

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

*Invio tramite SIPE - Sistema Integrato per l'Esterno*

---

White & Case (Europe) LLP  
Piazza Diaz, 2  
20123 Milan, Italy  
T +39 02 00688 300

Partita IVA n. IT 07536480960

[whitecase.com](http://whitecase.com)

29 novembre 2019

**Oggetto: 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)**

Ringraziando per l'opportunità di partecipare alla consultazione pubblica sul documento di consultazione del 31 ottobre 2019 (il "**Documento di Consultazione**") contenente le proposte di modifica (le "**Modifiche**") al regolamento sulle operazioni con parti correlate (il "**Regolamento OPC**") al regolamento mercati e al regolamento adottato con delibera CONSOB n. 11971 del 14 maggio 1999 (il "**Regolamento Emittenti**") in materia di trasparenza delle remunerazioni, dei gestori degli attivi e dei consulenti in materia di voto, si riportano di seguito alcune considerazioni e osservazioni su singoli profili che emergono dalla lettura delle Modifiche che, auspichiamo, possano fornire un utile contributo nell'ambito del processo di consultazione in corso.

**1. MODIFICHE ALLA DISCIPLINA IN MATERIA DI OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE**

**1.1 *Astensione degli amministratori*** (Sezione 1, paragrafo 1.2.2.1 del Documento di Consultazione)

Con riferimento alla delega conferita a codesta Spettabile Commissione ai sensi dell'art. 2391-*bis*, comma terzo, lett. c), del Codice Civile per disciplinare "*i casi in cui gli amministratori (...) coinvolti nell'operazione sono tenuti ad astenersi dalla votazione sulla stessa (...)*", si condivide la proposta di individuare quali soggetti tenuti ad un obbligo di astensione tutti gli amministratori che siano controparte dell'operazione o una sua parte correlata (*i.e.* opzione n. 3, di cui alla Sezione 1, paragrafo 1.2.2.1 del Documento di Consultazione). A parere degli scriventi, tale impostazione ha il pregio di essere la più coerente con lo spirito dell'art. 2391-*bis* del Codice Civile, che fa espresso riferimento a principi di "*correttezza sostanziale*" in situazioni di correlazione.

Ciò posto, si coglie l'occasione per evidenziare che l'applicazione pratica di una disciplina che imponga agli amministratori che siano controparte

dell'operazione o una sua parte correlata di astenersi dal voto potrebbe rendere impossibile l'approvazione di un'operazione (con parte correlata) in ragione del disposto di cui all'articolo 2388, comma secondo, del Codice Civile. Tale ipotesi potrebbe verificarsi sovente in società – generalmente di minori dimensioni - il cui Consiglio di Amministrazione sia composto da un numero limitato di Consiglieri (si pensi, ad esempio, a un'operazione con parti correlate da porre in essere con la società controllante il cui Consiglio di Amministrazione sia composto da 7 amministratori, di cui 4 siano anche amministratori della controllante o comunque parti a essa correlate).

Per ovviare all'inaccettabile conseguenza dell'impossibilità di assumere deliberazioni in relazione ad operazioni con parti correlate che potrebbero rispondere all'interesse sociale degli emittenti una fattispecie di questo genere, si suggerisce di introdurre una clausola di salvaguardia tale per cui le procedure degli emittenti possano prevedere che, nell'ipotesi in cui dall'obbligo di astensione degli amministratori derivi l'impossibilità, per l'organo di gestione, di approvare un'operazione con parti correlate, l'approvazione dell'operazione possa essere soggetta al voto dell'assemblea ordinaria dei soci che delibere conformemente a quanto previsto dall'articolo 11, comma 3 del Regolamento OPC (c.d. *whitewash*).

### **1.2 *Mantenimento delle norme relative al whitewash*** (Sezione 1, paragrafo 1.2.2.3 del Documento di Consultazione)

Si condivide e accoglie con favore la proposta di mantenere la soglia di *hold out* nella misura non superiore al 10% del capitale sociale con diritto di voto (cfr. Sezione 1, paragrafo 1.2.2.3 del Documento di Consultazione) in quanto, come correttamente rilevato da codesta Spettabile Commissione, tale previsione permette agli emittenti di approvare operazioni con parti correlate senza il condizionamento di minoranze limitate non rappresentative del capitale sociale non correlato.

### **1.3 *Casi di esenzione previsti dalla Direttiva*** (Sezione 1, paragrafo 1.2.3.1 del Documento di Consultazione)

#### (a) Procedure interne per la valutazione e corretta qualificazione delle operazioni esentate

In relazione al presente punto, si rileva come, a differenza di quanto previsto dalla Direttiva (UE) 2017/828, codesta Spettabile Commissione proponga di applicare a tutti i casi di esenzione previsti dalla Procedura OPC l'obbligo di verificarne la loro corretta applicazione. A tale riguardo, occorre segnalare che una tale previsione rappresenta un caso di *gold plating* tale per cui si imporrebbero agli emittenti italiani oneri e costi maggiori rispetto a quelli di altri emittenti europei. Infatti l'introduzione di tale obbligo vincolerebbe il Consiglio di Amministrazione e/o il comitato parti correlate ad effettuare una verifica *ex post* (ad eccezione per le operazioni di maggiore rilevanza, per le quali la verifica deve essere effettuata *ex ante*) di tutte le operazioni esenti. Si auspica dunque che la suddetta procedura di verifica venga limitata al solo caso previsto dalla Direttiva (UE), ovvero alle operazioni ordinarie e a condizioni di mercato.

