

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

Milano, 27 febbraio 2023

A mezzo SIPE – Sistema Integrato per l'Esterno

**Oggetto:** Documento per la consultazione - *“Proposta di comunicazione avente ad oggetto “Operazioni di rafforzamento patrimoniale riservate ad un unico investitore: POC non standard, SEDA, SEF e altre operazioni aventi caratteristiche analoghe - Richieste ai sensi dell’art. 114, comma 5, del d.lgs. n. 58/1998”, che sostituisce la Comunicazione n. DME/6083801 del 20 ottobre 2006 e la Comunicazione n. DEM/DME/DSG/8065325 del 10 luglio 2008”.*  
Osservazioni trasmesse dallo Studio Legale Galbiati, Sacchi e Associati

Con riferimento al documento per la consultazione in oggetto (il **“Documento per la Consultazione”**), ringraziamo anzitutto codesta 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 sulla proposta di comunicazione in oggetto.

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

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

[aldo.sacchi@lexgsa.it](mailto:aldo.sacchi@lexgsa.it)

[matteo.cremascoli@lexgsa.it](mailto:matteo.cremascoli@lexgsa.it)

[lorenzo.danese@lexgsa.it](mailto:lorenzo.danese@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. Lorenzo Danese



## OSSERVAZIONI DELLO STUDIO LEGALE GALBIATI, SACCHI E ASSOCIATI

sul Documento per la Consultazione *“Proposta di comunicazione avente ad oggetto “Operazioni di rafforzamento patrimoniale riservate ad un unico investitore: POC non standard, SEDA, SEF e altre operazioni aventi caratteristiche analoghe - Richieste ai sensi dell’art. 114, comma 5, del d.lgs. n. 58/1998”, che sostituisce la Comunicazione n. DME/6083801 del 20 ottobre 2006 e la Comunicazione n. DEM/DME/DSG/8065325 del 10 luglio 2008”*.

### 1. Considerazioni introduttive.

Il Documento per la Consultazione individua in maniera puntuale i principali aspetti di attenzione che caratterizzano le operazioni di emissione di POC non standard, SEDA e SEF <sup>(1)</sup> e richiede di fornire specifica informativa al riguardo nelle varie fasi dell’iter in cui è strutturata l’operazione.

Risultano in particolare meritevoli di apprezzamento, a nostro avviso, le richieste di mettere a disposizione dei soci e del mercato informazioni dettagliate in ordine ai costi dell’operazione, con riferimento a tutte le relative componenti, anche di sconto sul prezzo di emissione, e alle clausole contrattuali di *lock up*, *selling restriction* e *stock landing*.

Le Operazioni in parola presentano peraltro oggettive peculiarità con particolare riguardo ai profili attinenti la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni. Come ben noto, le modalità di determinazione del prezzo di emissione costituiscono un aspetto senza dubbio fondamentale nel contesto degli aumenti di capitale con esclusione del diritto di opzione, tanto da essere specificamente presidiato sotto il profilo informativo attraverso la relazione degli amministratori e il parere di congruità di cui all’art. 2441, sesto comma, del Codice civile (e art. 158 D.Lgs. 58/1998).

L’aspetto riguardante il prezzo di emissione delle nuove azioni costituisce dunque un primo profilo in relazione al quale ci soffermeremo con osservazioni di maggior dettaglio nel successivo paragrafo 2.

Sotto una diversa angolazione, siamo altresì dell’opinione che una riflessione, di natura per così dire “trasversale”, può essere qui opportunamente sviluppata anche con riguardo al contenuto del Documento per la Consultazione rispetto alla disciplina in materia di operazioni con parti correlate (OPC). Nel paragrafo 3, sottoporremo dunque a codesta Spettabile Autorità anche una breve riflessione su tale aspetto.

### 2. Il prezzo di emissione delle azioni nell’ambito delle Operazioni in esame

#### 2.1 Sezione A.2, punto 2.1: *“Informativa da rendere in occasione della delibera dell’Operazione”*.

---

<sup>(1)</sup> Nel presente contributo vengono per praticità utilizzate le medesime definizioni indicate nel Documento per la Consultazione.



Una peculiarità che, nella prassi, si è potuta riscontrare come comune alle Operazioni è che il prezzo di emissione non viene fissato *ex ante* in maniera puntuale e finale, all'esito dell'applicazione di una pluralità di metodi analitici e/o di mercato. Tutto ciò diversamente da quanto normalmente accade in differenti tipologie di aumenti di capitale con esclusione del diritto di opzione.

