

Spett. le CONSOB  
Divisione Strategie regolamentari  
(invio tramite SIPE- Sistema Integrato  
per l'esterno)

**Oggetto: Documento di consultazione Consob contenente proposte di modifica al Regolamento Emittenti**

Con il documento di consultazione in oggetto la Consob propone alcune modifiche al Regolamento Emittenti; parte di queste modifiche derivano dal mutato quadro normativo internazionale, che discende dal recepimento della direttiva che ha emendato quella sul prospetto, (direttiva 2010/73/CE), e nazionale, a seguito dei decreti legislativi n. 91/2012, in materia di diritti degli azionisti, e n. 184/2012, che ha emendato il Tuf. Altre modifiche sono invece riconducibili alla prassi applicativa, come dichiarato dalla stessa Consob.

Le modifiche proposte nel documento sono generalmente condivisibili: in allegato segnaliamo alcune osservazioni di dettaglio nonché suggeriamo ulteriori proposte di modifica alla regolamentazione.

Nell'esprimere apprezzamento per la consultazione in oggetto, ci preme tuttavia sottolineare che il medesimo processo di consultazione non ha invece riguardato la comunicazione n. DIE/13037777, pubblicata in pari data, il 3 maggio scorso, e citata nel documento in oggetto. La comunicazione è relativa alle informazioni che devono essere pubblicate per talune operazioni societarie al fine di consentire l'esenzione dalla pubblicazione del prospetto (cd. "giudizio di equivalenza") e prevede alcune linee guida per la redazione del documento da sottoporre al giudizio di equivalenza dell'Autorità competente. Il mancato avvio della consultazione su tale comunicazione, pur preannunciato nel documento di esito delle consultazioni della precedente delibera n. 18079/2012<sup>1</sup>, non sembra essere rispondente ai principi di *better regulation* e alle disposizioni contenute nella legge sul risparmio (l. 262/2005) che prevede che l'Autorità ponga in consultazione provvedimenti di carattere generale, quale, ci sembra sia quello in questione (art. 23).

---

<sup>1</sup> Cfr. documento di esito delle consultazioni del 30 gennaio 2012, p. 22.

A tal proposito ricordiamo che, a quasi otto anni dall'emanazione della legge sul risparmio, sarebbe auspicabile che la Consob emanasse il Regolamento di attuazione dei procedimenti per l'adozione di atti regolamentari e generali, previsto dall'art. 23, comma 4 della medesima legge.

Sarebbe infine opportuno, come già auspicato da Assonime negli ultimi anni<sup>2</sup>, che fossero predisposte con celerità due comunicazioni "testo unico" in materia di opa e partecipazioni rilevanti, che accorpino in un unico testo tutte le esistenti comunicazioni e raccomandazioni nelle due materie ed esplicitamente abroghino le precedenti, similmente a quanto già fatto con la comunicazione n. 3019271 del 26 marzo 2003 sull'informativa continua (poi sostituita con la Comunicazione n. DME/6027054 del 28 marzo 2006): la certezza della regolamentazione effettivamente applicabile è un fattore di incentivo per tutti gli operatori a partecipare al mercato. A beneficio degli investitori esteri, sarebbe poi opportuno che tali comunicazioni fossero pubblicate anche in lingua inglese.

Roma, 31 maggio 2013

---

<sup>2</sup> La richiesta, già avanzata in sede di risposta alla consultazione avviata nel 2008 per il recepimento della direttiva *Transparency* (cfr. risposta Assonime del 25 settembre 2008), è stata reiterata nella risposta alla consultazione sui tavoli di lavoro sulla semplificazione (cfr. risposta Assonime del 29 settembre 2011).

## **Allegato**

### **Art. 39, comma 4**

La Consob propone di anticipare il termine per la pubblicazione del comunicato dell'emittente, che dovrebbe essere reso noto al mercato entro il giorno antecedente il primo giorno del periodo di adesione e non più entro il primo giorno del periodo di adesione, come previsto attualmente.