#### (b) Operazioni offerte a tutti gli azionisti alle medesime condizioni

In relazione all'esenzione per “*operazioni offerte a tutti gli azionisti alle medesime condizioni*”, si propone a codesta Spettabile Commissione di considerare anche le seguenti fattispecie esimenti che presentano la medesima *ratio* di quelle già identificate: (i) l'emissione di obbligazioni convertibili in azioni in opzione, (ii) l'offerta pubblica di acquisto su azioni proprie promossa dall'emittente.

In aggiunta a quanto sopra, si richiede a codesta Spettabile Commissione di voler chiarire che siano considerate comunque esenti tutte quelle operazioni poste in essere da un emittente (o da una sua società controllata) a parità di condizioni con più azionisti od obbligazionisti di una società terza. A titolo esemplificativo, si considerino le seguenti fattispecie: (i) aumenti di capitale mediante conferimento in natura connessi a offerte pubbliche di scambio e/o di acquisto e scambio; e (ii) offerte rivolte a tutti gli obbligazionisti per la conversione delle proprie obbligazioni in azioni dell'emittente o di una sua controllata. In tutte tali fattispecie il fatto che l'operazione sia posta in essere "a parità di condizioni" per tutte le controparti- in cui rientrino anche parti correlate di un emittente - vale di per sé a escludere che le suddette parti correlate stiano perseguendo obiettivi "opportunistici" attraverso l'esercizio del loro potere per sottrarre ricchezza alla società a proprio vantaggio. Inoltre, l'ipotesi qui contemplata presenta la medesima *ratio* dell'esenzione contemplata al precedente paragrafo con la sola eccezione del fatto che l'operazione, anziché essere posta in essere con gli azionisti di un emittente, sarebbe posta in essere con gli azionisti e/o obbligazionisti di una società terza.

#### **1.4 Ulteriori casi di esenzione** (Sezione 1, paragrafo 1.2.3.2 del Documento di Consultazione)

Si valuta con favore la proposta di mantenimento dell'ipotesi di esenzione relativa a "operazioni con società collegate in assenza di interessi di altre parti correlate" in quanto tale esimente presenta la medesima *ratio* dell'esenzione prevista per le società controllate sia dall'attuale Regolamento OPC che dalla Direttiva (UE) 2017/828.

#### **1.5 Operazioni di maggiore rilevanza** (Sezione 1, paragrafo 1.3.1 del Documento di Consultazione)

Si ritiene condivisibile la proposta di inserimento nell'Allegato 3 del Regolamento OPC, nell'ambito del calcolo dell'indice di rilevanza del controvalore, di una presunzione *iuris tantum* secondo cui, qualora il valore dell'operazione non sia determinabile, si debbano applicare le procedure previste dalla disciplina con operazioni di maggiore rilevanza.

## **2. MODIFICHE ALLA DISCIPLINA IN MATERIA DI TRASPARENZA DELLE REMUNERAZIONI**

### **2.1 Trasparenza sui compensi corrisposti** (Sezione 2, paragrafo 2.3 del Documento di Consultazione)

Con riferimento alle nuove informazioni che codesta Spettabile Commissione propone di includere nella future sezioni sui compensi corrisposti, si segnala che una precisa indicazione di confronto tra gli obiettivi di *performance* raggiunti dai singoli amministratori rispetto a quelli previsti *ex ante* potrebbe rappresentare un'informazione riservata e sensibile per gli emittenti (si pensi ad esempio all'uso che potrebbero farne i *competitor*), particolarmente nel caso in cui l'interpretazione di questa Spettabile Commissione fosse quella di richiedere agli emittenti di pubblicare dati quantitativi, quandanche essi non siano agevolmente calcolabili da parte di soggetti terzi. Peraltro, si osserva che ai sensi del Codice di Autodisciplina già sussiste un presidio idoneo alla oggettiva valutazione del raggiungimento o meno degli obiettivi di *performance* in ottica di remunerazione, rappresentato dal relativo comitato endoconsiliare composto, quantomeno in maggioranza, da amministratori indipendenti.

Si richiede dunque a codesta Spettabile Commissione di chiarire che le informazioni di confronto da includere nel punto 1.1 della Sezione II, dello Schema 7-bis dell'Allegato 3 al Regolamento Emittenti possano essere fornite da parte degli emittenti in maniera qualitativa o, eventualmente, espungere tale previsione in attesa di avere contezza del testo finale delle emanande linee guida della Commissione Europea sul contenuto del *remuneration report*.

\* \* \*

Ringraziando sin d'ora per la disponibilità, restiamo a disposizione per un incontro o comunque un eventuale confronto al fine di meglio illustrare le nostre proposte sopra brevemente accennate. Nel frattempo, per qualsiasi dettaglio o chiarimento che si rendesse necessario od opportuno con riferimento a quanto sopra, restiamo a disposizione ai seguenti recapiti:

- Avv. Ferigo Foscari: tel.: 02 00688300, email: [ferigo.foscari@whitecase.com](mailto:ferigo.foscari@whitecase.com)
- Avv. Maria Cristina Storchi: tel.: +39 02 00688 450, email [maria.cristina.storchi@whitecase.com](mailto:maria.cristina.storchi@whitecase.com)
- Avv. Piero de Mattia: tel.: 02 00688300, email: [piero.demattia@whitecase.com](mailto:piero.demattia@whitecase.com)
- Avv. Alessandro Picchi: tel.: 02 00688300, email: [alessandro.picchi@whitecase.com](mailto:alessandro.picchi@whitecase.com)

**WHITE & CASE**