In effetti, nelle Operazioni oggetto del Documento per la Consultazione si assiste di regola alla sola individuazione di uno o più criteri, di cui gli amministratori saranno chiamati a fare applicazione in occasione dell'esecuzione delle varie *tranche* dell'aumento di capitale. I criteri in questione, di regola, fanno tutti riferimento alla metodologia delle quotazioni di borsa.

Le concrete declinazioni applicative del metodo di borsa hanno poi visto, nella prassi, l'utilizzo di una certa creatività da parte degli operatori, che si sono sovente discostati dalla più tradizionale scelta di medie di prezzi rilevati in archi temporali di riferimento più o meno ampi (più frequentemente, sei, tre o un mese).

Nello specifico, la prassi ha riscontrato l'individuazione di criteri peculiari, che prevedono per esempio di rimettere all'investitore la scelta di uno o più valori puntuali all'interno di un breve intervallo temporale di riferimento anteriore alla richiesta di conversione di ciascuna *tranche* del POC da parte dell'investitore medesimo (oppure, in via automatica, del valore puntuale più basso all'interno dell'orizzonte temporale prescelto).

Al riguardo, a tali indubbe peculiarità nella elaborazione di criteri di determinazione del prezzo di emissione delle azioni non si sono accompagnati, in molti casi riscontrabili nella recente prassi venutasi a consolidare per tale tipologia di operazioni, corrispondenti attenzione e chiarezza nelle motivazioni delle scelte effettuate ad opera degli organi amministrativi nel contesto delle rispettive relazioni illustrative.

È appena il caso di sottolineare che eventuali limitazioni nelle motivazioni in ordine ad un aspetto, come detto, centrale per la tutela degli azionisti esclusi dal diritto di opzione sono idonee a riverberare potenziali effetti anche sulla successiva attività della società di revisione (o del collegio sindacale, nelle società non quotate su mercati regolamentati), che sono chiamati a esprimere il proprio parere sui criteri individuati dagli amministratori in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, anche in relazione al profilo dell'adeguatezza delle motivazioni fornite a supporto delle scelte. Tali motivazioni, non di rado, si limitano al richiamo della circostanza per cui l'investitore avrebbe manifestato la propria disponibilità a sottoscrivere le nuove azioni dell'emittente solo a quelle condizioni oggetto di formalizzazione nell'accordo di investimento a monte dell'Operazione.

La sezione A.2 della proposta di nuova Comunicazione, relativa alla *"Informativa da rendere in occasione della delibera dell'operazione"*, si concentra, in particolare, sulla richiesta di fornire *"un set di informazioni inerenti all'operazione ulteriore rispetto a quello già previsto dalle applicabili disposizioni del codice civile e dall'Allegato 3A del Regolamento Emittenti"*, aventi ad oggetto in particolare la stima del fabbisogno finanziario netto complessivo dell'emittente (lett. a), gli effetti diluitivi per gli azionisti (lett. b) e le modalità di collocamento dei titoli (lett. c) (cfr. pag. 7).



Alla luce di quanto sopra, a nostro avviso, la Comunicazione potrebbe opportunamente precisare che, nel contesto delle “*informazioni richieste dalle applicabili disposizioni del codice civile e dall’Allegato 3A del Regolamento Emittenti*”, gli amministratori sono chiamati a dedicare specifica attenzione, sotto il profilo informativo, alle modalità di individuazione dei criteri per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni.

In particolare, in relazione alle modalità applicative del criterio di borsa, potrebbero essere oggetto di analitica motivazione le scelte effettuate dagli amministratori non solo in termini di orizzonte temporale di osservazione della media prescelta, in rapporto alle concrete caratteristiche del titolo dell’emittente, ma anche circa le modalità di individuazione di eventuali specifici valori puntuali all’interno dell’orizzonte temporale stabilito (il che potrebbe in linea di principio integrare una ulteriore componente implicita di sconto che dovrebbe essere oggetto di opportuna esposizione e motivazione).

A tale ultimo riguardo, potrebbe essere altresì richiesto che siano analogamente oggetto di specifica informativa le modalità con cui i “*costi dell’operazione*” di cui al punto (ii) della Sezione A.1 (“*commissioni, emissione del prestito sotto la pari, sconto sul prezzo...*”) incidono sui criteri individuati per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni al servizio del POC non standard, anche in rapporto ai *benchmark* di riferimento di volta in volta osservabili sul mercato per tale tipologia di Operazioni.