La *ratio* della modifica è quella di garantire che non vi sia disparità informativa tra chi aderisce all'offerta fin dall'inizio del primo giorno del periodo di adesione e chi dal secondo giorno in poi, soprattutto considerando la natura irrevocabile dell'adesione.

La modifica proposta non appare condivisibile poiché riduce di un giorno il termine, potenzialmente già breve, a disposizione dell'emittente per la redazione del comunicato. Secondo le previsioni attualmente vigenti, il comunicato dell'emittente deve essere reso noto al mercato entro il primo giorno del periodo di adesione (art. 39, comma 4); l'offerta non può avere inizio prima che siano trascorsi 5 giorni dalla pubblicazione del relativo documento (art. 40, comma 5); ne consegue che l'emittente potrebbe disporre di un termine (minimo) di 5 giorni di mercato aperto per la predisposizione del comunicato. Infatti, anche se l'emittente è informato dei dati essenziali dell'offerta e potrebbe quindi cominciare a predisporre il comunicato dal momento in cui riceve la comunicazione *ex art. 102 TUF*, è solo con la pubblicazione del documento d'offerta e con la conoscenza del suo contenuto definitivo, che può finalizzarlo.

Con la modifica proposta, tale termine verrebbe ulteriormente compresso. Il problema si porrebbe in particolare nei casi di offerte non concordate.

### **Art. 65-septies**

Il novellato comma *3-bis* dell'articolo in commento prevede che gli emittenti valori mobiliari (quotati) controllanti emittenti strumenti finanziari inviino le informazioni regolamentate relative ai propri controllati al meccanismo di stoccaggio individuato dall'emittente (lett. a) e pubblichino tali informazioni relative ai controllati nel proprio sito internet (lett. b); nel commento si afferma che la modifica al comma *3-bis* consegue alla soppressione dei commi 3 e *3-bis* dell'art. 65-*octies* che prescrivevano l'invio al meccanismo di stoccaggio della controllata e la pubblicazione sul sito della controllata.

Occorrerebbe quindi chiarire: *i)* alla lett. a), in presenza di un generico riferimento all'emittente e in assenza di un commento nel documento di consultazione, se il meccanismo di stoccaggio debba essere quello individuato dalla controllante o, in linea di continuità con il comma 3 dell'art. 65-*octies* di cui si propone l'abrogazione, dalla controllata); *ii)* alla lett. b) se la pubblicazione debba avvenire sul sito della controllante, diversamente da quanto attualmente previsto al comma 3 dell'art. 65-*octies* che prevede la pubblicazione sul sito della controllata<sup>3</sup>.

### **Art. 119-bis, comma 7**

La disposizione in commento prevede un'esenzione dall'applicazione delle comunicazioni di partecipazioni rilevanti per le società di gestione e i soggetti abilitati che hanno acquisito, nell'ambito dell'attività di gestione, delle partecipazioni gestite in misura superiore al 2% e inferiore al 5%.

Prima delle modifiche apportate in sede di recepimento della direttiva *Transparency*, la società di gestione era esentata dalla comunicazione entro 5 giorni dall'operazione, ma doveva comunque darne comunicazione alla società partecipata e alla Consob entro 7 giorni dalla pubblicazione dell'avviso di convocazione della prima assemblea utile successiva all'acquisto della partecipazione.

Con il recepimento della direttiva *Transparency*, la disposizione è stata riformulata e sono stati eliminati tutti gli obblighi di comunicazione alla Consob e agli emittenti; la motivazione palesata dalla Consob, nel documento di esito delle consultazioni del 6 aprile 2009, era quella di non scoraggiare tali intermediari dall'acquisto di partecipazioni in Italia dove già vige una soglia più bassa di comunicazione delle partecipazioni rilevanti rispetto a quella prevista dalla direttiva<sup>4</sup>.

