

REGOLAMENTO DISCIPLINANTE LE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE

RELAZIONE ILLUSTRATIVA SULL'ATTIVITÀ DI ANALISI D'IMPATTO DELLA REGOLAMENTAZIONE E SUGLI ESITI DELLA PROCEDURA DI CONSULTAZIONE

I.	La disciplina delle operazioni con parti correlate	
1.	Presupposti e obiettivi alla luce del principio di proporzionalità	2
2.	Motivazione e principi fondamentali della disciplina	4
II.	Attività di AIR realizzata	
1.	Attività di AIR realizzata per la prima proposta regolamentare	7
2.	Indicazione sintetica degli esiti delle fasi di consultazione	14
3.	Aggiornamento dell'AIR ad esito della consultazione	16
3.1	Scelte di fondo	16
3.2	Aggiornamento delle valutazioni di impatto	21
	Allegato 1. Sintesi degli esiti della seconda consultazione	31

PARTE PRIMA – LA DISCIPLINA DELLE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE

1. PRESUPPOSTI E OBIETTIVI ALLA LUCE DEL PRINCIPIO DI PROPORZIONALITÀ

L'art. 2391-bis del codice civile¹, introdotto dal d.lgs. n. 310/2004, ha demandato alla Consob la definizione di principi generali in tema di trasparenza e di correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate realizzate da società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio², direttamente o tramite società controllate. A tali principi generali devono attenersi le procedure che gli organi amministrativi delle società sono chiamati ad adottare per disciplinare le operazioni con parti correlate in termini di competenza decisionale, di motivazioni e di documentazione.

L'esigenza di definire un nuovo quadro regolamentare per le operazioni con parti correlate poste in essere da società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio riflette una diffusa e crescente consapevolezza della rilevanza di tale fenomeno ai fini della tutela degli investitori e del corretto funzionamento del mercato. Tale consapevolezza si è rafforzata in seguito agli scandali societari verificatisi negli ultimi anni, in Italia come in molti altri paesi, nei quali le operazioni con parti correlate hanno svolto un ruolo rilevante sia nella realizzazione di fenomeni di espropriazione degli azionisti di minoranza sia nell'occultamento della reale situazione economico-finanziaria della società.

Tuttavia, non necessariamente le operazioni con parti correlate sono svantaggiose per le società. In determinate situazioni, infatti, la realizzazione di un'operazione con una parte correlata può rispondere all'obiettivo di rendere più efficienti le relazioni contrattuali della società, consentendo di ridurre i costi di *screening* e di *monitoring* che possono essere ingenti quando si negozia con una controparte non conosciuta.

Pertanto l'obiettivo di un intervento regolamentare sul fenomeno delle operazioni con parti correlate consiste nel realizzare una disciplina che consenta di minimizzare i rischi di espropriazione garantendo allo stesso tempo che operazioni vantaggiose per l'emittente possano comunque realizzarsi anche in presenza di controparti correlate.

¹ In particolare, l'art. 2391-bis del codice civile ("Operazioni con parti correlate") prevede che:

"1. Gli organi di amministrazione delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio adottano, secondo principi generali indicati dalla Consob, regole che assicurano la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate e li rendono noti nella relazione sulla gestione; a tali fini possono farsi assistere da esperti indipendenti, in ragione della natura, del valore o delle caratteristiche dell'operazione.

2. I principi di cui al primo comma si applicano alle operazioni realizzate direttamente o per il tramite di società controllate e disciplinano le operazioni stesse in termini di competenza decisionale, di motivazione e di documentazione. L'organo di controllo vigila sull'osservanza delle regole adottate ai sensi del primo comma e ne riferisce nella relazione all'assemblea."

² Società italiane con azioni quotate in mercati regolamentati o diffuse tra il pubblico in misura rilevante, secondo la definizione di cui all'art. 2325-bis c.c..

La disciplina adottata dalla Consob con il regolamento n. 17221 del 12 marzo 2010 (“Regolamento”) riflette un’intensa attività di analisi e un lungo e proficuo confronto con il mercato.

In data 9 aprile 2008 è stata sottoposta alla pubblica consultazione una prima proposta di regolamentazione in attuazione dell’art. 2391-*bis* c.c. e di revisione del regime di trasparenza delle operazioni con parti correlate, già disciplinato dall’art. 71-*bis* del Regolamento Emittenti. Tale proposta è stata illustrata al mercato nel corso di un *public hearing* tenutosi il 20 giugno 2008 presso l’Istituto. La proposta è stata il risultato dell’attività di elaborazione di possibili ipotesi di regolamentazione avviata nel 2007, una volta completato il quadro regolamentare di attuazione della c.d. riforma per la tutela del risparmio (introdotta con la legge n. 262/2005 e da ultimo modificata con il d.lgs n. 303/2006). In tale occasione ha avuto luogo la sperimentazione di procedure di analisi di impatto della regolamentazione (AIR), ad esito della quale si è ritenuto di incentrare la disciplina delle operazioni con parti correlate sulla valorizzazione del ruolo degli amministratori indipendenti e sul rafforzamento della trasparenza al mercato.

Il confronto con il mercato ha portato a definire una nuova ipotesi di disciplina che ha conservato gli elementi di fondo delle scelte iniziali e ha previsto alcune rilevanti innovazioni nell’applicazione di questi principi, aumentando il grado di flessibilità a disposizione degli emittenti nella definizione delle procedure interne in materia di operazioni con parti correlate. Una nuova consultazione con il mercato è stata avviata il 3 agosto 2009, e nel successivo 13 ottobre si è svolto un secondo *public hearing* nel quale sono stati forniti ulteriori chiarimenti ed è stata data al mercato la possibilità di formulare verbalmente le proprie osservazioni.

Ad esito della seconda fase di consultazione, la disciplina è stata perfezionata per tenere conto di alcune condivisibili richieste del mercato. Sono state confermate in larga misura le scelte di regolazione già individuate nella seconda proposta di disciplina e sono stati introdotti alcuni correttivi volti a meglio qualificare gli aspetti definitori più rilevanti della disciplina e ad affinare il sistema delle esenzioni che garantisce adeguati margini di flessibilità nella gestione delle società.

2. MOTIVAZIONE E PRINCIPI FONDAMENTALI DELLA DISCIPLINA

Rinviando al documento di consultazione pubblicato 9 aprile 2008 per una più diffusa trattazione delle ragioni dell'intervento regolamentare³, si illustrano in estrema sintesi le conclusioni delle analisi dei fallimenti del mercato e della regolamentazione finora vigente in tema di operazioni con parti correlate.

La necessità di regolare il fenomeno delle operazioni con parti correlate nasce dall'esigenza di limitare il rischio di fenomeni espropriativi, una delle principali cause della riduzione del grado di fiducia nei mercati e, conseguentemente, del loro livello di sviluppo.

La letteratura economico-giuridica e l'evidenza rilevata da numerosi studi empirici mostrano come le operazioni con parti correlate rappresentino una delle forme più tipiche e significative di manifestazione dello strutturale conflitto di interessi tra i soggetti che detengono la proprietà delle società quotate (tutti gli azionisti) e i soggetti che esercitano il controllo (c.d. *insiders*, cioè i manager e/o alcuni azionisti rilevanti). I primi si trovano costantemente esposti al rischio che i secondi perseguano obiettivi "opportunistici", esercitando il potere di cui dispongono nelle scelte operative e strategiche per estrarre ricchezza dalla società che controllano a danno dei restanti partecipanti al capitale. La percezione di elevati rischi di espropriazione si riflette in un più elevato costo del capitale per le società in quanto, da un lato, riduce la fiducia degli investitori nei mercati finanziari e li spinge a richiedere un premio per tali rischi, e dall'altro, innesca meccanismi di selezione avversa nell'accesso delle società al mercato, attraendo cioè quelle con progetti di investimento ad alto rischio o disposte a sopportare un consistente aumento del costo medio del capitale pur di catturare i benefici privati del controllo.

Nel contesto finanziario italiano, gli elementi di criticità potenziale delle operazioni con parti correlate sono enfatizzati dalle caratteristiche della struttura proprietaria e di controllo delle società quotate. L'elevato grado di concentrazione proprietaria che ancora caratterizza il mercato italiano implica che il governo delle società quotate rimanga fundamentalmente caratterizzato dal ruolo determinante di azionisti di controllo o di riferimento. Inoltre, sul mercato italiano si riscontra la diffusione, sebbene in misura minore che in passato, di strumenti di rafforzamento del controllo, quali gruppi piramidali, emissione di azioni senza diritto di voto o a voto limitato, che consentono ad alcuni azionisti di avere un potere di voto più che proporzionale rispetto all'entità economica del capitale investito. Come dimostrato dalla letteratura⁴, i benefici privati del controllo assumono un ruolo rilevante nell'orientare le scelte societarie in presenza di questi fenomeni di dissociazione tra potere di voto e interesse economico.

³ Documento di consultazione del 9 aprile 2008, cap. 2. Disponibile sul sito *internet* della Consob, all'indirizzo: http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/lavori_preparatori/consultazione_emittenti_20080409.htm?keywords=&docid=22&page=0&hits=101

⁴ Si vedano, tra gli altri, Bebchuk L., R. Kraakman e G. Triantis (2000), *Stock pyramids, cross-ownership and dual class equity: the creation and agency costs of separating control from cash flow rights*, in "Concentrated Corporate Ownership", (R. Morck, ed.), pp. 295-315; e Almeida, H., and D. Wolfenzon, (2004), *A theory of pyramidal ownership and family business groups*, working paper, New York University.

La rilevanza dei fallimenti di mercato sopra descritti ha fatto emergere un generalizzato consenso sulla necessità di intervenire per via regolamentare sulle operazioni con parti correlate.

Preliminarmente alla definizione delle ipotesi di regolamentazione è stato peraltro ritenuto opportuno svolgere un'analisi dell'efficacia di alcune iniziative di regolazione o autoregolamentazione che, pur in assenza di un quadro normativo organico e coerente, avevano la finalità di definire condizioni di trasparenza e correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate.

Con riferimento alla disciplina della trasparenza delle operazioni con parti correlate, la regolamentazione di riferimento è costituita dall'art. 71-*bis* del Regolamento Emittenti. L'analisi dell'esperienza applicativa di tale disciplina ha evidenziato forti criticità. In primo luogo, la definizione dell'insieme delle operazioni con parti correlate destinatarie degli obblighi di *disclosure*, fondata su elementi meramente qualitativi che di per sé lasciavano alle società ampi margini di discrezionalità interpretativa, è stata ritenuta motivo della scarsa numerosità e selettività delle operazioni comunicate nel periodo di vigenza del citato articolo. In secondo luogo, è risultata parimenti migliorabile la previsione circa i tempi e i contenuti della comunicazione al mercato delle operazioni con parti correlate, nell'intento di assicurare agli investitori un'informazione più tempestiva, completa e organica.

Con riferimento alla disciplina della correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni, l'esperienza più significativa riguarda il Codice di Autodisciplina delle società quotate che detta alcune raccomandazioni in materia di "interessi degli amministratori e operazioni con parti correlate". Ad esito dell'analisi – ulteriormente approfondita in seguito alla prima consultazione – circa le effettive modalità con le quali tali principi sono stati attuati, è emerso come l'adeguamento da parte del mercato sia fortemente differenziato e, complessivamente, limitato al contenuto minimo delle raccomandazioni. Al contrario appaiono essere state ignorate quasi del tutto le previsioni più stringenti comunque suggerite dal Codice. L'esistenza di una disomogeneità applicativa, insita nei sistemi di autodisciplina basati sul metodo *comply or explain*, appare particolarmente critica nel caso specifico delle operazioni con parti correlate, considerata la rilevanza che la mancata applicazione di adeguate procedure volte a garantire la correttezza di tali operazioni può assumere rispetto all'obiettivo di tutela degli azionisti.

Anche sulla base dei risultati delle analisi dei fallimenti di mercato e della regolamentazione, l'attuazione dell'art. 2391-*bis* c.c. ha pertanto costituito l'occasione per ridefinire una disciplina delle operazioni con parti correlate che intervenga, in maniera coordinata e omogenea, sia sulla correttezza sostanziale e procedurale sia sugli obblighi informativi delle società quotate.

La nuova disciplina combina i diversi strumenti di regolazione individuati dalla letteratura come adeguati a realizzare l'obiettivo di tutela degli investitori e del mercato, calibrandone l'intensità in funzione del potenziale di criticità delle operazioni. Un simile approccio intende superare i limiti dei sistemi regolamentari esclusivamente di tipo "*market enhancing*" nel prevenire i rischi di

espropriazione e riconosce l'importanza che ai meccanismi di controllo del mercato si accompagnino efficaci presidi di *corporate governance* all'interno delle società.

Nel dare attuazione a tale approccio si è cercato di individuare gli strumenti e l'intensità della regolazione tenendo conto delle peculiarità che caratterizzano le società quotate italiane, sotto il profilo degli assetti proprietari e di controllo, dei modelli organizzativi e della loro operatività.

Sotto il profilo dell'informazione al mercato, la disciplina intende rafforzare la trasparenza sulle operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate ampliandone l'ambito di applicazione – che riguarda oltre alle società con azioni quotate anche gli emittenti azioni diffuse – e rendendola più efficace – grazie alla migliore specificazione delle operazioni oggetto di *disclosure* e alla riduzione dei tempi di comunicazione. L'insieme di tali interventi mira a superare i limiti mostrati dall'esperienza applicativa dell'art. 71-bis R.E. e a favorire il controllo esterno del mercato sull'operato delle società.

Sotto il profilo della correttezza sostanziale e procedurale, la disciplina attribuisce un ruolo fondamentale agli amministratori indipendenti nella *governance* delle operazioni con parti correlate. Per salvaguardare il criterio di proporzionalità, tale ruolo è attentamente graduato in funzione della rilevanza e del potenziale di criticità delle operazioni nonché degli assetti proprietari e di governo societario degli emittenti. La scelta di valorizzare la funzione degli amministratori indipendenti, individuata come preferibile ad esito di un'analisi costi-benefici (cfr. *infra*), è supportata dai risultati della letteratura economico-finanziaria e coerente con le migliori prassi sviluppate anche in sede internazionale. Quanto al primo profilo, gli amministratori indipendenti sono ritenuti gli attori al massimo livello aziendale più facilmente in grado di rappresentare l'interesse della generalità dei soci garantendo al contempo l'efficacia e la rapidità decisionale necessarie ad una gestione efficiente dell'impresa. Quanto al secondo profilo, l'orientamento prescelto sviluppa una tendenza già avviata in Italia con il Codice di Autodisciplina delle società quotate ed è in linea con i principi dell'OCSE sulla *Corporate Governance*⁵ e con la Raccomandazione della Commissione Europea sul ruolo degli amministratori non esecutivi nella gestione di potenziali conflitti di interessi⁶.

