qualora non sia determinabile il valore massimo del controvalore di un'operazione (e nessun altro indicatore risulti applicabile). Nella seconda fase di consultazione, la presunzione era stata eliminata ritenendosi che "tale previsione, non essendo correttamente formulata, avrebbe potuto ingenerare l'equivoco che qualsiasi operazione - anche quella in cui il controvalore massimo non



<p>Per le operazioni di acquisizione e cessione di altre attività (diverse dall'acquisizione di una partecipazione), il valore del numeratore è:</p> <p><i>i)</i> in caso di acquisizioni, il maggiore tra il corrispettivo e il valore contabile che verrà attribuito all'attività;</p> <p><i>ii)</i> in caso di cessioni, il valore contabile dell'attività.</p> <p><i>c) Indice di rilevanza delle passività:</i> è il rapporto tra il totale delle passività dell'entità acquisita e il totale attivo della società. I dati da utilizzare devono essere tratti dal più recente stato patrimoniale pubblicato (consolidato, se redatto) dalla società; ove possibile, analoghi dati devono essere utilizzati per la determinazione del totale delle passività della società o del ramo di azienda acquisiti.</p> <p>1.2. Le operazioni con la società controllante quotata o con soggetti a quest'ultima correlati che risultino a loro volta correlati alle società, qualora almeno uno degli indici di rilevanza di cui al paragrafo 1.1. risulti superiore alla soglia del 2,5%.</p> <p>1.3. Le società valutano se individuare soglie di rilevanza inferiori a quelle indicate nei paragrafi 1.1 e 1.2 per operazioni che possano incidere sull'autonomia gestionale dell'emittente (ad esempio, cessione di attività immateriali quali marchi o brevetti).</p> <p>1.4. In caso di cumulo di più operazioni ai sensi dell'articolo 5, comma 2, le società determinano in primo luogo la rilevanza di ciascuna operazione sulla base dell'indice o degli indici, previsti dal paragrafo 1.1, ad essa applicabili. Per verificare il superamento delle soglie previste dai paragrafi 1.1, 1.2 e 1.3, i risultati relativi a ciascun indice sono quindi sommati tra loro.</p> <p>2. Qualora un'operazione o più operazioni tra loro cumulate ai sensi dell'articolo 5, comma 2, siano individuate come "di maggiore rilevanza" secondo gli indici previsti nel paragrafo 1 e tale risultato appaia manifestamente ingiustificato in considerazione di specifiche circostanze, la Consob può indicare, su richiesta della società, modalità alternative da seguire nel calcolo dei suddetti indici. A tal fine, la società comunica alla Consob le caratteristiche essenziali dell'operazione e le specifiche circostanze sulle quali si basa la richiesta prima della conclusione delle trattative.</p>	<p><i>dovesse oscillare intorno alla soglia di rilevanza - dovesse essere considerata rilevante"</i> (esiti della consultazione).</p> <p>Alla luce di casi in cui l'indeterminatezza del controvalore ha comportato una sottostima della rilevanza dell'operazione, si ripropone una presunzione, che diversamente da quanto ipotizzato in passato, ha carattere relativo e consente alle società di evitare qualificazioni "irragionevoli" di un'operazione con parti correlate come di maggiore rilevanza.</p>
---	--

Osservazioni Studio GSA

13.1 Con riguardo alla qualificazione delle operazioni di importo non determinabile come OPC di maggiore rilevanza, riteniamo che la proposta di modifica non risulti pienamente coerente con l'impianto normativo che prevede una gradazione degli oneri procedurali in ragione dell'effettiva dimensione delle operazioni. La proposta di integrazione dovrebbe pertanto essere, a nostro avviso, oggetto di una attenta riflessione anche alla luce delle seguenti considerazioni:

- (i)* la presunzione in esame finirebbe con il produrre un importante, ulteriore aggravio procedurale non motivato da reali necessità di protezione del mercato. La sussistenza di episodi di non corretta applicazione della quantificazione da parte di singoli emittenti non sembrerebbe giustificare un aggravamento procedurale in capo a tutti gli emittenti;



- (ii) la proposta contenuta nel Documento di Consultazione non dipende in alcun modo dal necessario recepimento della Nuova SHRD ed era peraltro già presente in precedenti documenti di consultazione e da questi poi espunta;
- (ii) verrebbero estese oltremodo le responsabilità degli amministratori indipendenti in merito ad una tematica, quella della quantificazione del controvalore dell'operazione, che risulta essere, almeno inizialmente, compito di specifiche funzioni dell'emittente e, solo successivamente, verificata dal Comitato OPC nell'ambito della propria istruttoria;
- (iii) potrebbe portare ad applicazioni, alla luce di un'interpretazione prudentiale dettata anche dal nuovo regime di responsabilità in capo agli amministratori indipendenti, non ragionevoli rispetto agli scopi e alla funzione della disciplina OPC. In via esemplificativa, un contratto di fornitura a tempo indeterminato, per quantitativi modici di materiali, potrebbe essere considerato, in virtù della presunzione che si vorrebbe inserire del Regolamento OPC, come OPC di maggior rilevanza, stante l'indeterminabilità, a priori, del controvalore complessivo dell'operazione.

13.2 Riteniamo, sotto un diverso profilo, che lo scopo di meglio individuare il controvalore delle singole operazioni potrebbe essere conseguito dall'Autorità introducendo ampie esemplificazioni e criteri di valorizzazione delle OPC nel contesto della rivisitazione della Comunicazione OPC. Tra i chiarimenti potrebbero rientrare, ad esempio, gli accordi con parti correlate per loro natura privi di corrispettivi o trasferimenti di benefici economici in caso di fisiologica esecuzione degli stessi (e non, invece, nel caso di inadempimento), quali patti parasociali, lettere di intenti e *non disclosure agreement*.

* * * *

Milano, 1 dicembre 2019

STUDIO LEGALE GALBIATI, SACCHI E ASSOCIATI