L'eliminazione degli obblighi di comunicazione fa sorgere il problema di come la società partecipata debba comportarsi in assemblea dinanzi a un intermediario gestore (o suo delegato) che dichiara di avvalersi dell'esenzione in commento, in assenza di obblighi di comunicazione preassembleari, come quelli previgenti; il presidente dell'assemblea deve verificare la regolarità della costituzione, accerta l'identità e la legittimazione dei presenti *ex art.* 2371 c.c.. Sulla natura e sui limiti a tale potere vi sono posizioni in dottrina e giurisprudenza non unanimi; in un

---

<sup>3</sup> Osserviamo inoltre che nel documento di esito delle consultazioni del 6 aprile 2009 relativo al recepimento della direttiva *Transparency* la Consob affermava che non era richiesta la pubblicazione sul sito internet della controllante (cfr. pp. 32 e 33).

<sup>4</sup> Cfr. pp. 23 e 24.

provvedimento giurisprudenziale<sup>5</sup> che trae origine dal ricorso presentato da due soci esclusi dalla votazione per presunta omissione del regime pubblicitario dei patti parasociali, è stato affermato che il presidente dell'assemblea può escludere il socio dalla votazione solo ove rilevi *icto oculi*, senza la risoluzione di questioni interpretative, la sussistenza di impedimenti all'esercizio del diritto di voto. Diversamente non può escludere i soci dall'intervento e voto in assemblea.

Qualora infatti non si ricada nell'ambito dell'esenzione, l'omessa comunicazione delle partecipazioni rilevanti determina la sospensione dell'esercizio del diritto di voto, dà luogo a sanzioni e legittima la Consob ad impugnare la delibera. Qualora la delibera sia assunta con il voto determinante di soggetti non legittimati, essa può comunque essere impugnata a norma dell'art. 2377 c.c..

La questione che si pone è quella di come possa procedere in assemblea la società partecipata in caso di ricorrenza dell'esenzione in commento e in assenza di un obbligo di comunicazione dell'esenzione, posto che un'autodichiarazione da parte della società di gestione può essere solo facoltativa e quindi, come tale, eventuale.

Ci chiediamo se non possa essere opportuno prevedere l'obbligo di comunicazione dell'esenzione, alla società partecipata e alla Consob, da parte della società di gestione che intenda partecipare all'assemblea; la comunicazione, che potrebbe essere utilmente effettuata prima dell'assemblea, possibilmente dopo la *record date*, risolverebbe alla radice qualsiasi dubbio in merito alla legittimità della partecipazione all'assemblea di tali soggetti, agevolerebbe l'ordinato svolgimento dell'assemblea stessa ed eviterebbe problemi di vizi della delibera assunta.

### **Interventi di razionalizzazione formale**

La Consob opportunamente propone alcune modifiche di razionalizzazione formale in alcune disposizioni che riportavano un'errata indicazione su come provvedere agli adempimenti per la diffusione, lo stoccaggio e il deposito delle informazioni regolamentate (cfr. artt. 70, 77, 84-ter e 85); è stato quindi richiamato il riferimento all'art. 65-bis, comma 2 che consente di trasmettere allo SDIR unicamente il comunicato. La modifica, che è stata prevista anche all'art. 77 sulla relazione finanziaria annuale, dovrebbe essere estesa agli artt. 81 e 82 relativi alla relazione semestrale e al resoconto intermedio di gestione.

---

<sup>5</sup> Cfr. Provvedimento del Tribunale di Brescia del 3 giugno 2009 pubblicato in *“Le Società”*, 9/2010, p. 1075.