⁵ OECD (2004), *Principles of Corporate Governance*.

⁶ Raccomandazione della Commissione Europea del 15 febbraio 2005 sul ruolo degli amministratori senza incarichi esecutivi o dei membri del consiglio di sorveglianza delle società quotate e sui comitati del consiglio di amministrazione o di sorveglianza (Raccomandazione 2005/162/CE).

PARTE SECONDA – ATTIVITÀ DI AIR REALIZZATA

1. ATTIVITÀ DI AIR REALIZZATA PER LA PRIMA PROPOSTA REGOLAMENTARE

La Consob ha avviato a partire dai primi mesi del 2007 lo studio e l'elaborazione di possibili ipotesi di regolamentazione in materia di parti correlate per dare attuazione alla previsione dell'art.2391-*bis* del c.c.. Il complesso di tali attività ha consentito di raccogliere gli elementi necessari per valutare se la vigente disciplina in tema di trasparenza delle operazioni con parti correlate richiedesse integrazioni e/o modifiche e per trarre spunti operativi nell'individuare i principi in materia di correttezza sostanziale e procedurale in attuazione della delega del codice civile.

Un primo risultato emerso dalle valutazioni formulate dalla Consob ha riguardato l'opportunità di realizzare una disciplina unitaria in materia di parti correlate che, partendo da una omogeneizzazione delle definizioni utilizzate, individui un unico e coerente complesso regolamentare.

Si è pertanto ritenuto opportuno valutare l'ipotesi di realizzare una revisione della previgente disciplina della trasparenza delle operazioni con parti correlate, motivata, da un lato, dall'esigenza di superare le incertezze interpretative emerse dall'esperienza applicativa dell'art. 71-*bis* R.E., e, dall'altro, dalla necessità di dare attuazione all'art. 154-*ter* TUF⁷ in materia di informazione periodica sulle operazioni rilevanti con parti correlate. E' stata pertanto definita un'unica ipotesi di modifica del regime di trasparenza che prevede che la definizione delle operazioni oggetto di *disclosure*, immediata e periodica, sia fondata su criteri prevalentemente quantitativi, integrati solo in parte da elementi qualitativi.

Diversamente dalla rivisitazione dell'art. 71-*bis*, per la quale l'esperienza applicativa della Consob ha costituito un valido punto di partenza, l'attuazione dell'art. 2391-*bis* c.c. ha richiesto una più approfondita analisi delle vie effettivamente percorribili. Tale analisi è infatti motivata sia dalla novità di una simile disciplina per il nostro ordinamento sia dalla complessità concettuale e tecnica che investe l'emanazione di principi di correttezza sufficientemente generali, a cui le società si attengano nella definizione delle proprie procedure interne. Tali considerazioni hanno indotto la Consob a prendere in considerazione un maggiore ventaglio di opzioni regolamentari. Le ipotesi di regolamentazione vagliate dalla Consob per l'attuazione della delega contenuta nell'art. 2391-*bis* possono essere schematizzate come segue:

- L'Ipotesi A prevede che la Consob rinvii tramite regolamento alle raccomandazioni che sul tema sono dettate dal Codice di Autodisciplina. Il rinvio ai principi contenuti nel Codice di Autodisciplina implicherebbe che, in accordo con il disposto dell'art. 2391-*bis*, l'organo di

⁷ Il citato articolo, introdotto nel recepimento della direttiva *Transparency* e applicabile agli emittenti azioni quotate, prevede che la relazione intermedia sulla gestione contenga informazioni sulle operazioni rilevanti con parti correlate e che la Consob stabilisca il contenuto di tali informazioni.

controllo sia investito dell'obbligo di vigilare sulla loro effettiva attuazione e quindi ad esso spetti l'*enforcement*;

- l'Ipotesi B prevede la fissazione da parte della Consob dei principi sulla trasparenza e correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni ai sensi dell'art. 2391-bis. In sede di definizione dell'ipotesi in esame, la scelta è stata quella di non alterare in modo sostanziale l'attuale sistema di competenze decisionali, bensì di rafforzare i presidi nel processo di formazione della decisione e di valorizzare la funzione degli amministratori indipendenti;
- l'Ipotesi C prevede l'affermazione del principio secondo il quale l'esame e l'approvazione delle operazioni rilevanti con parti correlate spetta all'assemblea dei soci. Il ricorso all'approvazione, preventiva o successiva, dell'assemblea è una soluzione adottata nei contesti normativi di importanti paesi, quali il Regno Unito e la Francia. Tale ipotesi prevede inoltre presidi procedurali e informativi atti a garantire un efficace funzionamento dello strumento assembleare.

Metodologia

Con riferimento agli aspetti metodologici, si è ritenuto che in sede di prima consultazione fosse opportuno adottare un approccio qualitativo, anche alla luce della carenza di dati circa l'ampiezza e l'entità del fenomeno oggetto di regolazione e coerentemente con quanto indicato dalla linee guida dei Comitati di terzo livello⁸. In parallelo, al fine di ovviare alla carenza di dati, è stato chiesto alle società quotate di comunicare alla Commissione una stima del numero e dell'entità delle operazioni con parti correlate passibili della procedura "speciale" (per le operazioni "di maggiore rilevanza").

Il metodo di valutazione adottato confronta le diverse ipotesi rispetto alla c.d. opzione zero, che consiste nel mantenimento del regime regolamentare in vigore. I costi e i benefici incrementali connessi alla modifica della regolamentazione attuale sono stati attribuiti sulla base della seguente scala di valutazione comparativa rispetto all'opzione zero (Tabella 1). La valutazione è stata svolta per le seguenti categorie di soggetti interessati: gli investitori, gli emittenti, l'Autorità di vigilanza e la collettività, intendendo con tale concetto il complesso dei soggetti che fanno parte o possono far parte del mercato in senso lato e che pertanto sono titolari dei benefici e dei costi indiretti derivanti dalle diverse opzioni regolamentari.

Tabella 1. SCHEMA PER L'ANALISI COSTI-BENEFICI: SCALA DI VALUTAZIONE COMPARATIVA DELLE IPOTESI REGOLATORIE RISPETTO ALL'OPZIONE ZERO						
+3	+2	+1	0	-1	-2	-3
Benefici elevati rispetto all'opzione 0	Benefici moderati rispetto all'opzione 0	Benefici bassi rispetto all'opzione 0	Nessun cambiamento sostanziale rispetto all'opzione 0	Costi bassi rispetto all'opzione 0	Costi moderati rispetto all'opzione 0	Costi elevati rispetto all'opzione 0

⁸ Cesr-Cebs-Ceiops, "Impact Assessment Guidelines for EU Lamfalussy Level 3 Committees", novembre 2008, disponibile all'indirizzo: http://www.cesr-eu.org/index.php?page=document_details&from_title=Documents&id=5043.

Si tratta di una metodologia già utilizzata da altre Autorità di vigilanza che consente, in specie laddove si affrontino interventi regolamentari particolarmente ampi, di ottenere un quadro d'insieme degli effetti attesi sui destinatari diretti e sugli altri principali *stakeholders* della regolamentazione. Tale approccio contiene indubbiamente notevoli elementi di discrezionalità, in particolar modo per quanto riguarda l'attribuzione dei punteggi alle specifiche tipologie di costi e di benefici individuate, che assumono rilevanza non in termini assoluti ma esclusivamente come valutazione relativa rispetto all'opzione zero.

A complemento dell'analisi qualitativa delle diverse opzioni è stata condotta una stima di carattere quantitativo degli effetti della regolamentazione (cfr. *supra*) in materia di operazioni con parti correlate in virtù delle maggiori informazioni disponibili sul tema. A questo fine sono state redatte:

- un'analisi sul livello di implementazione del Codice di Autodisciplina da parte di un campione di 30 società quotate. Tale campione è stato successivamente esteso alla quasi totalità delle società quotate e dei risultati è stata data evidenza nel corso del *public hearing* del 13 ottobre u.s. (cfr. *infra*);
- un'analisi dell'informativa resa dalle società al mercato ai sensi dell'art. 71-bis del Regolamento Emittenti nel periodo 2003-2007.

Effetti della prima proposta di regolamentazione su investitori, imprese regolate e Autorità di vigilanza

Ad esito dell'analisi costi-benefici realizzata (cfr. Documento di consultazione del 9 aprile 2008) sono state prescelte le ipotesi A per la trasparenza e B per la correttezza. La prima, delineata quale unica ipotesi alternativa al mantenimento dello *status quo*, è stata selezionata in quanto in grado di realizzare un beneficio netto positivo per il mercato. La seconda è stata ritenuta preferibile alle altre due ipotesi delineate per la correttezza, la cui analisi costi-benefici aveva individuato benefici netti complessivamente inferiori⁹. Tutte e tre le ipotesi individuate in materia di correttezza procedurale sono comunque risultate preferibili al mantenimento dello *status quo*, basato esclusivamente su un regime di autoregolamentazione. Una sintesi dei contenuti e delle valutazioni dei costi e benefici compiute con riferimento a tali ipotesi per investitori, emittenti e Autorità di vigilanza è fornita di seguito.

TRASPARENZA IPOTESI A. Rafforzamento e ampliamento del regime di trasparenza

Scelte applicative:

- a) una definizione delle operazioni rilevanti fondata su criteri prevalentemente quantitativi e integrata da delimitati criteri qualitativi;
- b) la differenziazione delle soglie di rilevanza quantitative, limitatamente alle operazioni con il soggetto controllante, in funzione degli assetti proprietari della società quotata, in particolare

⁹ Più precisamente, i benefici netti delle tre opzioni individuate per la correttezza indicano una prevalenza dell'ipotesi B, la cui efficacia appare ancora superiore rispetto alle altre opzioni se si considerano i benefici netti a regime, calcolati escludendo i costi di adeguamento iniziale.

prevedendo una significativa riduzione delle soglie nelle situazioni caratterizzate da una separazione tra proprietà e controllo strutturalmente più elevata;

- c) l'estensione della disciplina sulla trasparenza anche agli emittenti azioni diffuse;
- d) un doppio regime di trasparenza (immediata e periodica) per le operazioni rilevanti;
- e) la facoltà di escludere dal novero delle operazioni rilevanti determinate categorie di operazioni tra cui quelle da concludersi con società controllate, sempre che in tali società non vi siano interessi di altre parti correlate.

Valutazione dei costi e benefici incrementali rispetto all'opzione zero (Tabella 2)

Il regime previsto dall'Ipotesi A in materia di trasparenza presenta, in primo luogo, benefici netti più che positivi per la categoria degli investitori della società quotata. Questi ultimi, infatti, beneficiano di un'informativa più tempestiva e chiara. Ancor più rilevante è l'ulteriore beneficio per gli investitori connesso all'accresciuta trasparenza sulle potenziali espropriazioni di benefici privati in favore di *insiders*, la quale costituisce un disincentivo ad espropriazioni evidenti nonché il presupposto per il corretto operare della disciplina di mercato (un emittente che abbia intrapreso operazioni in conflitto di interesse a condizioni inique sarebbe sanzionato dal mercato con una cattiva *performance* delle quotazioni).

Gli emittenti sono, come prevedibile, la categoria di destinatari per cui l'ipotesi regolamentare in esame presenta i più rilevanti incrementi di costi. Infatti, da un lato, la certezza nella determinazione delle operazioni rilevanti e, pertanto, il venir meno dei dubbi interpretativi dell'art. 71-*bis*, nonché la previsione di più casi di esclusione costituiscono dei benefici; dall'altro, tuttavia, si individuano più voci di costo, le quali possono essere utilmente distinte tra costi iniziali di adeguamento e costi continuativi di conformità alla regolamentazione in esame. Rientrano nella prima categoria di costi gli oneri connessi alla rilevazione delle operazioni rilevanti e quelli che gli emittenti titoli diffusi saranno tenuti a sostenere in ragione del loro assoggettamento alla trasparenza sull'operatività con parti correlate. Nella seconda categoria di costo deve essere considerata la compressione dei tempi entro i quali l'emittente deve effettuare la comunicazione al mercato. Sempre tra i costi continuativi deve essere citato il presumibile aumento degli oneri informativi per gli emittenti. La misura di tali costi è comunque difficile da stimare in quanto l'incremento del numero di operazioni da comunicare al mercato, possibile grazie alla presenza di criteri di rilevanza chiari e non più connotati da un'accezione potenzialmente negativa, potrà essere mitigato dall'esclusione delle operazioni con controllate.

Per l'Autorità di vigilanza si è valutato un contenuto beneficio che risiede nell'accresciuta certezza definitoria delle operazioni che devono essere rese note al mercato, mentre non sono allo stato attuale emersi significativi oneri aggiuntivi.

Infine, sono stati identificati dei possibili costi e benefici per l'insieme dei soggetti che pur non essendo attualmente tra i destinatari diretti del nuovo regime, potrebbero divenire tali in futuro o potrebbero comunque trarre vantaggio o svantaggio dai suoi effetti. È in questo caso individuabile un beneficio derivante dal miglioramento della trasparenza e dell'efficienza del mercato, che quindi aumenterebbe la propria capacità di attrarre investitori.

Confrontando i costi e benefici finora esposti si perviene alla determinazione del beneficio netto incrementale dell'Ipotesi A per la trasparenza rispetto all'opzione zero. Tale beneficio può essere in prima analisi calcolato come mera differenza tra i benefici e i costi complessivi dell'opzione regolamentare in esame, e risulta essere positivo. Il beneficio netto di lungo periodo è ancora più

consistente in quanto esclude dal computo dei costi gli oneri iniziali di adeguamento da sostenere *una tantum* (*set-up costs*).

