

CONSULTAZIONI

**Osservazioni di Nedcommunity al documento posto in consultazione da Consob
“*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)*”**

1. INTRODUZIONE

Facciamo riferimento al documento posto in consultazione da Consob il 31 ottobre scorso, relativo alle “*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)*” (rispettivamente, la “**Consultazione**” e la “**Direttiva**” o “**SHRD2**”).

La Direttiva è di armonizzazione minima della disciplina e prevede la facoltà degli Stati membri di introdurre o mantenere deroghe o requisiti più stringenti di quelli ivi previsti, in considerazione delle specificità del diritto societario nelle diverse giurisdizioni dell’Unione Europea e – rispetto alla direttiva del 2007 – si concentra sui comportamenti degli azionisti e sulle misure necessarie per incoraggiarne l’impegno a lungo termine e aumentare la trasparenza tra società e investitori.

Il D. Lgs. 49/2019 (il “**Decreto**”), che recepisce la SHRD2, ha modificato il codice civile, in materia di operazioni con parti correlate, e il D. Lgs. 58/1998, come successivamente modificato (il “**TUF**”), in materia di remunerazione degli amministratori, di identificazione degli azionisti e diritto di porre domande, introducendo alcune previsioni relative al regime sanzionatorio, e, in una sezione di nuova formazione, gli obblighi di trasparenza degli investitori istituzionali e dei consulenti di voto (i c.d. *proxy advisor*).

* * *

Ciò premesso, si segnala che, rispetto alla Consultazione, le osservazioni formulate nel presente documento hanno ad oggetto esclusivamente le modifiche inerenti alla disciplina in materia di operazioni con parti correlate (le “**OPC**”) – e, quindi, al Regolamento adottato da Consob il 12 marzo 2010, n. 17211/2010 (il “**Regolamento Consob**”) – e, sono volte a rappresentare la posizione di Nedcommunity, avendo riguardo, in particolare, (i) alla centralità del ruolo degli amministratori indipendenti in tutto il processo di gestione delle OPC, a partire dall’adozione e aggiornamento delle procedure sino al compimento delle OPC stesse, passando dalle varie fasi prodromiche alla loro esecuzione; e (ii) alle competenze e alle responsabilità del comitato per le operazioni con parti correlate (il “**Comitato OPC**”).

A tale riguardo, si osserva che, pur essendo il Comitato OPC l’unico comitato endoconsiliare obbligatorio *ex lege*, spesso non ne viene neppure fatta menzione nella



relazione sul governo societario, a detrimento della trasparenza che, invece, dovrebbe contraddistinguere, ad esempio, la sua composizione.

Ciò premesso, si suggerisce che, nell'aggiornamento della comunicazione n. 10078683 del 24 settembre 2010 (la "**Nuova Comunicazione OPC**"), laddove ci si riferisce al ruolo dei consiglieri indipendenti, venga enfatizzata la raccomandazione affinché i membri del Comitato OPC (e, in particolare, il presidente) siano selezionati in base a criteri che tengano conto dell'elevato tecnicismo della materia, che presuppone competenze ed esperienze specifiche, a presidio della corretta gestione di operazioni spesso complesse, e connotate da profili di potenziale conflitto di interessi.

2. OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE

La Direttiva disciplina, in materia di operazioni con parti correlate (le “**OPC**”), le operazioni che superano una determinata soglia di rilevanza, prevedendo una serie di obblighi informativi e procedurali e, per effetto del suo recepimento, è stato introdotto, come anticipato, mediante il Decreto, il nuovo terzo comma dell’art. 2391-*bis*, il quale delega alla Consob il compito di definire:

- (i) le soglie di rilevanza delle OPC, tenuto conto degli indici quantitativi legati al controvalore delle operazioni o all’impatto su uno o più parametri dimensionali della società, consentendo l’individuazione a tal fine anche di criteri di rilevanza che tengano conto della natura dell’operazione e della tipologia di parte correlate;
- (ii) le regole procedurali e di trasparenza proporzionate rispetto alla rilevanza e alle caratteristiche delle operazioni, alle dimensioni della società o alla tipologia di società che fa ricorso al mercato del capitale di rischio, nonché ai casi di esenzione della disciplina;
- (iii) i casi in cui gli amministratori e gli azionisti coinvolti nell’operazione sono tenuti ad astenersi dalla votazione sulla stessa o le misure di salvaguardia a tutela dell’interesse della società che consentono agli azionisti di prendere parte alla votazione sull’operazione.