Da ultimo, le esigenze informative sopra rappresentate appaiono sussistere anche con riguardo ad altri strumenti finanziari utilizzati nella prassi: in effetti, non di rado, a una o più *tranche* dei POC non standard sono altresì associati *warrant* che l’investitore avrà la possibilità di esercitare, a determinate condizioni, in orizzonti temporali anche ampi (solitamente da tre a cinque anni).

Con riguardo alla determinazione del prezzo di esercizio dei *warrant*, la prassi ha evidenziato fattispecie in cui detto prezzo di esercizio è stato individuato in via puntuale *ex ante*, attraverso l’applicazione di un premio rispetto all’andamento del titolo riscontrato a valle dell’operazione. Tuttavia, l’impossibilità di prevedere l’evoluzione dell’andamento del titolo in orizzonti temporali futuri molto ampi ha portato i revisori, in alcuni casi, a evidenziare l’impossibilità di esprimere le proprie conclusioni, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, in ordine alle modalità di determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni al servizio dei *warrant*.

Anche sotto tale profilo, dunque, potrebbe risultare utile che il punto 2.1 della Sezione A.2 della Comunicazione sottolinei l’importanza di adeguata informativa su tutti i peculiari profili, e quindi anche quelli sopra individuati, tipicamente connessi alla determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni al servizio della conversione degli strumenti finanziari nelle Operazioni oggetto della Comunicazione.

## 2.2 Sezione B: “*Informazioni relative alle operazioni di compravendita effettuate sul mercato da parte dell’Investitore*”

La Sezione B prevede che “*L’investitore che detiene, anche in qualità di prestatario titolare del diritto di voto, una partecipazione in un emittente con azioni quotate nei mercati regolamentati almeno pari alle soglie rispettivamente individuate dall’art. 120 comma 2, del TUF (per gli*



*emittenti che non sono PMI e per gli emittenti che sono PMI), pubblica, nel periodo compreso tra la data di conclusione del contratto e quella di sottoscrizione dell'ultima tranche, informazioni relative alle compravendite effettuate sulle azioni del medesimo emittente, nonché agli strumenti ad esse collegati, come definiti dall'art. 152-sexies, comma 1, lett. b), del Regolamento Emittenti".*

I richiamati adempimenti sono viceversa solo "raccomandati" in capo agli investitori che (i) detengono partecipazioni inferiori alle soglie sopra indicate in società quotate e (ii) detengono partecipazioni almeno pari al 5% del capitale sociale di emittenti con azioni negoziate su MTF.

In proposito, merita di essere sottolineato che i criteri di emissione delle nuove azioni in questa tipologia di operazioni fanno di regola riferimento a prezzi di borsa rilevati in intervalli temporali anteriori all'invio da parte dell'investitore delle richieste di conversione e, dunque, noti allo stesso investitore prima di assumere le proprie determinazioni.

In questo contesto, l'eventuale presenza di accordi di prestito titoli tra l'investitore e uno o più azionisti dell'emittente, considerata insieme all'assenza di restrizioni all'operatività sul titolo, potrebbe, anche in linea di solo principio, consentire all'investitore stesso di influenzare l'andamento dei prezzi delle azioni in prossimità della determinazione dei prezzi rilevanti ai fini della conversione delle *tranche* dei POC non standard e/o dell'esercizio dei *warrant*.

Tenuto conto di quanto sopra rappresentato, potrebbe a nostro avviso essere valutata l'eventualità di prevedere gli oneri informativi di cui alla Sezione B, indipendentemente dalla partecipazione detenuta, con riguardo alle società quotate su mercati regolamentati. Analoga considerazione si ritiene che, previ gli opportuni passaggi procedurali e regolamentari, possano valere anche con riferimento alle società quotate su MTF.

### **3. Le Operazioni oggetto del Documento per la Consultazione e la disciplina in materia di operazioni con parti correlate**

Non inutile, come anticipato, pare a nostro avviso una breve riflessione anche con riguardo all'oggetto del Documento per la Consultazione rispetto alla disciplina OPC.