Tabella 2. TRASPARENZA IPOTESI A					
	BENEFICI		COSTI		
	Descrizione	punteggio	Descrizione	punteggio	
INVESTITORI	Informazione continua sulle operazioni rilevanti più tempestiva e più chiara	+2			
	Possibilità di intraprendere iniziative per ostacolare transazioni giudicate a danno degli azionisti di minoranza	+2			
EMITTENTI	Maggiore certezza rispetto ai criteri di identificazione delle operazioni rilevanti (anche ai fini dell’informativa periodica)	+1	Costi iniziali (<i>set-up costs</i>)		
			Ridefinizione dei criteri per identificare le operazioni rilevanti	-1	
			Estensione della trasparenza anche a emittenti titoli diffusi	-1	
			Costi continuativi (<i>on-going costs</i>)		
			Riduzione dei tempi entro i quali rendere l’informativa al mercato	-1	
			Aumento presumibile degli oneri informativi	-1	
AUTORITÀ DI VIGILANZA	Possibilità di effettuare una vigilanza più efficace sulla base di criteri di identificazione delle operazioni rilevanti più certi	+1			
COLLETTIVITÀ (benefici e costi continuativi indiretti)	Miglioramento della trasparenza dei mercati finanziari	+2			
TOTALE	+8		Costi iniziali	-2	
			Costi continuativi	-2	
			Costi totali	-4	
BENEFICI NETTI (benefici - costi totali)			+4		
BENEFICI NETTI A REGIME (benefici - costi continuativi)			+6		

CORRETTEZZA IPOTESI B. *Rafforzamento del ruolo degli amministratori indipendenti*

Scelte applicative:

- l'attribuzione di un "ruolo determinante" agli amministratori indipendenti nell'intero processo (nell'approvazione delle procedure, nella conduzione delle trattative, nell'approvazione dell'operazione e nella facoltà di ricorso ad esperti indipendenti a supporto di tutte le fasi);
- una graduazione dell'intensità del ruolo degli indipendenti in funzione della rilevanza dell'operazione (operazioni rilevanti vs. generalità delle altre operazioni);
- la possibilità di non applicare le procedure nei casi di esclusione già specificati per la trasparenza delle operazioni (operazioni con controllate) e per le operazioni di importo esiguo;

- d) la possibilità di derogare ai principi stabiliti per le operazioni rilevanti per le società quotate di minori dimensioni, di recente quotazione e per le società con azioni diffuse;
- e) qualora la competenza dell'operazione spetti all'assemblea, la possibilità che in determinate circostanze siano adottati meccanismi di approvazione delle delibere che assicurino che le stesse non siano state assunte con il voto decisivo delle parti correlate (c.d. *whitewash*).

Valutazione dei costi e benefici incrementalì rispetto all'opzione zero (Tabella 3)

Le garanzie offerte da un sistema di procedure così articolato sono senza dubbio molto più consistenti innanzitutto per gli investitori che, quale che sia l'organo deliberante l'operazione, sono tutelati in misura nettamente superiore rispetto allo stato attuale dall'ampio coinvolgimento degli amministratori indipendenti o dalla concreta possibilità di incidere essi stessi sull'approvazione delle operazioni rilevanti qualora questa sia demandata all'assemblea, grazie a meccanismi che rendano determinante il voto dei soci non correlati. Una così estesa partecipazione ai processi decisionali della società è naturalmente accompagnata da un maggior costo di documentazione e di valutazione di merito da parte degli azionisti-investitori, oltre che ovviamente dall'onere di partecipare attivamente all'assemblea.

Dal punto di vista degli emittenti, l'opzione regolamentare in esame presenta innanzitutto il beneficio di consentire una sensibile riduzione dei rischi di espropriazione a danno degli azionisti di minoranza e di conseguenza assicurerebbe all'emittente una altrettanto sensibile riduzione del costo del capitale. A fronte di questo beneficio, gli emittenti sostengono innegabilmente diversi costi, sia per l'adeguamento iniziale sia per la *compliance* a regime. Nel primo ambito rientrano i rilevanti costi da sostenere per gli adeguamenti di tipo organizzativo (composizione del consiglio) e procedurale (attuazione dei principi). Tra i costi continuativi di *compliance* si può evidenziare la riduzione della flessibilità nella definizione dei principi e, ancor più rilevante, l'accrescimento degli oneri per l'acquisizione di pareri di esperti indipendenti e per la remunerazione degli amministratori indipendenti, il cui aumento di responsabilità e professionalità richiederà verosimilmente una maggiorazione del compenso.

L'Autorità di vigilanza sopporta gli oneri di implementazione e di mantenimento di un modello di vigilanza basato su principi, ma consegue un beneficio sensibile che risiede nella capacità, data l'omogeneità definitoria con il regime dettato per la trasparenza, di identificare le operazioni rilevanti e di verificare quindi in modo più agevole che le procedure siano rispettate.

Da ultimo, la collettività conseguirebbe rilevanti benefici dall'attuazione di questa ipotesi di regolamentazione. Innanzitutto, il maggior vigore dei presidi appena illustrati contribuisce a realizzare un beneficio sensibilmente positivo in termini sia di miglioramento della reputazione di mercato, sia di riduzione dell'effetto di *adverse selection*. Inoltre, un ulteriore effetto positivo deriverebbe dalla valorizzazione del ruolo degli amministratori indipendenti, il cui impiego e coinvolgimento nella gestione è da tempo oggetto di richieste da parte del mercato. Infine, il possibile disincentivo all'accesso al mercato che può derivare dall'implementazione di un sistema di *governance* così articolato è attenuato dall'esclusione dal rispetto delle procedure più stringenti per le società neoquotate, le società quotate di minori dimensioni e per gli emittenti azioni diffuse, che possono limitarsi a definire le procedure più flessibili in accordo con i principi stabiliti per la generalità delle operazioni con parti correlate.

Dalle valutazioni appena esposte emerge per l'Ipotesi B per la correttezza un considerevole beneficio netto complessivo ed un beneficio netto a regime ancor più elevato.

Tabella 3. CORRETTEZZA IPOTESI B				
	BENEFICI		COSTI	
	Descrizione	punteggio	Descrizione	punteggio
INVESTITORI	Più ampie garanzie sulla correttezza procedurale e sostanziale grazie al ruolo degli amministratori indipendenti	+3	Necessità di partecipare attivamente all’assemblea per influire sulle delibere di approvazione	-1
	Possibilità di influire sulle delibere assembleari grazie alle procedure di <i>whitewash</i>	+2		
EMITTENTI	Minore costo del capitale per riduzione dei rischi potenziali di espropriazione	+2	Costi iniziali (<i>set-up costs</i>)	
			Ridefinizione delle procedure interne per attuare i principi	-1
			Necessità di adeguare la struttura e/o la composizione degli organi di amministrazione per far fronte ai nuovi compiti	-2
			Costi continuativi (<i>on-going costs</i>)	
			Venir meno della possibilità di discostarsi dai principi del codice di autodisciplina	-1
			Riduzione dei margini di flessibilità nella definizione dei principi	-1
			Spese per il ricorso ad esperti esterni per supportare l’attività degli amministratori indipendenti	-2
			Maggiori costi per la remunerazione degli amministratori indipendenti	-2
AUTORITÀ DI VIGILANZA	Maggiore possibilità di garantire la tutela degli azionisti attraverso la possibilità di sanzionare gli organi di controllo per eventuali comportamenti non in linea con i principi	+2	Costi iniziali (<i>set-up costs</i>)	
			Costi continuativi (<i>on-going costs</i>)	
	Necessità di realizzare attività di vigilanza sulle modalità di applicazione dei principi	-1		
COLLETTIVITÀ (benefici e costi indiretti)	Miglioramento della reputazione del mercato	+2	Aumento dei costi può scoraggiare il ricorso alla quotazione	-1
	Riduzione dell’effetto di selezione avversa nell’accesso al mercato	+2		
	Valorizzazione della funzione degli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate può aumentare la loro efficacia nella funzione di controllo	+2		
TOTALE	+15		Costi iniziali	-3
			Costi continuativi	-9
			Costi totali	-12
BENEFICI NETTI (benefici - costi totali)			+3	
BENEFICI NETTI A REGIME (benefici - costi continuativi)			+6	

2. INDICAZIONE SINTETICA DEGLI ESITI DELLE FASI DI CONSULTAZIONE

La complessità della disciplina e la rilevanza degli interessi coinvolti hanno indotto la Consob a dare ampio spazio al dialogo con il mercato e con gli esperti della materia. Come accennato, il processo di consultazione si è articolato in due fasi, conseguenti rispettivamente alla pubblicazione delle proposte del 9 aprile 2008 e del 3 agosto 2009. In entrambe le fasi si è tenuto presso la Commissione un *public hearing* volto a fornire chiarimenti sulle ipotesi di regolamentazioni portate all'attenzione del mercato e a ricevere i primi commenti. Nel seguito si illustrano sinteticamente le principali osservazioni ricevute con riguardo sia ai contenuti della disciplina che alla metodologia utilizzata per l'analisi. Per maggiori dettagli si rinvia all'allegato n. 1 che riporta in forma tabellare le principali osservazioni pervenute nel corso della seconda consultazione nonché le conseguenti scelte effettuate in sede di approvazione del Regolamento con le relative motivazioni.

Osservazioni sul merito

Con riferimento alla disciplina della trasparenza, è emerso nel corso delle due fasi di consultazione un consenso generalizzato sull'opportunità di rafforzare il regime di *disclosure* attualmente disciplinato dall'art. 71-bis del Regolamento Emittenti.

Nel corso della prima fase di consultazione è stata tuttavia sollevata l'obiezione che le modifiche introdotte avrebbero determinato un eccessivo aumento degli oneri informativi a carico delle società. Tale obiezione è stata parzialmente superata dalle successive previsioni – introdotte nella seconda proposta di regolamentazione – volte ad assicurare più ampie fattispecie di esenzione dagli obblighi di trasparenza al mercato.

Ulteriori contributi nella seconda fase di consultazione hanno sottolineato l'opportunità di perfezionare ulteriormente i criteri di rilevanza, e anche ad essi è stato dato parziale accoglimento.

La disciplina procedurale è stata oggetto di più numerose osservazioni critiche.

Nel corso della prima fase di consultazione, sono pervenute due indicazioni di segno opposto. Da parte degli investitori istituzionali, è stato richiesto di rafforzare il ruolo dell'assemblea (seguendo il modello inglese o francese) e il ruolo degli amministratori di minoranza nella disciplina delle operazioni con parti correlate. Al contrario, da parte degli emittenti, è stato chiesto di chiarire e delimitare il ruolo degli amministratori indipendenti con riguardo: (i) al contenuto delle funzioni loro assegnate (in particolare nella fase delle trattative e dell'approvazione delle operazioni rilevanti); (ii) all'ambito di applicazione del loro coinvolgimento, attraverso l'identificazione di un numero più ristretto di operazioni soggette alla disciplina "speciale".

Inoltre, sono pervenute diverse richieste di chiarimento in merito alle definizioni individuate nella bozza di regolamento. In particolare, è apparsa critica l'adozione della definizione di parte correlata dello IAS 24 ritenuta eccessivamente ampia qualora estesa a una disciplina procedurale ed è stato

richiesto di fornire ulteriori elementi di dettaglio in merito alle più importanti definizioni utilizzate nella disciplina (operazioni, amministratori indipendenti, operazioni atipiche o inusuali).

Da un punto di vista di politica regolamentare, gli emittenti hanno sollevato la necessità di prevedere una maggiore articolazione della disciplina, al fine di contenere possibili effetti di irrigidimento nella gestione delle società non sempre commisurati al potenziale di criticità delle operazioni.

Nella seconda fase di consultazione, oltre a una generale reiterazione delle istanze presentate già in sede di prima consultazione, sono pervenute ulteriori richieste così riassumibili. Gli investitori istituzionali hanno domandato di ridurre le possibilità di disapplicazione della disciplina, che erano state notevolmente ampliate nella seconda proposta di regolamentazione, al fine di garantire agli azionisti di minoranza la massima tutela contro i rischi di espropriazione. Essi hanno inoltre sollevato l'opportunità di affinare ulteriormente alcune delle definizioni su cui si fonda la disciplina al fine di ridurre i profili di incertezza ed allinearle più efficacemente alle migliori prassi nazionali ed internazionali. Le richieste degli emittenti hanno invece riguardato un'ulteriore delimitazione nella disciplina speciale del coinvolgimento degli amministratori indipendenti nella fase delle trattative nonché un ulteriore ampliamento della flessibilità della disciplina, da realizzarsi, ad esempio, rimettendo alle società stesse l'identificazione dei criteri di rilevanza delle operazioni.

Osservazioni sul metodo

Con riferimento agli aspetti metodologici, nella prima fase di consultazione vi è stato un generale apprezzamento per la qualità del documento pubblicato, con particolare riferimento alla preliminare analisi di impatto della regolamentazione condotta per la valutazione delle diverse opzioni alternative esaminate nonché alla completezza dell'analisi delle ragioni dell'intervento regolamentare e ai riferimenti alla disciplina vigente e all'esperienza estera.

Tra le osservazioni metodologiche è stata sottolineata l'opportunità di fare un uso più intensivo di valutazioni quantitative e di inserire tra i soggetti destinatari dei costi e dei benefici delle norme le parti correlate medesime. Tali orientamenti sono stati ribaditi in sede di seconda consultazione da una delle associazioni di categoria (ABI).

3. AGGIORNAMENTO DELL'AIR AD ESITO DELLA CONSULTAZIONE

3.1 SCELTE DI FONDO

Modifiche di merito

Le indicazioni ottenute nel corso delle fasi di consultazione sono state attentamente tenute in considerazione per affinare la valutazione dei costi e dei benefici connessi alle ipotesi regolamentari prese in esame. Tuttavia, le osservazioni formulate e le limitate evidenze empiriche fornite sono state ritenute insufficienti ad alterare l'approccio di fondo scelto per la disciplina delle parti correlate, confermando la validità delle macro-opzioni preferite dalla Consob (i.e. l'Ipotesi A con riferimento alla trasparenza e l'Ipotesi B con riferimento alle procedure).

All'interno delle macro-opzioni prescelte si sono tuttavia delineate alcune ipotesi di modifiche volte a realizzare un alleggerimento sensibile degli oneri procedurali a carico degli emittenti stante il mantenimento sostanziale dei benefici per il complesso degli *stakeholders*. Tali interventi, unitamente ad altre ipotesi di modifica, sono nel seguito formalizzati in uno schema di analisi costi-benefici (cfr. par. 3.2).