Pur nella consapevolezza (a) del limitato margine di intervento concesso a Consob – stanti i vincoli imposti dalla Direttiva e dal Decreto – e (b) della già sostanziale conformità della normativa italiana in materia di OPC alle indicazioni comunitarie, si osserva quanto segue.

2.1. DEFINIZIONE DI “PARTE CORRELATA”

La Direttiva introduce una definizione di parte correlata mediante il rinvio ai principi contabili internazionali, prevedendo che “*parte correlata*” abbia “*lo stesso significato che nei principi contabili internazionali adottati a norma del regolamento (CE) n. 1606/2002 del Parlamento europeo e del Consiglio*”.

L'introduzione di una definizione di “*parte correlata*” unitaria viene colta con favore, in quanto garantisce l'allineamento e la coerenza della disciplina OPC alla disciplina contabile, contribuendo, inoltre, a risolvere *ex ante* potenziali dubbi interpretativi sulla sussistenza della correlazione o meno. Si condivide l'impostazione del Regolamento Consob secondo cui il rinvio ai principi contabili internazionali debba essere considerato quale rinvio mobile e non fisso, in quanto ciò consente un'adeguata flessibilità rispetto ad eventuali evoluzioni normative.

2.2. DISCIPLINA SULLA TRASPARENZA

Informativa

La Direttiva prevede alcuni obblighi informativi più stringenti rispetto a quelli definiti dall'attuale Regolamento Consob, stabilendo, tra l'altro, (i) una immediata *disclosure* al pubblico delle OPC “*al più tardi al momento della loro conclusione*”; e (ii) il contenuto minimo della *disclosure* di cui al punto (i), che deve indicare, inderogabilmente, la natura del rapporto con la parte correlata, il nominativo della parte correlata, la data e il controvalore dell'operazione, nonché ogni informazione che si renda necessaria per valutare la correttezza procedurale e sostanziale e la convenienza dell'OPC.

Il comma 4 dell'art. 9-*quater* della Direttiva specifica che tale *disclosure* può essere accompagnata da una relazione (predisposta senza il coinvolgimento di parti correlate (a) dall'organo di amministrazione o di controllo della società, o (b) dal comitato composto in maggioranza da amministratori indipendenti, o (c) da un terzo indipendente), avente ad oggetto la correttezza e la convenienza dell'OPC, in modo che, attraverso l'esposizione dei presupposti su cui si basa e i metodi utilizzati – in particolare, per il calcolo del controvalore –, chiarifichi la valutazione sottostante l'OPC.

Quanto alla tempestività dell’informativa, condividiamo l’opportunità di mantenere invariata l’attuale impostazione del Regolamento Consob sui termini di pubblicazione del documento informativo (sette giorni), la compressione dei quali potrebbe avere un impatto negativo in termini di equilibrio costi/benefici per gli emittenti e comportare una minore disponibilità di tempo a disposizione dei consiglieri e dei sindaci per assolvere i propri compiti di verifica della completezza ed esaustività delle informazioni da rendere anche al mercato. Non si ravvisano, altresì, controindicazioni all’immediata comunicazione al mercato dei dati essenziali sulle valutazioni dell’OPC di maggiore rilevanza, anche se – eventualmente – non *price sensitive*.

Cumulo di operazioni

In ordine al cumulo di OPC, la Direttiva contempla la possibilità che il cumulo riguardi le operazioni concluse nell’esercizio o nel corso dei dodici mesi, per la quale Consob ha ritenuto preferibile mantenere nel Regolamento Consob il riferimento all’esercizio, anziché adottare un meccanismo *rolling* di valutazione nel corso dei dodici mesi.

La scelta di mantenere una valutazione *non rolling* del cumulo delle OPC è condivisa in un’ottica sia di semplificazione del calcolo della rilevanza – anche a beneficio dei componenti del Comitato OPC – sia di valutazione dei costi/benefici.

2.3. DISCIPLINA PROCEDURALE

Dovere di astensione

La Direttiva impone che siano esclusi dall’approvazione o dalla votazione, l’amministratore o l’azionista che sia “*coinvolto*” nell’OPC.

Il dovere di astensione dell’amministratore parrebbe essere inderogabile e assoluto, mentre il dovere di astensione dell’azionista parrebbe derogabile nel caso in cui la società abbia adottato misure di salvaguardia (che consistono nell’impedire “*l’approvazione dell’operazione nonostante il parere contrario della maggioranza degli azionisti che non sono una parte correlata o nonostante il parere contrario della maggioranza degli amministratori o dei consiglieri indipendenti*”), la cui implementazione consentirebbe all’azionista “*coinvolto*” di partecipare alla votazione.