L'intervento di razionalizzazione formale, sempre relativa alle modalità di diffusione delle informazioni regolamentate via SDIR (o in proprio), dovrebbe essere completato con la correzione di alcune norme; in alcune si fa infatti rinvio – con formula sintetica - al “Capo I“(del Titolo II) (cfr. artt. 66, 68, 69-*novies*, 87-*bis*, 89, 102, 103, 115, 116, 116-*ter*, 122, 122-*bis*, 144-*bis*, 144-*octies*, 144-*novies*), mentre in altre si richiamano analiticamente gli “articoli 65-quinques, 65-sexies e 65-septies” (si vedano gli artt. 70, 70-*bis*, 71, 72, 73, 74, 83-*bis*, 84, 84-*bis*, 84-*ter*, 84-*quater*, 85, 85-*bis*, 85-*ter*); sarebbe opportuna una formulazione uniforme utilizzando il riferimento agli articoli 65-*quinques*, 65-*sexies* e 65-*septies*.

Un altro intervento di *fine tuning* dovrebbe riguardare l'art. 84-*ter* sulle relazioni illustrative; il testo vigente prevede che gli emittenti azioni mettano a disposizione del pubblico, entro il termine di pubblicazione dell'avviso di convocazione, le relazioni sulle materie all'ordine del giorno. Alla luce delle modifiche apportate alla norma primaria (art. 125-*ter* Tuf) dal d. lgs. n. 91/2012 che ha precisato che la pubblicazione delle relazioni sia effettuata entro il termine di pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea previsto “in ragione di ciascuna delle materie all'ordine del giorno”, sarebbe opportuno modificare l'art. 84-*ter* in modo conforme al nuovo testo dell'art. 125-*ter*. La formulazione potrebbe pertanto essere la seguente: “*Gli emittenti azioni, entro il termine di pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea **previsto in ragione di ciascuna delle materie all'ordine del giorno**, mettono a disposizione del pubblico presso la sede sociale, sul sito internet della società e con le altre modalità indicate dagli articoli 65-quinques, 65-sexies e 65-septies, le relazioni previste dall'art. 125-ter, commi 1 e 3, del Testo Unico*”<sup>6</sup>.

### **Art. 37 Regolamento Mercati**

L'art. 37 Regolamento Mercati inserisce, tra le condizioni che inibiscono la quotazione di azioni di società sottoposte all'attività di direzione e coordinamento di altra società, la mancata costituzione di un comitato di controllo interno composto da amministratori indipendenti come definiti dal comma 1-*bis*. L'articolo prosegue richiedendo la medesima composizione anche con riguardo agli altri comitati raccomandati da codici di comportamento, ove istituiti.

L'istituzione di comitati endoconsiliari costituisce una buona e condivisibile pratica di *corporate governance*.

Il Codice di autodisciplina invita, da sempre, gli emittenti alla costituzione di comitati. Nella recente edizione, il Codice ha rafforzato i criteri di composizione dei comitati, richiedendo con

---

<sup>6</sup> In grassetto la parte aggiunta.

riguardo al comitato per le remunerazioni (*principio* 6.P.3) e al comitato controllo e rischi (*principio* 7.P.4) – che sostituisce il comitato per il controllo interno<sup>7</sup> – un'integrale presenza di amministratori indipendenti; in alternativa, entrambi i comitati possono essere composti da amministratori solo in maggioranza indipendenti ma, quale elemento di garanzia aggiuntiva, il Codice invita a nominare un presidente indipendente. Una importante novità del nuovo Codice è la esplicita raccomandazione di costituire un comitato per le nomine ma, alla luce delle competenze ad esso attribuite, prevedere come unico requisito di composizione la presenza di amministratori in maggioranza indipendenti (*principio* 5.P.1)<sup>8</sup>.

Il ricorso a comitati rappresenta dunque una realtà consolidata nella pratica societaria; l'eventuale mancata istituzione è in ogni caso bilanciata con altri presidi interni, idonei a espletare la necessaria attività istruttoria<sup>9</sup>.

È a nostro avviso condivisibile che, con riferimento alle società soggette ad altrui attività di direzione e coordinamento, il Regolamento Mercati preveda l'istituzione del comitato controllo interno e, in linea generale, rafforzi la composizione soggettiva anche riferendosi ad altri comitati raccomandati dal Codice, chiedendo, ove istituito, l'integrale presenza di amministratori indipendenti.