In estrema sintesi, le scelte di fondo che hanno guidato la revisione della prima proposta di regolamentazione hanno inteso:

- aumentare i margini di flessibilità della disciplina garantendo alle società un maggior numero di opzioni procedurali e di casi di esclusione, in funzione delle esigenze di operatività e del potenziale di criticità delle operazioni, e introducendo forme di coinvolgimento dei soci nei casi più rilevanti;
- circostanziare e chiarire il ruolo degli amministratori indipendenti nelle diverse fasi delle operazioni;
- meglio qualificare gli aspetti definitivi più rilevanti della disciplina.

Scelte di regolazione in presenza di meccanismi di rafforzamento del controllo

Un approfondimento meritano le scelte di regolazione compiute in presenza di particolari meccanismi di rafforzamento del controllo. Come riconosciuto da ampia letteratura, i rischi derivanti da possibili fenomeni espropriativi attraverso operazioni con parti correlate sono influenzati dagli assetti proprietari e di controllo delle società e, in particolare, dalle possibili forme con cui si articola l'allocazione dei diritti di proprietà e il potere di decidere tra i diversi soggetti.

In considerazione della diffusione sul mercato italiano di particolari meccanismi che amplificano la separazione tra la proprietà e il controllo delle società, la regolamentazione delle operazioni con parti correlate ha sin dall'inizio indirizzato a tali fenomeni alcune previsioni più prescrittive.

Nella prima proposta di regolamentazione, tali norme erano indirizzate alle società caratterizzate da deroghe al principio di proporzionalità tra titolarità di partecipazioni al capitale e voti esercitabili – c.d. *one-share-one-vote* – (società controllate da altra quotata, società emittenti azioni senza diritto di voto o a voto limitato, società caratterizzate da limiti al possesso azionario) e agli emittenti

sottoposti ad attività di direzione e coordinamento, in ragione della limitata autonomia decisionale rispetto al soggetto controllante di cui dispongono¹⁰.

In considerazione delle richieste del mercato e di ulteriori approfondimenti, alcune delle previsioni più prescrittive inizialmente delineate sono state attenuate nel perfezionamento della disciplina. In particolare, il regime di riduzione della soglia di rilevanza in caso di operazioni con l'azionista di controllo, inizialmente previsto per tutte le sopracitate società, è stato limitato ai soli gruppi piramidali. Tale scelta è stata motivata sia dai risultati dell'analisi delle procedure in essere per le operazioni con parti correlate – dalla quale risulta che tra le deviazioni dal principio *one-share-one-vote* l'unica che appare influenzare negativamente la qualità delle procedure è proprio l'appartenenza ad un gruppo piramidale – sia dall'opportunità di evitare il rischio di *overshooting* sulle società soggette a direzione e coordinamento.

Queste ultime società, infatti, erano state sottoposte già dalla prima proposta regolamentare ad altre previsioni che sono state in seguito confermate. In particolare, si è modificato l'art. 37 del Regolamento Mercati, riguardante le condizioni che inibiscono la quotazione delle società sottoposte all'attività di direzione e coordinamento di altra società, prevedendo un deciso rafforzamento dei presidi di controllo interno. Più nel dettaglio, si è previsto: (i) un rafforzamento nella composizione dei comitati consiliari per la generalità delle società soggette a direzione e coordinamento; (ii) limitatamente a quelle controllate da altra quotata, la presenza maggioritaria di amministratori indipendenti nell'organo amministrativo. Tali interventi mirano a incrementare l'indipendenza di giudizio delle società controllate nell'adempiere agli obblighi di corretta amministrazione nonché di motivazione, ai sensi dell'art. 2497-ter c.c., delle decisioni influenzate dalla direzione e coordinamento.

La previsione circa la composizione dell'organo amministrativo è calibrata sulla base del maggior rischio di dissociazione tra gli interessi degli azionisti di minoranza della società controllata e quelli dell'azionista di controllo laddove la direzione e coordinamento si combini all'appartenenza ad un gruppo piramidale. Essa è stata oggetto durante la consultazione di critiche, sulla base dell'argomento che ostacolerebbe l'esercizio effettivo della direzione e coordinamento e disincentiverebbe l'emersione di tale fenomeno. Di contro, l'evidenza empirica mostra che circa il 30% degli emittenti controllati da società quotate e soggetti a direzione e coordinamento è ad oggi caratterizzato da un *board* in maggioranza di amministratori indipendenti¹¹. Sebbene questa indicazione quantitativa non costituisca un argomento sufficiente a giustificare un allineamento vincolante di tutte le società alla *best practice* spontaneamente attuata da alcune, essa indica che la presenza di una maggioranza di indipendenti nel *board* non pregiudica l'esercizio della direzione e coordinamento. D'altro canto il rischio che la previsione in esame possa disincentivare l'emersione dell'attività di direzione e coordinamento appare controbilanciato da: (i) il rischio per gli amministratori di essere oggetto di azioni di responsabilità per la mancata applicazione delle norme degli artt. 2497 c.c. e ss.; (ii) l'impossibilità di avvalersi dei benefici garantiti dalla disciplina civilistica dei gruppi.

¹⁰ Per approfondimenti sui citati meccanismi di rafforzamento del controllo si rinvia all'Appendice 4 del Documento di consultazione del 9 aprile 2008.

¹¹ A fine 2009, in 7 delle 22 società controllate da quotate e sottoposte a direzione e coordinamento si riscontra la presenza maggioritaria di amministratori indipendenti nel *board*. In media, gli amministratori indipendenti rappresentano il 42% del totale dei consiglieri (a fine 2008 erano 8 società su 24, con una incidenza media degli amministratori indipendenti del 43%).

Patti parasociali e definizione di parte correlata

Tra le osservazioni che non sono state accolte nella versione finale della disciplina è opportuno menzionare le critiche rivolte all'adozione della definizione dello IAS 24, che nell'identificazione delle parti correlate attribuisce rilevanza alla fattispecie del controllo congiunto. Alcune associazioni di categoria (ABI, Assosim e Confindustria), evidenziando il rischio di un'eccessiva estensione dell'ambito di applicazione della disciplina, hanno chiesto di escludere dalla definizione di parti correlate i soggetti che, pur partecipando a patti di sindacato che vincolano una partecipazione complessiva idonea ad esercitare un'influenza dominante sulla quotata, detengono quote di capitale inferiori a una certa soglia.

L'Istituto ha valutato l'effetto di una simile esclusione per le società quotate, non sottoposte al controllo di un singolo azionista, sulle quali ad ottobre 2009 esisteva un patto parasociale avente ad oggetto una quota "significativa"¹² del capitale e il cui contenuto disciplinava aspetti rilevanti della *governance*. Si tratta di un'approssimazione – compiuta con mere finalità di studio – volta ad individuare l'insieme delle società quotate per le quali un accordo parasociale è potenzialmente idoneo a configurare un controllo congiunto. Le società che ricadono in questo insieme sono 35. I patti di sindacato su queste società comprendono complessivamente 495 soggetti e la quota media di capitale aggregata nel patto è pari al 54,8% del capitale, con un valore mediano pari al 52,2%¹³.

Il potenziale impatto di un'eventuale esclusione è stato stimato formulando tre ipotesi di soglia partecipativa al di sotto della quale gli aderenti al patto potrebbero non essere inclusi tra le parti correlate:

- la fissazione della soglia al 2% del capitale (soglia rilevante per la disciplina della trasparenza proprietaria) determinerebbe l'esclusione di almeno uno degli aderenti al patto in 19 società su 35. Complessivamente, quasi i due terzi degli azionisti aderenti a patti di sindacato potenzialmente idonei a configurare un controllo congiunto sull'emittente sarebbero esclusi dalla definizione di parte correlata;
- la fissazione della soglia al 5% del capitale (suggerita da ABI) determinerebbe in 20 casi su 35 l'esclusione di almeno uno degli aderenti al patto parasociale. Il 78% del numero complessivo degli azionisti aderenti ai citati patti non sarebbe qualificabile come parte correlata;
- la fissazione della soglia al 10% del capitale (suggerita da Assosim) determinerebbe l'esclusione di almeno uno degli aderenti a patti di sindacato in 28 società su 35. Un'ipotesi così configurata comporterebbe complessivamente l'esclusione di circa l'87% degli aderenti a patti di sindacato potenzialmente idonei ad esercitare il controllo sull'emittente.

Alla luce di queste evidenze, risulta chiaro che la possibilità di escludere dalla definizione di parte correlata i soci che partecipano con quote di capitale inferiori alle soglie percentuali ipotizzate comporterebbe effetti assai rilevanti sull'ambito di applicazione della disciplina. L'estrema differenziazione della composizione dei patti, in termini di numero di aderenti e di distribuzione delle quote non consente di individuare una soglia che possa far presumere una minore incidenza sul controllo della società degli aderenti con quote di partecipazione inferiore a tale soglia, dipendendo questa anche dalle specifiche clausole contrattuali del patto. Si è pertanto ritenuto preferibile non adottare questa possibilità, lasciando inalterato il compito delle società oggetto di un

¹² Almeno il 30% del capitale della quotata.

¹³ Il numero medio di azionisti aderenti a questi patti è di circa 14, il numero mediano di circa 5. La quota media di partecipazione dei singoli pattisti è pari al 3,9% del capitale, la quota mediana al 10,4%.

patto di sindacato di individuare gli aderenti al patto da considerare come parti correlate in quanto soggetti che esercitano il controllo, individuale o congiunto, o un'influenza notevole sulla quotata.

Modifiche di metodo

Classi di destinatari

Le classi di destinatari sono rimaste invariate rispetto all'analisi condotta in sede di prima consultazione. Non è stata infatti condivisa l'osservazione del mercato laddove rileva la necessità di includere anche le parti correlate medesime tra le classi di destinatari della regolamentazione. L'argomentazione che tale esclusione inficerebbe il perseguimento dell'obiettivo di proporzionalità della misura regolamentare previsto dalla legge sul risparmio appare infatti non fondata.

Si ricorda che il principio di proporzionalità viene definito dalla L. 262/05 come “*criterio di esercizio del potere adeguato al raggiungimento del fine, con il minore sacrificio degli interessi dei destinatari*”. Le parti correlate non sembrano caratterizzarsi come una categoria autonoma di destinatari. La disciplina incide infatti soltanto sui soggetti emittenti azioni quotate o diffuse che possono porre in essere le condotte abusive che la delega legislativa vuole limitare.

Si è ritenuto pertanto opportuno individuare negli emittenti quotati, negli investitori, nell'Autorità di vigilanza e nella collettività le principali categorie di destinatari da prendere in esame, coerentemente peraltro con linee guida emanate dai Comitati europei di terzo livello. Tuttavia, nell'aggiornamento delle valutazioni dei costi e benefici per gli investitori, si è più espressamente tenuto conto del rischio che il mercato sia appesantito da procedure di salvaguardia degli azionisti di minoranza anche in quei casi in cui le operazioni con parti correlate, pur di entità significativa, abbiano caratteristiche fisiologiche.

Valutazione quantitativa con riferimento all'analisi dei fallimenti della regolamentazione (AIR ex post)

Con riferimento all'analisi di impatto *ex post*, volta ad individuare e valutare i fallimenti del mercato e della regolazione cui l'intervento legislativo cerca di porre rimedio, si è ritenuto utile ampliare ed approfondire l'analisi condotta in occasione della prima procedura di consultazione.

In particolare, l'analisi delle procedure correntemente in essere in attuazione del Codice di Autodisciplina è stata estesa a tutte le società quotate (invece del campione di 30 società precedentemente preso in esame). Le statistiche descrittive confermano la validità delle analisi precedentemente condotte e sottolineano con ulteriore enfasi il modesto livello di *compliance* sostanziale con il Codice da parte delle società quotate e la conseguente necessità di un rafforzamento regolamentare.

In particolare è emerso quanto segue.

I criteri di identificazione delle operazioni con parti correlate da sottoporre alle procedure privilegiano le componenti qualitative (67%) e in alcuni casi sono poco chiari.

L'adeguamento ai presidi procedurali suggeriti dal Codice di Autodisciplina si è limitato per lo più al contenuto minimo delle raccomandazioni. In particolare, la competenza del consiglio nell'approvazione delle operazioni significative è prevista nel 100% dei casi osservati. Le altre *best practices* suggerite dal Codice stesso sono invece poco diffuse: (i) la possibilità di affidare le trattative ad uno o più amministratori indipendenti non è prevista da nessuna società; (ii) il parere preventivo del comitato per il controllo interno è facoltativo solo nel 30% dei casi ed obbligatorio in appena il 17%; (iii) il ricorso ad esperti indipendenti è previsto invece nel 62% dei casi, ma tali esperti sono scelti da amministratori indipendenti soltanto nel 4%; (iv) l'astensione o l'allontanamento dei consiglieri "interessati" sono obbligatori soltanto per il 26% delle società.

Ulteriori approfondimenti econometrici hanno avuto ad oggetto le determinanti della qualità delle procedure e hanno individuato un rapporto significativo tra i presidi e alcune delle più rilevanti caratteristiche dei sistemi di *corporate governance*.

In particolare, è stato osservato che la qualità delle procedure è complessivamente non elevata e diversificata e risulta influenzata da:

- la composizione del comitato per il controllo interno, in linea con le raccomandazioni del Codice, con una maggioranza di amministratori indipendenti [effetto positivo];
- la presenza nell'organo amministrativo di amministratori eletti dalle minoranze [effetto positivo];
- la partecipazione di investitori istituzionali alle assemblee [effetto positivo];
- l'appartenenza delle società a gruppi piramidali (più precisamente le società controllate da altra quotata) [effetto negativo];
- l'emissione di azioni di risparmio o privilegiate e la presenza di limiti statuari al possesso azionario e all'esercizio del voto (*voting caps*) [effetto positivo].

Diversamente, variabili relative alla struttura proprietaria, alla dimensione e al settore di operatività delle società non appaiono influenzare la qualità dei presidi interni individuati per il compimento delle operazioni con parti correlate.

Valutazione quantitativa relativa all'AIR ex ante

Con riferimento all'analisi *ex ante*, il mercato ha rilevato l'opportunità di un'analisi costi-benefici che si basi in misura maggiore su parametri quantitativi. In particolare, apparirebbe opportuna una stima della numerosità e dell'entità delle operazioni potenzialmente oggetto delle procedure previste dal regolamento.