Dall’analisi dell’art. 2391, c.c., si osserva che gli interessi degli amministratori sono stati disciplinati sulla base (i) di un generale principio di informativa da parte degli

amministratori che sono portatori di interessi al consiglio di amministrazione e al collegio sindacale; (ii) dell'assenza di un dovere di astensione, salvo casi specifici; e (iii) dell'impugnabilità della delibera qualora sia stata adottata con il voto determinante dell'amministratore interessato. L'obbligo di astensione introdotto dal Decreto impone necessariamente qualche riflessione in tema di coordinamento delle due norme, posto che l'amministratore correlato e/o in conflitto di interessi, tra l'altro, potrebbe/dovrebbe astrattamente esprimere il proprio voto ai sensi dell'art. 2391, c.c. e, invece, astenersi ai sensi dell'art. 2391-bis, c.c..

In generale, posto che già nel nostro ordinamento erano (e sono) in essere solidi presìdi *ad hoc* (parere vincolante del Comitato OPC, etc.), si osserva che pare dubbia l'opportunità in sé, recepita nel Decreto, di introdurre doveri di astensione in capo agli amministratori correlati, senza corredare tale scelta di correttivi maggiormente garantisti per gli amministratori deliberanti, potenzialmente coincidenti con i soli amministratori indipendenti.

Non è, infatti, inconsueta l'ipotesi in cui (in particolare, negli emittenti a capitale concentrato) la maggior parte degli amministratori sia a vario titolo anche correlata o in potenziale conflitto di interessi rispetto ad OPC, a esempio, con la capogruppo. Il ricorso a meccanismi di astensione diffusa potrebbe, quindi, dare adito a situazioni in cui gli amministratori indipendenti, da un lato, sarebbero chiamati a esprimere il parere sulle OPC in quanto membri del Comitato, e, dall'altro lato, a deliberarle in via esclusiva in veste di amministratori.

L'obbligo di astensione implica, dunque, una potenziale alterazione delle meccaniche decisionali non mitigate da alcuna misura di salvaguardia a favore degli amministratori non correlati e/o non in conflitto di interessi, a esempio in termini di impugnabilità della delibera e di azione di responsabilità *ex art.* 2392, c.c..

Più in generale, l'astensione degli amministratori correlati e/o in conflitto di interessi può, quindi, determinare un ribaltamento in capo agli indipendenti di decisioni imprenditoriali (spesso strategiche), che, invece, dovrebbero essere condivise collegialmente con l'intero organo di amministrazione.

Tale prospettiva impone, quindi, una riflessione:

- i) sul ruolo sempre più centrale degli amministratori indipendenti, che dovrebbe essere oggetto di un adeguato riconoscimento, anche in termini di selezione (come anticipato in premessa) e di formazione;
- ii) sull'opportunità di mitigare la potenziale deresponsabilizzazione degli amministratori correlati e/o in conflitto di interesse, soprattutto ove coincidenti con gli amministratori esecutivi.

Ciò premesso, quanto al Regolamento Consob, riteniamo, anche in considerazione delle osservazioni sopra esposte, che (i) gli “*amministratori coinvolti nell’operazione*” siano meglio rappresentati dall’opzione 3 suggerita da Consob nella Consultazione, in quanto, oltre ad essere dotata di una maggiore oggettività rispetto alle altre opzioni suggerite, risulta sostanzialmente in linea con l’attuale approccio regolamentare, che identifica la correlazione con il ruolo di controparte o di soggetto correlato (indiretto e diretto) nell’OPC; (ii) sarebbe apprezzata l’introduzione di una previsione secondo cui gli amministratori correlati e/o in conflitto di interessi (ove coincidenti con gli amministratori esecutivi) debbano fornire agli altri amministratori (e, in particolare, ai membri del Comitato OPC) un *set* informativo del quale si assumono la – piena – responsabilità sulle OPC sottoposte ad approvazione, completo delle analisi e delle valutazioni sottostanti ad esse e inclusivo di eventuali alternative, ovverosia completo di ogni elemento utile al corretto apprezzamento delle OPC anche sotto il profilo strategico.

Mantenimento delle norme relative al whitewash

Nella Consultazione è stato proposto di mantenere l’attuale impostazione del Regolamento Consob, in base al quale il meccanismo del *whitewash* opera in presenza di una percentuale minima di capitale rappresentato dai “*soci non correlati*”, in misura non inferiore al 10%. Tale percentuale permette che tale istituto sia applicabile soltanto ove sia presente una partecipazione minima delle minoranze in assemblea, al fine di evitare che l’esito della deliberazione sia determinato da una minoranza di soci non correlati che sarebbero in grado di ritardare o condizionare l’operatività della società (c.d. *hold-out*).