In effetti, la *ratio* della proposta di Comunicazione, più che condivisibile e certamente apprezzata, consiste nell'ampliare in misura significativa il quadro delle informazioni fornito ai soci e al mercato in occasione della stipulazione (e poi via via nella relativa fase di esecuzione) di accordi aventi ad oggetto un'Operazione.

Ora, è indubbio che la stipulazione dell'accordo iniziale normalmente crei, o sia idoneo a creare, un rapporto "rilevante" tra investitore ed emittente.

La "rilevanza" di questo rapporto, alla luce in particolare dei "poteri" che il contratto attribuisce all'investitore, dovrebbe essere, a nostro avviso, opportunamente e attentamente valutata dall'emittente per decidere (i) se l'investitore debba essere iscritto nel perimetro delle parti correlate dell'emittente in virtù dell'insorgere della fattispecie di "controllo" o di "influenza notevole" e (ii) se, fuori dai casi obbligatori, sia anche solo opportuno considerare l'investire come



parte correlata o comunque applicare i presidi previsti dalla disciplina OPC a tutte le nuove relazioni tra emittente e investitore.

La richiamata valutazione dell'emittente, quanto al profilo *sub (i)*, andrebbe condotta sulla scorta del *framework* delineato dai principi contabili internazionali. In particolare, quanto al "controllo", "controllo congiunto" e "influenza notevole", si deve fare riferimento all'IFRS 10, all'IFRS 11 (Accordi per un controllo congiunto) e allo IAS 28 (Partecipazioni in società collegate e joint venture). Detta analisi dovrebbe essere altresì ispirata al principio, già richiamato nel Regolamento Consob OPC, della prevalenza della sostanza sulla forma.

Quanto invece alla valutazione *sub b)* (eventuale applicazione in via volontaria della disciplina OPC all'investitore da parte dell'emittente), si sottolinea preliminarmente come, nel fare riferimento allo IAS 24 per l'individuazione delle proprie parti correlate, un'emittente ben potrebbe, a nostra opinione, 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. Nel caso di specie tale vicinanza deve essere soppesata anche in considerazione delle condizioni finanziarie in cui spesso si trovano le società che ricorrono alle Operazioni.

Del resto, la finalità dell'art. 2391-*bis* cod. civ. e del Regolamento Consob OPC è, in estrema sintesi, proprio quella di costituire adeguati presidi a fronte di operazioni in potenziale pregiudizio dei soci di minoranza poste in essere a beneficio di taluni soggetti particolarmente vicini ai centri decisionali della società. Come evidenziato da codesta Spettabile Autorità in sede di consultazione che ha preceduto l'emanazione del Regolamento Consob 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).

Siamo dunque dell'avviso che, viste le caratteristiche generali delle Operazioni oggetto del Documento per la Consultazione, sarebbe certamente auspicabile che gli emittenti, una volta sottoscritto l'accordo iniziale, applicassero almeno a tutte le nuove operazioni con l'investitore e sue parti correlate (diverse da quelle di mera esecuzione di quanto già fissato nell'accordo iniziale che non presentino attività discrezionale da parte dell'emittente) i presidi dettati per le operazioni OPC.

È possibile che Consob non trovi agevole, nel contesto di una proposta di comunicazione ex art. 114, comma 5, D.lgs. 58/98, imporre un obbligo in tale senso. Tuttavia, potrebbe peraltro essere valutato l'inserimento, nell'elencazione di informazioni di cui alla Sezione A ("Informazioni da Rendere pubbliche"), punto 1 ("Sottoscrizione dell'accordo da parte della società con l'investitore"), un elemento ulteriore del seguente tenore: "indicazioni circa l'avvenuto inserimento dell'investitore nell'elenco delle parti correlate dell'emittente ai sensi del regolamento approvato con delibera Consob 17221 del 12 marzo 2010 (come successivamente modificato e integrato) e/o circa l'assoggettamento in via volontaria dei futuri rapporti tra l'emittente e



*l'investitore alle procedure in materia di operazioni con parti correlate adottate dall'emittente ai sensi di legge o in via convenzionale".*

Siamo infatti dell'avviso che, in ogni caso, si tratti di un'informazione significativa, in termini di trasparenza, per i soci e per il mercato, la cui richiesta potrebbe rappresentare una opportuna attività di *moral suasion* nei confronti degli emittenti interessati a fare ricorso alle Operazioni trattate nel Documento per la Consultazione.

\* \* \* \*

Milano, 27 febbraio 2023

Studio Legale Galbiati, Sacchi e Associati