A fini generali di opportunità metodologica, è utile innanzitutto ribadire come, coerentemente con quanto asserito dalle linee guida dei Comitati di terzo livello, l'analisi di impatto non possa che essere un esercizio eminentemente qualitativo. Eventuali analisi quantitative possono fornire basi certamente più robuste ad alcuni degli aspetti valutati dall'analisi qualitativa, ma raramente possono sostituirla *tout court* garantendo un'analisi completa dei fenomeni oggetto dell'intervento regolamentare.

Quanto alla proposta regolamentare in esame, si condivide la desiderabilità di una stima delle operazioni destinate alla disciplina proposta. A tal fine è stato chiesto esplicitamente agli emittenti, da ultimo nel questionario predisposto dall'Istituto in sede di seconda consultazione¹⁴, quante delle operazioni con parti correlate compiute negli ultimi 12 mesi avrebbero superato le soglie di rilevanza fissate dalla proposta regolamentare. La Commissione si sarebbe poi incaricata di analizzare le evidenze pervenute ai fini di una più efficace calibrazione dei parametri quantitativi proposti.

A tale quesito hanno risposto soltanto due società quotate di elevate dimensioni, mentre l'associazione di categoria ha riportato nella propria risposta le indicazioni ricevute da ulteriori tre società quotate oltre alle due che hanno risposto individualmente. La frammentarietà delle evidenze ricevute, i cui parametri di identificazione e classificazione non sono peraltro sempre chiaramente specificati, ha reso impraticabile la redazione di una qualsiasi analisi di tipo sistematico.

3.2 AGGIORNAMENTO DELLE VALUTAZIONI DI IMPATTO

Come accennato, si è ritenuto di confermare i principi fondamentali della disciplina, che si basano sulla prevalenza dell'ipotesi A per la trasparenza e B per la correttezza. Il dialogo con il mercato ha permesso di arricchire tali macro-opzioni con le principali indicazioni emerse durante le consultazioni e di delineare tre sub-opzioni di affinamento delle ipotesi prescelte da sottoporre ad analisi costi-benefici.

L'analisi è stata condotta considerando il mantenimento della proposta regolamentare sottoposta alla prima consultazione (definita sub-opzione 0) quale punto di riferimento nella valutazione delle ipotesi di modifica prospettate. Sulla base dell'impatto stimato delle modifiche contemplate in ognuna delle tre sub-opzioni sono stati quindi attribuiti dei punteggi alle voci dei costi e benefici incrementali rispetto alla sub-opzione 0. La metodologia seguita è la medesima adottata nella prima analisi costi-benefici e si basa sull'attribuzione di punteggi di natura qualitativa.

Le sub-opzioni che sono state delineate si caratterizzano per l'accoglimento di alcune delle richieste formulate dal mercato nel corso della consultazione, ove compatibili tra loro e con gli obiettivi perseguiti dalla Consob nell'affinamento della disciplina in esame. Esse possono essere così descritte:

- la Sub-opzione 1 prevede di limitare la piena applicazione della disciplina alle operazioni che esulano dall'*ordinary course of business*, al fine di tutelare l'interesse delle società a operare con le parti correlate, purché a condizioni non pregiudizievoli per gli azionisti di minoranza. Infatti, la critica fondamentale mossa alla prima proposta regolamentare è stata quella di eccessivo irrigidimento della gestione delle società, non sempre proporzionato al potenziale di criticità delle operazioni per gli azionisti che sarebbe limitato nelle operazioni ordinarie e a condizioni di mercato;

¹⁴ La domanda Q4 del questionario recita: “[per gli emittenti] Alla luce delle nuove previsioni, quante delle operazioni con parti correlate compiute negli ultimi 12 mesi sarebbero state qualificabili come rilevanti?”.

- la Sub-opzione 2 prevede di rimettere agli emittenti l'identificazione delle operazioni di maggiore rilevanza. Si ricorda infatti che la scelta di fondare l'identificazione delle operazioni di maggiore rilevanza su parametri quantitativi predefiniti è stata oggetto di critiche da parte degli emittenti che hanno in più occasioni richiesto che fosse loro attribuita la fissazione dei criteri di rilevanza delle operazioni, al fine di poterli adeguare alle proprie peculiarità. Gli effetti di una tale opzione regolamentare sono stati oggetto di valutazione;
- la Sub-opzione 3 prevede di ridurre le possibilità di disapplicazione della disciplina previste nella ipotesi di disciplina sottoposta alla prima consultazione, al fine di garantire agli azionisti di minoranza la massima tutela contro il rischio di comportamenti espropriativi ai loro danni.

Si illustrano i risultati della valutazione dei più rilevanti benefici e costi incrementali rispetto alla proposta di regolamentazione sottoposta alla prima consultazione che sono stati ravvisati per ciascuna delle sopraindicate sub-opzioni. Tali valutazioni sono state compiute per le medesime categorie di destinatari della regolamentazione individuate nella prima analisi costi-benefici: investitori, emittenti, Autorità di vigilanza e collettività. Gli effetti di ciascuna sub-opzione sono stati esaminati separatamente per la disciplina della trasparenza e per quella della correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni.

In tutte e tre le sub-opzioni è stata considerata la scelta di circostanziare il ruolo degli amministratori indipendenti, meglio coordinandolo con le strutture organizzative che caratterizzano la *governance* degli emittenti, in quanto tale scelta ha ricevuto un sostegno generalizzato e costituisce quindi parte integrante di qualunque opzione alternativa a quella iniziale.

SUB-OPZIONE 1. *Limitare la piena applicazione della disciplina alle operazioni che esulano dall'ordinary course of business.*

Obiettivo: aumentare la flessibilità della disciplina e tutelare l'interesse delle società a operare con parti correlate a condizioni non pregiudizievoli per gli azionisti di minoranza.

Scelte applicative

- a) circostanziare il ruolo degli amministratori indipendenti, meglio coordinandolo con le strutture organizzative che caratterizzano la *governance* degli emittenti (es. riduzione del coinvolgimento nella fase delle trattative, chiarimento del "ruolo determinante" nell'approvazione delle operazioni di maggiore rilevanza e possibilità di avvalersi dei comitati consiliari già esistenti per le operazioni di minore rilevanza);
- b) escludere dall'applicazione della disciplina (sia trasparenza che procedura) operazioni che non sollevano rischi di comportamenti espropriativi, quali le operazioni "ordinarie" e concluse a condizioni di mercato;
- c) consentire margini di flessibilità nell'approvazione ed esecuzione di operazioni in caso di urgenza o qualora il consiglio valuti di non condividere il parere contrario degli amministratori indipendenti e, al contempo, valorizzare il giudizio dei soci sulle medesime operazioni.

Valutazioni dei costi e benefici incrementali rispetto alla prima proposta (Tabella 4)

Con riguardo alla disciplina della trasparenza, l'introduzione di una facoltà di esenzione per operazioni c.d. ordinarie e a condizioni di mercato garantisce agli emittenti un moderato beneficio in termini di riduzione degli oneri informativi verso il mercato.

Per gli investitori è ravvisabile un lieve beneficio incrementale, dovuto alla migliore selezione delle operazioni oggetto di trasparenza, a cui si contrappone però un più rilevante costo, rappresentato dalla possibilità che anche operazioni potenzialmente rischiose siano classificate come ordinarie e beneficino dell'esenzione in esame.

La Sub-opzione 1 comporta, inoltre, maggiori oneri per l'Autorità di vigilanza connessi al monitoraggio delle operazioni "ordinarie" di maggiore rilevanza che, pur esentate dalla trasparenza al mercato, sarebbero oggetto di comunicazione alla Consob.

Non si ravvisano invece variazioni significative per la collettività, i cui benefici netti in termini di miglioramento della trasparenza possono ritenersi sostanzialmente mantenuti.

Complessivamente dal confronto tra benefici e costi incrementali della alla Sub-opzione 1 in relazione alla disciplina della trasparenza, emerge un effetto complessivamente nullo sulle valutazioni dei costi e benefici compiute per la redazione della prima proposta regolamentare.

Con riguardo alla disciplina della correttezza, la Sub-opzione 1 comporta per gli emittenti benefici complessivamente elevati in quanto garantisce agli stessi una maggiore flessibilità operativa – sia nelle operazioni rientranti nell'*ordinary course of business* sia per i casi di urgenza e di "veto" degli amministratori indipendenti – e comporta minori oneri organizzativi e procedurali per gli organi di amministrazione – ad esempio grazie alla possibilità di utilizzare i comitati costituiti in attuazione del Codice di Autodisciplina e al minore coinvolgimento degli amministratori indipendenti durante le trattative.

Per gli investitori le modifiche ipotizzate comportano un costo incrementale netto moderato. L'esenzione per operazioni ordinarie da un lato riduce (insieme con le altre esenzioni) il disincentivo per le società a operare profittevolmente con soggetti correlati, dall'altro, solleva il rischio moderato che anche operazioni a rischio espropriativo ne possano beneficiare. Le possibilità di deroga garantite nei casi di urgenza e per superare il "veto" degli amministratori indipendenti consentono ai soci di esprimersi su tali operazioni ma, al contempo, aumentano i costi di coordinamento tra i piccoli azionisti. Inoltre, il minor coinvolgimento degli amministratori indipendenti nelle trattative può aumentare l'asimmetria informativa di questi ultimi nei confronti degli *executives* rendendo così meno efficace la loro funzione di tutela di tutti gli azionisti.

Per l'Autorità di vigilanza si è ravvisato un costo incrementale dovuto alla necessità di vigilare sulle modalità di concreta implementazione delle aumentate opzioni procedurali.

La sub-opzione 1 non appare infine avere effetti indiretti sulla collettività.

Complessivamente l'effetto della Sub-opzione 1 sulla disciplina della correttezza sostanziale e procedurale è nullo in quanto i benefici incrementali che essa determina per emittenti e investitori sembrano bilanciati dai costi incrementali che insorgono per investitori e autorità di vigilanza.

Tabella 4. SUB-OPZIONE 1: EFFETTI SULLE VALUTAZIONI DI COSTI E BENEFICI DELLA PRIMA PROPOSTA					
TRASPAR		BENEFICI INCREMENTALI		COSTI INCREMENTALI	
		DESCRIZIONE	punteggio	DESCRIZIONE	punteggio
	INVESTITORI	Migliore selezione delle operazioni comunicate in funzione delle caratteristiche	+1	Possibilità che non siano comunicate operazioni a rischio espropriativo seppure	-2

		specifiche delle operazioni		identificate come <i>in the ordinary course of business</i>	
	EMITTENTI	Riduzione degli oneri informativi per possibilità di non comunicare operazioni rientranti nell' <i>ordinary course of business</i>	+2		
	AUTORITÀ DI VIGILANZA			Monitoraggio delle operazioni nell' <i>ordinary course of business</i> comunicate	-1
	COLLETTIVITÀ				
	TOTALE	+3		-3	
	BENEFICI INCREMENTALI NETTI (benefici - costi totali)			0	
	CORRETTEZZA		BENEFICI INCREMENTALI		COSTI INCREMENTALI
		DESCRIZIONE	punteggio	DESCRIZIONE	punteggio
INVESTITORI		Riduzione del rischio che operazioni efficienti con parti correlate siano scoraggiate (operazioni urgenti, operazioni con parere negativo indipendenti, operazioni <i>in the ordinary course of business</i>)	+1	Possibilità che non siano sottoposte a procedura operazioni a rischio espropriativo seppure identificate come <i>in the ordinary course of business</i>	-2
		Riduzione dei costi di agenzia nella relazione investitori /amministratori indipendenti (operazioni urgenti e superamento “veto” amministratori indipendenti)	+1	Aumento dei costi di coordinamento degli azionisti per partecipare attivamente all’assemblea (operazioni urgenti e superamento “veto” amministratori indipendenti)	-1
				Aumento delle asimmetrie informative tra esecutivi e indipendenti a causa del loro ruolo ridotto nelle trattative	-1
EMITTENTI		Maggiore flessibilità operativa grazie alla esclusione delle operazioni rientranti nell' <i>ordinary course of business</i>	+1		
		Maggiore flessibilità operativa nei casi di urgenza e nelle operazioni di maggiore rilevanza su cui gli amministratori indipendenti hanno espresso parere contrario	+1		
		Minori costi di cambiamento degli assetti organizzativi e procedurali del <i>board</i> (possibilità di utilizzare i comitati già esistenti e limitazione ruolo indipendenti nelle trattative)	+1		
AUTORITÀ DI VIGILANZA				Aumento dei costi di monitoraggio sull’attuazione delle opzioni procedurali	-1
COLLETTIVITÀ					
TOTALE		+5		-5	
BENEFICI INCREMENTALI NETTI (benefici - costi totali)			0		

SUB-OPZIONE 2. Rimettere agli emittenti l'identificazione delle operazioni di maggiore rilevanza

Obiettivo: massimizzare la flessibilità della regolamentazione, rimettendo all'autodisciplina del mercato, oltre alla possibilità di scegliere tra opzioni procedurali, anche la definizione degli elementi fondamentali della disciplina (criteri di rilevanza delle operazioni).

Scelte applicative

- a) circostanziare il ruolo degli amministratori indipendenti, meglio coordinandolo con le strutture organizzative che caratterizzano la *governance* degli emittenti (es. riduzione del coinvolgimento nella fase delle trattative, chiarimento del “ruolo determinante” nell'approvazione delle operazioni di maggiore rilevanza e possibilità di avvalersi dei comitati consiliari già esistenti per le operazioni di minore rilevanza);
- b) consentire margini di flessibilità nell'approvazione ed esecuzione di operazioni in caso di urgenza o qualora il consiglio valuti di non condividere il parere contrario degli amministratori indipendenti e, al contempo, valorizzare il giudizio dei soci sulle medesime operazioni;
- c) rimettere agli emittenti l'identificazione delle operazioni di maggiore rilevanza

Valutazioni dei costi e benefici incrementali rispetto alla prima proposta (Tabella 5)

Con riferimento alla disciplina della trasparenza, la Sub-opzione 2 comporta per gli emittenti un lieve beneficio grazie alla possibile riduzione degli oneri informativi che può verificarsi in ragione della diversa selezione delle operazioni qualificabili come di maggiore rilevanza.