Condividiamo l'impostazione proposta in Consultazione e, in particolare, l'opportunità di evitare fenomeni di *hold-out*.

Tuttavia, quanto alla percentuale fissa del 10%, osserviamo che potrebbe rilevarsi troppo alta in certi casi (laddove, a esempio, vi è un'alta concentrazione di azionariato e poca partecipazione alle assemblee) o troppo bassa in casi di emittenti caratterizzati da uno o più azionisti con quote di capitale superiore al 10%. In entrambi i casi la percentuale fissa presenta potenziali elementi meritevoli di considerazione in termini di costi e benefici (a esempio, organizzazione di assemblee senza ottenere la presenza di almeno il 10% di azionisti non correlati).

Ciò premesso, si suggerisce di considerare l'opportunità di ricorrere, in luogo della percentuale fissa, ad una percentuale mobile, da rimettere alla determinazione degli emittenti in base alle caratteristiche del proprio azionariato e nel rispetto del principio di proporzionalità.

A tal fine, nell'aggiornamento della Nuova Comunicazione OPC potrebbero essere formulati suggerimenti e considerazioni atti (i) ad orientare l'emittente nell'individuazione di percentuali minime di partecipazione al capitale in base alla composizione dell'azionariato; e (ii) a meglio chiarire la facoltà in capo agli emittenti di ricorrere a *whitewash* volontari, ovvero, a coinvolgere gli azionisti su operazioni OPC di maggiore rilevanza, pur in assenza di voto contrario del Comitato OPC.

2.4. CASI DI ESENZIONE

Operazioni ordinarie

La Direttiva prevede la facoltà di esentare dall'applicazione della procedura OPC alcune tipologie di operazioni, tra cui quelle concluse nell'ordinaria attività e a normali condizioni di mercato (le c.d. "*operazioni ordinarie*").

La Direttiva stabilisce che per potersi avvalere dell'esenzione per le operazioni ordinarie, gli emittenti debbano dotarsi di procedure per la valutazione del rispetto delle condizioni di esenzione delle operazioni ordinarie, ad oggi, non previste dal Regolamento Consob. Inoltre, la Direttiva non prevede un obbligo di comunicazione alle Autorità di Vigilanza delle operazioni ordinarie il cui controvalore superi gli indici delle operazioni di

maggior rilevanza, che, invece, è presente nel Regolamento Consob e che si intende mantenere.

Al riguardo, si osserva che è dubbia l'opportunità di mantenere in vigore il suddetto adempimento informativo a Consob, in quanto:

- i) non è previsto dalla Direttiva;
- ii) pone oneri non indifferenti, in particolare, in capo ai membri del Comitato OPC e al collegio sindacale dell'emittente per attività di verifica, che, per certi versi, implicano approfondimenti non dissimili a quelli richiesti dalle OPC di maggior rilevanza;
- iii) non ne discendono particolari benefici, posto che si tratta di operazioni esenti, e, quindi, non soggette a obbligo di *disclosure* mediante pubblicazione del documento informativo.

Operazioni di importo esiguo

Le modifiche apportate al Regolamento Consob in tema di “operazioni di importo esiguo” stabiliscono (i) l'applicazione obbligatoria dell'esenzione e la fissazione di soglie di esiguità; nonché (ii) la differenziazione delle soglie in ragione della natura della controparte. Quest'ultima, in particolare, implica che le procedure adottino una distinzione degli importi in base al fatto che la controparte dell'operazione sia una persona fisica o una persona giuridica.

Riteniamo sia corretta la previsione di soglie di esiguità differenti in base alla natura della controparte, in quanto tale impostazione comprime gli ambiti di discrezionalità e consente una semplificazione della verifica da parte dei membri del Comitato OPC e del collegio sindacale, nell'ambito delle attività di propria competenza, sull'effettiva sussistenza o meno dei presupposti per applicare l'esenzione.

OPC gratuite o manifestamente irrisorie

Il Regolamento Consob non prevede una regolamentazione in caso di OPC concluse in assenza di corrispettivo (c.d. “gratuite”) o con un corrispettivo manifestamente irrisorio.

Con riferimento alle OPC gratuite si ritiene che (i) non siano qualificabili quali “operazioni di importo esiguo” proprio per l'assenza della determinazione di un importo

in base al quale verificare il rispetto delle soglie; e (ii) siano per definizione non a condizioni di mercato, al pari delle OPC il cui corrispettivo sia manifestamente irrisorio.