Il riferimento ai soli comitati "raccomandati" dal Codice era da attribuirsi, prima del nuovo Codice di Autodisciplina i cui effetti iniziano a dispiegarsi progressivamente, al solo comitato per le remunerazioni, ove eventualmente costituito. L'effetto involontario del nuovo Codice di Autodisciplina e del pre-esistente art. 37 è l'estensione dell'ambito di applicazione della disciplina regolamentare anche al comitato per le nomine con effetti non necessariamente positivi. Le società emittenti soggette al regime dell'art. 37 RM, che stanno considerando l'opportunità di istituire per la prima volta il comitato per le nomine, potrebbero essere disincentivate in considerazione della parallela richiesta regolamentare che prevede al suo interno una presenza integrale di indipendenti. Va peraltro considerato che, nonostante una formulazione del Codice più lasca in termini di composizione del comitato per le nomine,

---

<sup>7</sup> A seguito della revisione del Codice, l'art. 7 fa infatti riferimento al comitato controllo e rischi.

<sup>8</sup> Sotto il fronte legislativo, la recente disciplina regolamentare in materia di operazioni con parti correlate richiede agli emittenti l'istituzione di un comitato – composto in maggioranza o esclusivamente da amministratori indipendenti – chiamato a rilasciare un parere sulla singola operazione oggetto di approvazione. Il regolamento 17221/2010 non impone la costituzione di un comitato *ad hoc* ma lascia liberi gli emittenti di affidare il delicato ruolo istruttorio a un comitato preesistente.

<sup>9</sup> In caso di mancata istituzione dei comitati, il Codice di autodisciplina raccomanda che almeno la metà del CdA sia composto da amministratori indipendenti e che, durante le riunioni consiliari, siano dedicati adeguati spazi all'espletamento di funzioni altrimenti riservate ai comitati (*criterio applicativo* 4.C.2). Il Regolamento Consob n. 17221/2010, in materia di operazioni con parti correlate, riconosce il ricorso a presidi equivalenti, in caso di mancanza di amministratori indipendenti in numero idoneo a costituire il comitato. Cfr. art. 7, comma 1, lett. d) e art. 8, comma 1, lett. d).

l'integrale presenza di indipendenti potrebbe essere in ogni caso garantita qualora l'emittente decida di accorpare tale comitato con un altro (ad esempio a quello per le remunerazioni). Il Codice, infatti, pur riconoscendo la possibilità di demandare a un numero di comitati inferiore a quello previsto le relative funzioni, raccomanda di rispettare le regole di composizione "di volta in volta indicate" (*criterio applicativo* 4.C.1, lett. c)<sup>10</sup>.

Al fine di mantenere inalterata l'applicazione della disciplina regolamentare, anche in presenza dell'evoluzione avvenuta nell'ambito dell'autodisciplina, sarebbe opportuno esplicitare che il dettato dell'articolo in esame continua a riferirsi al comitato controllo interno (*rectius*: comitato controllo e rischi) e a quello per le remunerazioni.

Suggeriamo pertanto di modificare l'attuale formulazione dell'art. 37 comma 1, *lett. d)* RM con la seguente: "*non dispongano di un comitato di controllo e rischi composto da amministratori indipendenti come definiti dal comma 1-bis. Ove istituito, anche il comitato per le remunerazioni raccomandato da codici di comportamento in materia di governo societario promossi da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria è composto da amministratori indipendenti (...)*".

---

<sup>10</sup> Più diffusamente, il commento all'art. 4 chiarisce che "quanto, in particolare, al numero dei comitati, è chiarito che, in presenza di esigenze organizzative, il consiglio può raggruppare o distribuire le funzioni assegnate ai comitati previsti dal Codice nel modo che ritiene più opportuno, nel rispetto delle regole relative alla composizione di ciascun comitato. Ad esempio, potrà essere costituito un comitato per le nomine e la remunerazione che rispetti i requisiti di composizione di entrambi i comitati.