Per gli investitori la sub-opzione in esame apporta un moderato costo incrementale netto, in quanto il beneficio che può derivare da una selezione delle operazioni più rispondente alle caratteristiche dell'emittente solo in parte compensa gli investitori dal rischio, stimato come alto, che le società fissino soglie di rilevanza elevate e di conseguenza escludano dalla trasparenza anche operazioni di entità significativa.

Anche per l'autorità di vigilanza si presenta un costo incrementale dovuto alla necessità di monitorare i criteri di rilevanza stabiliti da ciascun emittente.

Complessivamente la Sub-opzione 2 appare peggiorativa rispetto alla prima proposta di regolamentazione in quanto determina un beneficio incrementale netto negativo.

Con riferimento alla disciplina della correttezza, la Sub-opzione 2 comporta per gli emittenti benefici incrementali elevati grazie agli ampi margini di flessibilità assicurati (fissazione dei criteri di rilevanza, casi di urgenza e di “veto” degli amministratori indipendenti) e ai minori oneri organizzativi e procedurali per gli organi di amministrazione.

Per gli investitori, la scelta di rimettere agli emittenti la fissazione delle soglie di rilevanza, pur riducendo il disincentivo per le società a compiere operazioni efficienti con parti correlate, solleva il rischio che le società fissino soglie di rilevanza eccessivamente elevate e, di conseguenza, che anche operazioni di importo significativo non siano assistite da alcun presidio procedurale. Come già osservato per la Sub-opzione 1, il coinvolgimento dell'assemblea nei casi di urgenza e per superare il “veto” degli amministratori indipendenti consente ai soci di esprimersi su tali operazioni ma aumenta i costi di coordinamento tra i piccoli azionisti. Anche per la Sub-opzione 2, inoltre, il ridimensionamento del ruolo degli amministratori indipendenti nelle trattative può rendere meno efficace la loro funzione di tutela di tutti gli azionisti.

Per l’Autorità di vigilanza la necessità di vigilare sulle modalità di concreta implementazione da parte delle società delle aumentate opzioni procedurali delle società determina un costo incrementale.

Infine, sono stati ravvisati degli effetti negativi indiretti per il mercato nel suo complesso che discendono dall’effetto di balcanizzazione nelle modalità di implementazione della disciplina procedurale, con conseguente minor beneficio (rispetto all’opzione zero) in termini di aumento della reputazione del mercato e della fiducia degli investitori.

Anche per la disciplina della correttezza la Sub-opzione 2 è nel complesso peggiorativa, in quanto determina benefici incrementali netti negativi che svantaggiano non solo gli azionisti delle società ma anche il mercato nel suo complesso.

Tabella 5. SUB-OPZIONE 2: EFFETTI SULLE VALUTAZIONI DI COSTI E BENEFICI DELLA PRIMA PROPOSTA					
TRASPARENZA		BENEFICI INCREMENTALI		COSTI INCREMENTALI	
		DESCRIZIONE	punteggio	DESCRIZIONE	punteggio
	INVESTITORI	Migliore selezione delle operazioni comunicate in funzione delle caratteristiche specifiche dell'emittente e della tipologia di operazione	+1	Rischio che operazioni di entità significativa siano escluse dalla trasparenza nel caso in cui le società fissino soglie di rilevanza elevate	-3
	EMITTENTI	Possibile riduzione degli oneri informativi	+1		
	AUTORITÀ DI VIGILANZA			Necessità di svolgere attività di verifica e monitoraggio dei criteri di rilevanza individuati dalle società	-1
	COLLETTIVITÀ				
	TOTALE	+2		-4	
	BENEFICI INCREMENTALI NETTI (benefici - costi totali)				-2
CORRETTEZZA		BENEFICI INCREMENTALI		COSTI INCREMENTALI	
		DESCRIZIONE	punteggio	DESCRIZIONE	punteggio
	INVESTITORI	Riduzione del rischio che operazioni efficienti con parti correlate siano scoraggiate (operazioni urgenti, operazioni con parere negativo indipendenti, operazioni escluse per definizione rilevanza adeguata alle caratteristiche della società)	+1	Rischio che operazioni di entità significativa siano escluse dalle procedure nel caso le società fissino soglie di rilevanza elevate	-3
		Riduzione dei costi di agenzia nella relazione investitori /amministratori indipendenti (operazioni urgenti e superamento “veto” amministratori indipendenti)	+1	Aumento dei costi di coordinamento degli azionisti per partecipare attivamente all'assemblea (operazioni urgenti e superamento “veto” amministratori indipendenti)	-1
				Aumento delle asimmetrie informative tra esecutivi e indipendenti a causa del loro ruolo ridotto nelle trattative	-1
	EMITTENTI	Maggiore flessibilità procedurale per le società che abbiano fissato soglie di rilevanza adeguata alle caratteristiche della società	+1		

		Maggiore flessibilità operativa nei casi di urgenza e nelle operazioni di maggiore rilevanza su cui gli amministratori indipendenti hanno espresso parere contrario	+1		
		Minori costi di cambiamento degli assetti organizzativi e procedurali del <i>board</i> (possibilità di utilizzare i comitati già esistenti e limitazione ruolo indipendenti nelle trattative)	+1		
AUTORITÀ DI VIGILANZA				Aumento dei costi di monitoraggio sull’attuazione delle opzioni procedurali	-1
COLLETTIVITÀ				Frammentazione della implementazione della disciplina e conseguente riduzione in termini di reputazione del mercato e propensione all’investimento	-2
TOTALE	+5			-8	
BENEFICI INCREMENTALI NETTI (benefici - costi totali)				-3	

SUB-OPZIONE 3. Ridurre le possibilità di disapplicazione della disciplina

Obiettivo: ridurre le possibilità di disapplicazione della disciplina a maggior tutela degli azionisti di minoranza

Scelte applicative

- a) circostanziare il ruolo degli amministratori indipendenti, meglio coordinandolo con le strutture organizzative che caratterizzano la *governance* degli emittenti (es. riduzione del coinvolgimento nella fase delle trattative, chiarimento del “ruolo determinante” nell’approvazione delle operazioni di maggiore rilevanza e possibilità di avvalersi dei comitati consiliari già esistenti per le operazioni di minore rilevanza);
- b) ridurre i casi di esclusione dalla disciplina procedurale (piani di compenso basati su strumenti finanziari approvati dall’assemblea)
- c) escludere gli alleggerimenti procedurali per società di recente quotazione o soggette ad attività di direzione e coordinamento

Valutazioni dei costi e benefici incrementali rispetto alla prima proposta (Tabella 6)

Con riferimento alla disciplina della trasparenza, non si ravvisano modifiche di rilievo alle valutazioni di costi e benefici compiute per la prima proposta di regolamentazione.

Con riferimento alla disciplina della correttezza, la Sub-opzione 3 presenta benefici elevati per gli investitori la cui tutela contro i rischi di espropriazione è accresciuta per effetto della compressione dei casi di disapplicazione delle procedure (piani di compenso basati su strumenti finanziari, società di minori dimensioni e neoquotate). La delimitazione del ruolo degli amministratori indipendenti

nelle trattative, come già visto per le precedenti sub-opzioni, determina un lieve costo per gli investitori derivante dalle asimmetrie informative tra indipendenti ed esecutivi.

Per gli emittenti, a fronte di un modesto beneficio dovuto ai minori costi di adeguamento organizzativo del *board*, si presentano maggiori costi procedurali per l'approvazione delle operazioni che erano già oggetto di facoltà di esenzione nella prima proposta regolamentare (piani di compenso basati su strumenti finanziari, operazioni di società di recente quotazione e minori dimensioni).

La Sub-opzione 3 non pone costi aggiuntivi per l'Autorità di vigilanza.

La scarsa flessibilità della sub-opzione in esame rischia invece di determinare effetti negativi per il mercato, disincentivando il ricorso alla quotazione o la permanenza sul mercato per nuove e piccole imprese.

Complessivamente la Sub-opzione 3 presenta un beneficio netto negativo, essenzialmente dovuto ad un irrigidimento dei costi di *compliance* per gli emittenti e ad ulteriori effetti negativi sul mercato nel suo complesso.

Tabella 6. SUB-OPZIONE 3: EFFETTI SULLE VALUTAZIONI DI COSTI E BENEFICI DELLA PRIMA PROPOSTA					
TRASPARENZA		BENEFICI INCREMENTALI		COSTI INCREMENTALI	
		DESCRIZIONE	punteggio	DESCRIZIONE	punteggio
	INVESTITORI				
	EMITTENTI				
	AUTORITÀ DI VIGILANZA				
	COLLETTIVITÀ				
	TOTALE	0		0	
	BENEFICI INCREMENTALI NETTI (benefici - costi totali)				0
CORRETTEZZA		BENEFICI INCREMENTALI		COSTI INCREMENTALI	
		DESCRIZIONE	punteggio	DESCRIZIONE	punteggio
	INVESTITORI	Maggiore tutela nella definizione piani di compenso basati su strumenti finanziari attraverso il coinvolgimento indipendenti	+1	Aumento delle asimmetrie informative tra esecutivi e indipendenti a causa del loro ruolo ridotto nelle trattative	-1
		Minori rischi di espropriazione nelle società di minori dimensioni e nelle neoquotate	+1		
	EMITTENTI	Minori costi di cambiamento degli assetti organizzativi e procedurali del <i>board</i> (possibilità di utilizzare i comitati già esistenti e limitazione ruolo indipendenti nelle trattative)	+1	Maggiori costi procedurali per approvazione piani di compenso basati su strumenti finanziari	-1
				Maggiori costi procedurali per società di minori dimensioni e neoquotate	-1
	AUTORITÀ DI VIGILANZA				
	COLLETTIVITÀ			La maggiore rigidità della disciplina aumenta il rischio di disincentivo alla quotazione	-2
	TOTALE	+3		-5	
BENEFICI INCREMENTALI NETTI (benefici - costi totali)				-2	

Indicazioni conclusive circa gli effetti delle modifiche apportate alla prima proposta regolamentare

Alla luce delle valutazioni sopra sintetizzate la Sub-opzione 1 è stata ritenuta l'ipotesi di modifica preferibile, in quanto più delle altre in grado di riequilibrare i costi e benefici individuati nella prima analisi di impatto, senza indebolire in modo sostanziale la tutela degli investitori né indurre effetti indesiderati sul mercato.

A fini di maggiore chiarezza, si illustrano nel seguito le principali modifiche – e i relativi effetti su investitori e risparmiatori, sulle imprese oggetto dell'atto regolamentare (gli emittenti) e sulla medesima Autorità di vigilanza – che sono state considerate nell'aggiornamento dell'AIR.

- a) È stata incrementata la flessibilità della disciplina ampliando le opzioni procedurali a disposizione delle società e valorizzando l'assemblea come opzione alternativa/integrativa con riferimento alle operazioni urgenti e alle operazioni di maggiore rilevanza per le quali la società non condivida il parere contrario degli indipendenti;
effetto: riduzione del costo per gli emittenti in termini maggiore flessibilità della *governance* e adeguatezza ai bisogni della singola società con modesti sacrifici in termini di costi procedurali a carico degli emittenti stessi;
effetto: per gli azionisti/investitori si determina un beneficio in ragione della possibilità di esprimersi su operazioni concluse in via d'urgenza e di decidere (grazie ai meccanismi di *whitewash*) in merito alle operazioni di maggiore rilevanza “respinte” dagli amministratori indipendenti. Gli azionisti sostengono però maggiori costi di coordinamento e di informazione.
- b) È stato ridotto il campo di applicazione della disciplina speciale per le operazioni di maggiore rilevanza attraverso l'eliminazione quasi totale della componente qualitativa (operazioni atipiche e inusuali) dai criteri di rilevanza e la ricalibratura di questi ultimi;
effetto: lieve aumento dei benefici per il mercato in termini di aumentata certezza ed efficacia della norma nonché possibile miglioramento dell'efficacia dell'attività di vigilanza.
- c) Si è delimitata la funzione degli amministratori indipendenti nella disciplina speciale mantenendone la centralità ma assicurando una maggiore chiarezza del ruolo e delle responsabilità di quest'ultimi rispetto agli amministratori esecutivi. Ulteriori modifiche sono volte a ridurre ulteriormente i costi di adeguamento organizzativo e procedurale delle società (es. possibilità di utilizzare i comitati già costituiti in attuazione del Codice di Autodisciplina);
effetto: riduzione del costo per gli emittenti in termini maggiore flessibilità della *governance* e migliore corrispondenza ai bisogni delle singole società;
effetto: costo per gli investitori dovuto all'aumento delle asimmetrie informative tra *executives* e amministratori indipendenti rispetto alla prima proposta di regolamentazione.
- d) Sono state ampliate significativamente le facoltà di esenzione (es. operazioni ordinarie e a condizioni di mercato, operazioni effettuate con società collegate);

effetto: beneficio per gli investitori data l'eliminazione della possibilità che il regime inizialmente ipotizzato rendesse eccessivamente costoso il compimento di operazioni con parti correlate a condizioni non pregiudizievoli per gli azionisti di minoranza. A tale beneficio si contrappongono costi rappresentati dal rischio di utilizzo dei casi di esclusione a fini elusivi;
effetto: considerevole beneficio per gli emittenti in termini di maggiore flessibilità operativa.

- e) È stato curato il coordinamento con la disciplina bancaria e la disciplina dei gruppi;
effetto: beneficio di entità non significativa per gli emittenti in termini di minori incertezze applicative.
- f) È stata semplificata la disciplina della trasparenza informativa per le operazioni di maggiore rilevanza grazie ad una migliore selezione delle operazioni comunicate;
effetto: riduzione degli oneri informativi per gli emittenti;
effetto: beneficio per gli investitori in termini di maggiore selettività del flusso informativo.

Come argomentato nel corso della relazione, l'insieme di queste modifiche altera la ripartizione dei costi e benefici tra singoli portatori di interessi. In particolare, esso solleva gli emittenti da alcuni dei costi precedentemente prospettati ripartendo i relativi oneri tra l'Autorità di vigilanza e gli investitori. Tuttavia, esso consente di conservare un beneficio netto per il mercato nel suo complesso che è positivo e analogo a quello prevedibile con riferimento alla prima bozza di regolamento posta in consultazione il 9 aprile 2008. Coerentemente con il principio di proporzionalità, inteso come criterio di esercizio del potere adeguato al raggiungimento del fine, la regolamentazione in esame realizza gli obiettivi ad essa sottesi con il minore sacrificio degli interessi dei destinatari.