Auspichiamo che nella Nuova Comunicazione OPC si tenga conto anche di questa fattispecie e vengano forniti chiarimenti in proposito, anche a supporto delle valutazioni di competenza dei membri del Comitato OPC.

3. LE SANZIONI

Il Decreto ha introdotto, tra l'altro, un nuovo regime sanzionatorio specifico in capo sia agli emittenti che ai soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo.

Il quadro sanzionatorio – per come è stato impostato – delinea un'importante estensione dei poteri attribuiti alla Consob in materia di OPC, ponendo in capo all'Autorità di Vigilanza estesi margini di discrezionalità nella comminazione delle sanzioni, in potenziale contrasto con il principio di proporzionalità cui è, invece, ispirata la Direttiva.

Inoltre, non distinguendo tra violazioni sostanziali e procedurali e ponendo tutti gli attori delle OPC sullo stesso piano, senza distinguerne ruoli e oggettive responsabilità, l'impianto sanzionatorio ha un'accezione smaccatamente punitiva, incoerente con la definizione di condotte universali e condivise dai vari soggetti, permeate dal principio della trasparenza.

Le suddette previsioni creano, per di più, incertezze nella loro vigenza, considerato che le disposizioni sulle sanzioni sono entrate in vigore il 10 giugno 2019, mentre la definizione delle fattispecie sanzionate sono ancora soggette al completamento del quadro normativo di riferimento.

Ciò premesso, suggeriamo di considerare, al fine di evitare un approccio che sia orientato alla disincentivazione all'assunzione di rischi da parte, soprattutto, degli amministratori indipendenti non correlati, una limitazione alla sanzionabilità dei soggetti che svolgono funzioni di amministratore indipendente e/o non esecutivo, valutando la condotta come rilevante soltanto nei casi in cui l'amministratore agisce con intento doloso ed escludendo i casi di violazione colposa della disciplina.

Quanto agli organi di controllo si segnala anche il rischio di duplicazione sanzionatoria, posta l'assenza di un coordinamento tra l'art. 149 del TUF e l'art. 192-*quinquies* del TUF.

Inoltre, si auspica che, nell'aggiornamento della Nuova Comunicazione OPC, siano forniti i criteri per l'applicazione delle sanzioni, ponendo una differenziazione tra inadempimenti procedurali ed illeciti sostanziali.

Un sistema sanzionatorio meramente punitivo rischia di favorire una selezione avversa degli amministratori non esecutivi, che, già penalizzati da impianti retributivi spesso inadeguati, potrebbero essere disincentivati all'assunzione della carica.



Nata nel marzo 2004, Nedcommunity è l'associazione italiana degli amministratori non esecutivi e indipendenti, componenti degli organi di governo e di controllo delle imprese.

L'associazione conta oggi circa 650 associati, dei quali almeno due terzi amministratori o sindaci di società quotate o di grandi dimensioni e un terzo esperti di *corporate governance*.

La nostra mission

L'associazione intende favorire il continuo sviluppo della cultura della *corporate governance* e valorizzare il ruolo dei sindaci e degli amministratori di società, soprattutto di quelli indipendenti, interagendo con tutti gli organismi e le istituzioni, nazionali e internazionali, che perseguono finalità analoghe o complementari.

Al fine di realizzare la missione istituzionale, Nedcommunity si adopera per:

- approfondire, anche con ricerche mirate, i temi chiave per il funzionamento della *corporate governance* e darne informazioni agli associati;
- creare occasioni per condividere conoscenze ed esperienze;
- esprimere linee guida di comportamenti socialmente responsabili e funzionali alle esigenze delle imprese quotate e non quotate;
- fornire agli associati opportunità di aggiornamento circa le *best practice* professionali e societarie;
- organizzare percorsi formativi per diffondere la cultura della buona *governance*.

Le attività di Nedcommunity

- la Voce degli Indipendenti, rivista *online* trimestrale;
- comunità di pratica in cui gli associati incontrano esponenti di primo piano della *business community*;
- *Reflection Group* e *Think Tank* su temi di rilevanza per l'efficace operato dei consigli di amministrazione;
- *Road Show* rivolti ad aziende familiari in collaborazione con associazioni industriali provinciali;
- pubblicazioni e ricerche;
- convegni e iniziative di formazione.

Nedcommunity

Associazione amministratori non esecutivi e indipendenti
Via Camperio, 9 - 20123 Milano (MI) tel. 0230322720 CF 97373570155 P.I. 10353680969