**SINTESI DELLE PRINCIPALI OSSERVAZIONI TRASMESSE NELLA SECONDA CONSULTAZIONE IN MERITO AL
REGOLAMENTO SULLE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE (agosto-ottobre 2009)**

Tema	Osservazioni	Scelta regolamentare	Valutazioni
Definizione di “parti correlate” (art. 3, lett. a, del Regolamento e Allegato n. 1)	Alcuni accademici (Prof. Ferro-Luzzi, Prof. Pinto) hanno espresso perplessità sul rinvio mobile alla definizione contenuta nello IAS 24, funzionale alla disciplina dell’informativa contabile che persegue diverse finalità. Assonime e alcuni singoli emittenti (Enel, Telecom Italia) hanno, invece, rappresentato di condividere il rinvio allo IAS 24.	È stata accolta l’obiezione circa il rinvio mobile allo IAS. Sono state mutate direttamente nel regolamento Consob le definizioni contenute nello IAS 24 nel testo vigente alla data di entrata in vigore del Regolamento. Nel riprendere le definizioni contenute nello IAS 24 sono stati apportati alcuni marginali adeguamenti al quadro normativo nazionale e introdotte alcune precisazioni. Nel citato Allegato n. 1 sono contenute anche le nozioni - riprese dai principali contabili internazionali vigenti alla data di entrata in vigore del Regolamento - di controllo, individuale e congiunto, di influenza notevole, di dirigenti con responsabilità strategiche e di stretti familiari, funzionali all’individuazione del perimetro delle parti correlate. Infine, come previsto nello IAS 24, anche nell’Allegato n. 1 è stato precisato che nell’individuare le operazioni con parti correlate rilevanti per la disciplina di cui trattasi <i>“l’attenzione deve essere rivolta alla sostanza del rapporto e non semplicemente alla sua forma giuridica”</i>.	Si è ritenuto opportuno evitare che il perimetro delle parti e delle operazioni rilevanti potesse essere modificato automaticamente in caso di variazioni nei principi contabili internazionali che - giustificate dal punto di vista della disciplina contabile - non necessariamente lo sono dal punto di vista della disciplina di trasparenza e correttezza oggetto del Regolamento.

Tema	Osservazioni	Scelta regolamentare	Valutazioni
	Alcune associazioni (ABI, Assosim e Confindustria) hanno chiesto di escludere dalla definizione di parti correlate gli aderenti a patti parasociali aventi ad oggetto una partecipazione complessiva idonea ad esercitare un'influenza dominante sulla quotata, che detengono quote di capitale inferiori a una certa soglia (5% ABI, 10% Assosim, non indicato Confindustria). Gli investitori istituzionali hanno, invece, chiesto di includere espressamente tra le parti correlate i partecipanti a patti, comunque strutturati, che consentano l'esercizio di un controllo congiunto ovvero di un'influenza notevole su una data società (Assogestioni, Hermes, International Corporate Governance Network).	Non è stata accolta la richiesta di escludere dalla nozione di parti correlate gli aderenti a patti parasociali con partecipazioni inferiori ad una certa soglia.	Come illustrato nella Relazione sull'attività di analisi di impatto della regolamentazione, non si è ritenuto possibile individuare in via generale ed astratta nel Regolamento soglie di partecipazioni al di sotto delle quali sia da escludere il potere di esercitare un'influenza (dominante o notevole) sulla gestione della società. Rimane inalterato il compito (già ad oggi adempiuto ai fini della redazione dell'informativa contabile) delle società oggetto di un patto di sindacato di individuare gli aderenti al patto da considerare come parti correlate in quanto soggetti che esercitano il controllo, individuale o congiunto, ovvero un'influenza notevole sulla stessa società.
Definizione di “operazioni con parti correlate” (art. 3, lett. a, del Regolamento e Allegato n. 1)	Alcuni soggetti (Studio legale Biscozzi Nobili) hanno rappresentato l'opportunità di precisare il contenuto della nozione di “operazioni con parti correlate” contenuta nello IAS 24.	Anche per la nozione di “operazione con parti correlate” è stata ripresa direttamente nel regolamento Consob la definizione contenuta nello IAS 24 vigente alla data di entrata in vigore del Regolamento. A tale definizione sono state aggiunte alcune precisazioni per accogliere le richieste di chiarimento pervenute nell'ambito della consultazione. In particolare, è stato precisato che si considerano comunque incluse: (i) le operazioni di fusione e le scissioni per incorporazione realizzate con una parte	Si è ritenuto di fornire tali precisazioni al fine di evitare possibili incertezze nell'applicazione della disciplina.

Tema	Osservazioni	Scelta regolamentare	Valutazioni
		correlata, (ii) le scissioni in senso stretto non proporzionali, (iii) le decisioni relative alle assegnazioni di compensi ai componenti degli organi di amministrazione e controllo e ai dirigenti con responsabilità strategiche.	
Definizione di “operazioni di maggiore rilevanza” (art. 3 e Allegato n. 3)	Confindustria, ABI e Assonime hanno criticato la rigidità dei criteri quantitativi indicati nell'allegato alla bozza di regolamento posta in consultazione e hanno chiesto che la fissazione della soglia di rilevanza delle operazioni venga demandata alle società. Gli investitori istituzionali hanno invece condiviso l'impostazione contenuta nella bozza di regolamento e hanno sottolineato la necessità che sia stabilita una soglia quantitativa certa (Assogestioni, Hermes).	Sono state mantenute nell'Allegato n. 3 del Regolamento le soglie quantitative di rilevanza, ferma restando la facoltà per le società di definire soglie inferiori nelle procedure.	Tale scelta è coerente con l'obiettivo di superare i limiti, mostrati anche dall'analisi dell'esperienza applicativa dell'art. 71-bis RE, delle definizioni di natura meramente qualitativa.
	Il regime di riduzione della soglia delineato nella seconda proposta di regolamentazione per le operazioni con la controllante quotata (1% ovvero 2,5% per le società di minori dimensioni, anziché 5%) è ritenuto eccessivamente drastico e penalizzante per società che sono già oggetto di altre stringenti previsioni (Confindustria, Enel, Telecom Italia).	La soglia per le operazioni con la controllante compiute da società quotate controllate da altre quotate è stata fissata al 2,5% a prescindere delle dimensioni della società.	Considerata l'interazione tra la previsione in esame e le altre previsioni - tra cui il cumulo delle operazioni ai fini della trasparenza - si è voluto ridurre il rischio che, anche per le società di medie/grandi dimensioni, si determini un eccessivo numero di operazioni che singolarmente o cumulativamente superano la soglia di rilevanza.

Tema	Osservazioni	Scelta regolamentare	Valutazioni
	Alcuni soggetti (Assonime, Confindustria, Enel, Telecom Italia) hanno criticato l'indice del controvalore nella parte che richiedeva alle società di considerare <i>“comunque rilevante”</i> un'operazione in cui <i>“non è determinato un valore massimo e non è calcolabile alcuno degli altri indici di rilevanza”</i> , giudicandola arbitraria e penalizzante.	E' stata eliminata la citata previsione contenuta nell'indice del controvalore.	Si è ritenuto che tale previsione, non essendo correttamente formulata, avrebbe potuto ingenerare l'equivoco che qualsiasi operazione - anche quella in cui il controvalore massimo non dovesse oscillare intorno alla soglia di rilevanza - dovesse essere considerata rilevante.
	Alcune osservazioni hanno riguardato i criteri di rilevanza previsti nell'allegato. a) In merito ai criteri quantitativi sono state formulate osservazioni di dettaglio sulle modalità di calcolo degli indici di rilevanza: 1. un emittente (Telecom Italia) ha evidenziato come il riferimento ad un parametro “mobile” per l'individuazione della capitalizzazione (media dei 12 mesi precedenti l'avvio delle trattative), denominatore dell'indice del controvalore, possa presentare difficoltà operative; 2. Assonime e Enel osservano che l'indice dei costi e ricavi (rapporto tra il corrispettivo di acquisti e vendite di beni e servizi e i ricavi della società) valuta congiuntamente operazioni non omogenee (acquisto e vendita).	Sono state accolte molte delle richieste ricevute. a) Gli indici di rilevanza sono stati così modificati: 1. il parametro della capitalizzazione media degli ultimi 12 mesi è stato sostituito con la <i>“capitalizzazione della società rilevata alla chiusura dell'ultimo giorno di mercato aperto compreso nel periodo di riferimento del più recente documento contabile periodico pubblicato.”</i>; 2. è stato eliminato l'indice di rilevanza dei costi e ricavi;	Le modifiche apportate sono state compiute sulla base delle valutazioni che seguono. a) Con riferimento agli indici di rilevanza: 1. è apparso preferibile non fare riferimento ad un parametro mobile di difficile individuazione da parte delle società e richiamare la data di pubblicazione dell'ultima situazione contabile, che costituisce il riferimento anche per gli indici di natura patrimoniale; 2. si è ritenuto di eliminare l'indice dei costi e dei ricavi in quanto non adatto alle società bancarie. Per tali società, infatti, il richiamo al margine di intermediazione, essendo tale valore un “saldo” che in quanto tale può assumere valori relativamente esigui (se non negativi), potrebbe causare un numero

Tema	Osservazioni	Scelta regolamentare	Valutazioni
	b) In merito ai criteri qualitativi, è stato criticato l'obbligo per le società di individuare, accanto a criteri di tipo quantitativo, anche criteri di tipo qualitativo per l'identificazione delle operazioni di maggiore rilevanza, facendo almeno riferimento alle operazioni aventi ad oggetto attività immateriali. In particolare, secondo diversi soggetti (Assonime, Confindustria, Enel, Telecom Italia, Studio legale Galbiati Sacchi e associati) tale richiesta lasciava intendere che tutte le operazioni con parti correlate aventi ad oggetto attività immateriali fossero da considerare rilevanti.	3. un'ulteriore modifica riguarda le società bancarie per le quali nel calcolo dell'indice di rilevanza del controvalore si fa riferimento al patrimonio di vigilanza anziché alla capitalizzazione/patrimonio netto. b) E' stata eliminata la richiesta di individuare criteri di tipo qualitativo mentre è stato richiesto alle società di valutare se individuare soglie di rilevanza quantitative inferiori <i>“per operazioni che possano incidere sull'autonomia gestionale dell'emittente (ad esempio, cessione di attività immateriali quali marchi o brevetti)”</i>.	elevato di operazioni di maggiore rilevanza; 3. la modifica deriva da esigenze di coordinamento con la disciplina in corso di emanazione da parte della Banca d'Italia in attuazione dell'art. 53, comma 4, del d.lgs n. 385/93 (TUB), relativa alle attività di rischio nei confronti di soggetti che possono esercitare un'influenza sulla gestione della banca. b) La scelta è motivata da esigenze di semplificazione e di maggiore coerenza con la preferenza verso criteri quantitativi di più facile e certa applicazione.
	Da parte degli emittenti è stata criticata l'eccessiva estensione della previsione antielusiva del cumulo delle operazioni con una stessa parte correlata (o con	E' stata accolta la richiesta di limitare l'ambito di applicazione del cumulo alle operazioni tra loro omogenee o realizzate in esecuzione di un disegno unitario. È stato	È apparsa condivisibile l'esigenza di semplificazione del monitoraggio delle operazioni da cumulare e del relativo calcolo.

Tema	Osservazioni	Scelta regolamentare	Valutazioni
	soggetti correlati sia a quest'ultima sia alla società) ai fini della disciplina della trasparenza con documento informativo. Viene richiesto che l'ambito di applicazione della previsione sia limitato alle sole operazioni omogenee o legate da un disegno unitario (Assonime, ABI, Confindustria, Enel, Telecom Italia, Studio legale Clifford Chance).	inoltre chiarito nell'Allegato 3 come si calcola il superamento delle soglie di rilevanza in caso di cumulo delle operazioni.	
Definizione di “operazioni ordinarie” (nelle bozze in consultazione “operazioni atipiche o inusuali”) (art. 3)	L'ABI ha chiesto di rimettere l'identificazione dei criteri di “tipicità” alle società o, in alternativa, di adottare una definizione di “operazioni ricorrenti” che identifichi “le operazioni poste in essere con carattere di ricorrenza nel corso dell'ordinaria attività aziendale regolate a condizioni di mercato dalle quali originano, rispettivamente, ricavi e costi di esercizio della gestione caratteristica”. Anche alcuni investitori istituzionali (Hermes, AIAF) hanno suggerito di adottare una definizione simile a quella proposta dall'ABI più vicina a quella prevista dall'ordinamento inglese. Diversi soggetti (Assonime, Confindustria, Assogestioni, Hermes) hanno sottolineato la necessità di eliminare alcune ambiguità ancora presenti nella definizione di “operazioni atipiche o inusuali”.	E' stata introdotta una nuova definizione di “operazioni ordinarie” che sono “ <i>le operazioni che rientrano nell'ordinario esercizio dell'attività operativa e della connessa attività finanziaria</i> ”. Per tali operazioni, se effettuate a condizioni equivalenti a quelle di mercato, è possibile disapplicare, in tutto o in parte, la disciplina regolamentare (ferma l'informativa contabile <i>ex</i> direttiva <i>Transparency</i> di cui all'art. 5, comma 8, del Regolamento).	Il richiamo alle operazioni “che non siano atipiche o inusuali” è stato sostituito con il riferimento alle “operazioni ordinarie”. La nuova definizione identifica in positivo le operazioni potenzialmente oggetto dell'esenzione ed è ritenuta più circoscritta e chiara, grazie al riferimento a concetti tratti dai principi contabili internazionali e, quindi, già noti alle stesse società.
Definizione di “amministratori/consiglieri di	Diversi consultati (Confindustria, Assonime, ABI, Enel e Borsa Italiana) hanno condiviso la scelta contenuta nella	E' stata modificata la definizione di amministratori/consiglieri indipendenti prevedendo che sono indipendenti ai fini	Si è ritenuto condivisibile l'obiettivo di favorire la convergenza verso la definizione di indipendenza contenuta nel Codice di

Tema	Osservazioni	Scelta regolamentare	Valutazioni
gestione/ consiglieri di sorveglianza indipendenti” (art. 3)	seconda bozza di regolamento di rimettere alle società la definizione dei requisiti di indipendenza, tenendo conto dei requisiti previsti dal TUF, dal Codice di Autodisciplina o da normative settoriali. Molti soggetti hanno, invece, richiesto un esplicito rinvio ai requisiti di indipendenza del Codice di Autodisciplina, osservando che l'impostazione attuale rischia di determinare una moltiplicazione delle nozioni di indipendenza e non è efficace nell'indurre gli emittenti ad allinearsi, come auspicato dalla Consob, ai requisiti del Codice (Assogestioni, AIAF, Nedcommunity, International Corporate Governance Network, Hermes, Risk Metrics Group, Studio legale CGSH).	del Regolamento: - gli amministratori/consiglieri in possesso dei requisiti previsti dall'art. 148 del TUF e degli eventuali ulteriori requisiti individuati nelle procedure o stabiliti da normative di settore eventualmente applicabili; - per le società che dichiarino nella “Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari” di cui all'art. 123-bis del TUF di aderire a un codice di comportamento in materia di governo societario promosso da società di gestione dei mercati regolamentati o da associazioni di categoria, gli amministratori/consiglieri che siano stati riconosciuti indipendenti dalle società ai sensi del medesimo codice, a condizione che i requisiti di indipendenza indicati da tale codice siano almeno equivalenti a quelli previsti dall'art. 148 del TUF.	Autodisciplina e al contempo di fissare un “requisito minimo” di indipendenza, quello del TUF, che rappresenti un <i>floor</i> anche per le società con azioni diffuse.
Composizione del comitato di amministratori indipendenti (artt. 4, 7 e 8)	Diversi soggetti (Assonime, Confindustria, Enel, Telecom Italia, Studio legale Biscozzi Nobili) hanno ritenuto eccessiva la previsione che il comitato coinvolto nelle procedure sia composto esclusivamente da amministratori indipendenti. È stato richiesto di modificare tale requisito nel senso di richiedere che gli indipendenti rappresentino la maggioranza del comitato, anche per consentire l'utilizzo di comitati già esistenti (Comitato per il	La richiesta è stata parzialmente accolta. Per le operazioni di minore rilevanza è previsto il rilascio di un parere non vincolante da parte di un comitato composto da soli amministratori non esecutivi in maggioranza indipendenti. Per l'approvazione delle procedure (art. 4) e per le procedure da applicare alle operazioni di maggiore rilevanza (art. 8) è stato invece mantenuto il coinvolgimento di un comitato composto da soli	Si è ritenuto di non consentire per le operazioni di maggiore rilevanza (così come per l'approvazione delle procedure) la presenza nel comitato di amministratori non indipendenti per non limitare l'autonomia di giudizio dello stesso comitato a cui, in tali operazioni, viene attribuito un ruolo molto incisivo (coinvolgimento nelle trattative e parere vincolante). Per le operazioni di minore rilevanza, appare invece ragionevole consentire l'utilizzo dei comitati già

Tema	Osservazioni	Scelta regolamentare	Valutazioni
	controllo interno e Comitato remunerazione raccomandati dal Codice di Autodisciplina).	amministratori indipendenti.	presenti in considerazione della natura non vincolante del parere e della presumibile maggior frequenza di tali operazioni.
Informazioni al pubblico sulle operazioni con parti correlate (art. 5)	E' stato richiesto (Confindustria, Enel, Telecom Italia) di prevedere termini più lunghi per la pubblicazione del documento informativo per le operazioni di maggiore rilevanza (nella bozza oggetto della seconda consultazione erano previsti 5 giorni ovvero 10 giorni in caso di cumulo delle operazioni).	I termini di pubblicazione del documento informativo per le operazioni di maggiore rilevanza sono stati allungati: 7 giorni di calendario <i>“dall’approvazione dell’operazione da parte dell’organo competente a deliberare ovvero qualora l’organo competente deliberi di presentare una proposta contrattuale, al momento in cui il contratto, anche preliminare, sia concluso in base alla disciplina applicabile”</i> ; 15 giorni in caso di cumulo di più operazioni con una stessa parte correlata o con soggetti correlati a quest’ultima e alla società.	Le modifiche apportate tengono conto delle esigenze manifestate dagli emittenti di avere più tempo per la predisposizione del documento informativo, soprattutto nelle ipotesi di cumulo di più operazioni, nonché dell’esigenza di dare al mercato un’informativa il più possibile completa e tempestiva sulle operazioni di maggiore rilevanza.
Procedura per le operazioni di minore rilevanza (art. 7)	ABI chiede di non prevedere alcuna procedura per le operazioni non rilevanti (ora di “minore rilevanza”). Lo stesso avviso è stato manifestato da un accademico (Prof. Montalenti).	Tale richiesta non è stata accolta. Le operazioni soggette alla disciplina meno rigorosa (art. 7) sono state più propriamente definite come operazioni “di minore rilevanza” (invece che “non rilevanti”).	Non appare nello spirito (né nella lettera) della delega dell’art. 2391-bis c.c. una limitazione della disciplina alle sole operazioni di maggiore rilevanza. Le operazioni di minore rilevanza sono di entità comunque superiore alla soglia di “esiguità” individuata liberamente dalle società (alle operazioni di importo esiguo può non essere applicata alcuna disciplina).
	Confindustria, Assonime e ABI ritengono eccessivamente oneroso che gli amministratori indipendenti possano avvalersi nelle operazioni di minore rilevanza di “uno o più esperti	Tale richiesta è stata parzialmente accolta. Infatti, solo per le operazioni di minore rilevanza è previsto che le procedure possano determinare un ammontare massimo di spesa, riferito a ciascuna singola	Per venire incontro alle esigenze di riduzione dei costi delle società, è stata introdotta la facoltà di porre dei limiti alle spese per le sole operazioni meno rilevanti. Tuttavia anche per tali operazioni non si è

Tema	Osservazioni	Scelta regolamentare	Valutazioni
	indipendenti” a spese della società. Si suggerisce di consentire alle società di fissare limiti di <i>budget</i> o di escludere del tutto la facoltà di avvalersene per operazioni di minore rilevanza.	operazione, per il servizio reso dagli esperti indipendenti. Tale ammontare potrà essere individuato in valore assoluto o in proporzione rispetto al controvalore dell’operazione. Per le operazioni di maggiore rilevanza non possono essere invece posti limiti di spesa.	consentito di prevedere un limite di <i>budget</i> complessivo per permettere comunque agli amministratori indipendenti di avvalersi - per operazioni che benché di minore entità potrebbero presentare complessità - della consulenza di un esperto nei limiti delle spese previste nelle procedure.
Coinvolgimento degli amministratori indipendenti nelle trattative in caso di operazioni di maggiore rilevanza (art. 8)	Gli emittenti (Assonime, ABI, Confindustria, Telecom Italia) e diversi esperti (Studio legale CGSH, Studio legale Galbiati Sacchi e associati, Prof. Montalenti, Prof. Pinto) hanno criticato la possibilità degli amministratori indipendenti di partecipare personalmente alle trattative prevista nella seconda bozza di regolamento in consultazione. Ciò in quanto si attribuisce agli stessi indipendenti un compito estraneo alle loro funzioni tipiche che potrebbe incidere sul regime della responsabilità personale nonché sui compensi, con maggiori oneri per le società. Si chiede che la partecipazione alle trattative si realizzi solo mediante flussi informativi. Nedcommunity considera invece imprescindibile, al fine di ridurre le asimmetrie informative tra esecutivi e non esecutivi e per consentire un contributo consapevole degli indipendenti, che la versione finale del Regolamento preveda sia la facoltà di quest’ultimi ad essere presenti alle trattative sia il diritto di	Alcune delle osservazioni sono state accolte. L’art. 8 del Regolamento prevede il “coinvolgimento” di un comitato di soli indipendenti (con facoltà di delega ad alcuni di essi) nelle trattative e nella fase istruttoria. Tale coinvolgimento avviene attraverso <i>“la ricezione di un flusso informativo completo e tempestivo e la facoltà di chiedere informazioni e formulare osservazioni agli organi delegati e ai soggetti incaricati della conduzione delle trattative o dell’istruttoria”</i> .	Si è ritenuto di accogliere la richiesta di non richiedere la “partecipazione” personale degli indipendenti alle trattative ma un mero coinvolgimento informativo di quest’ultimi, per meglio definire ruoli e responsabilità di tali amministratori rispetto agli amministratori esecutivi. Il coinvolgimento informativo risulta comunque funzionale all’acquisizione delle informazioni necessarie per poter concorrere nella fase successiva in modo consapevole e responsabile all’espressione del parere vincolante. Resta ferma facoltà delle procedure di prevedere l’eventuale partecipazione personale alle trattative degli indipendenti designati. Non si ritiene, infatti, che la presenza fisica degli indipendenti alle trattative, finalizzata all’acquisizione diretta delle informazioni, possa snaturare il ruolo degli stessi facendo acquisire loro la qualifica di <i>executive</i> : a conferma di ciò si rammenta che nel vigente Codice di Autodisciplina è espressamente indicato, tra le <i>best practices</i> segnalate per assicurare la

Tema	Osservazioni	Scelta regolamentare	Valutazioni
	ricevere costantemente informazioni e di poter formulare osservazioni.		correttezza sostanziale delle operazioni con parti correlate, il ben più pregnante “ <i>affidamento delle trattative ad uno o più amministratori indipendenti</i> ” e, nello stesso tempo, è prevista la possibilità di considerare come non esecutivi ed indipendenti anche gli amministratori che fanno parte di un comitato esecutivo.
Applicazione dei meccanismi di <i>whitewash</i> alle delibere assembleari (art. 11)	Gli emittenti hanno criticato i meccanismi di <i>whitewash</i> , ritenuti di dubbia legittimità (Assonime, Confindustria, ABI, Telecom Italia). Dello stesso avviso è un accademico (Prof. Montalenti). Gli investitori istituzionali al contrario hanno chiesto che essi non siano limitati alle sole operazioni su cui gli amministratori indipendenti abbiano espresso parere negativo (Risk Metrics Group).	Le osservazioni critiche non sono state accolte. È stato confermato il sistema delineato dalla seconda proposta di regolamentazione che applica il c.d. <i>whitewash</i> alle sole operazioni di maggiore rilevanza sulle quali sia stato espresso un parere negativo degli indipendenti.	Il <i>whitewash</i> è un meccanismo deliberativo volto ad evitare che l’esito della votazione sia determinato da soci parti correlate nell’operazione e si è ritenuto che lo stesso possa costituire un efficace presidio della correttezza sostanziale delle operazioni di maggiore rilevanza nelle ipotesi in cui gli amministratori indipendenti abbiano già espresso un parere negativo. Tale meccanismo, inoltre, non prevede alcun obbligo di astensione dal voto a carico delle parti correlate nell’operazione, in linea con quanto previsto dalla disciplina civilistica in materia di conflitti di interesse: per il compimento dell’operazione è, infatti, richiesto oltre all’approvazione secondo le maggioranze di legge, che sull’operazione non abbia votato contro la maggioranza dei soci non correlati presenti in assemblea. Si ricorda peraltro che un meccanismo analogo è già stato utilizzato su base volontaria da alcune quotate per l’approvazione di alcune rilevanti operazioni straordinarie.
	Per evitare di rimettere a minoranze esigue	Le obiezioni sono state accolte. Nel	È stata condivisa l’obiezione che la

Tema	Osservazioni	Scelta regolamentare	Valutazioni
	un potere di veto sull’approvazione di operazioni di maggiore rilevanza la seconda bozza di regolamentazione prevedeva la facoltà di applicare il meccanismo del <i>whitewash</i> solo qualora si fosse espressa in assemblea una percentuale minima di soci non correlati stabilita dalla stessa società. Molti soggetti (Assogestioni, AIAF, International Corporate Governance Network, Hermes, Risk Metrics Group, Studio legale Biscozzi Nobili, Avv. Carlo Aime) hanno criticato la scelta di rimettere alle società la determinazione di tale percentuale. Lo Studio legale CGSH ha suggerito di fissare un tetto massimo all’individuazione della quota da parte delle società.	Regolamento è previsto che le procedure possono prevedere l’applicazione del citato meccanismo solo qualora i soci non correlati presenti in assemblea rappresentino una quota minima del capitale con diritto di voto “<i>comunque non superiore al dieci per cento</i>”.	previsione posta in consultazione potesse incentivare le società a fissare soglie talmente alte da rendere di fatto non operativo il meccanismo del <i>whitewash</i>.
Esclusione per operazioni urgenti (art. 11, comma 5, per operazioni di competenza assembleare; art 13, comma 6, per le altre operazioni)	La facoltà di esclusione per le operazioni urgenti viene ritenuta una pericolosa via di fuga (Assogestioni, AIAF, Studio legale Galbiati Sacchi e associati). Viene pertanto richiesto di fare maggiore chiarezza: (i) sui casi di urgenza, al fine di circoscrivere o meglio definire il campo di applicazione dell’esenzione in esame (AIAF); (ii) su chi abbia il compito di classificare un’operazione come urgente (Risk Metrics Group).	Rispetto alla bozza di regolamento oggetto della seconda consultazione sono stati aggiunti ulteriori condizioni per l’adozione della “procedura d’urgenza”. In particolare: - mentre per beneficiare delle altre facoltà di esclusione previste dagli artt. 13 e 14 è ora richiesta esclusivamente una previsione nell’ambito delle procedure, per beneficiare della “procedura d’urgenza” è stata mantenuta la richiesta di una specifica previsione statutaria; - per le operazioni di competenza assembleare, considerato che sono le operazioni che possono più direttamente	Si è concordato con la necessità di prevedere ulteriori condizioni per l’utilizzo della c.d. procedura d’urgenza per evitare un uso strumentale della stessa.

Tema	Osservazioni	Scelta regolamentare	Valutazioni
		incidere sulla struttura di una società (si pensi, ad esempio, ad una fusione o ad un aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione), è stato limitato l'utilizzo di tale facoltà ai soli <i>“casi di urgenza collegati a situazioni di crisi aziendali”</i> (cfr. art. 11, comma 5); - per le operazioni non di competenza assembleare, è previsto, in aggiunta agli altri presidi stabiliti dall'art. 13, comma 6, che, qualora l'operazione da compiere ricada nelle competenze di un consigliere delegato o del comitato esecutivo, il presidente dell'organo amministrativo ne sia informato prima del compimento dell'operazione.	
Esclusione per operazioni soggette all'art. 136 TUB (art. 13, comma 5)	ABI e Assosim richiedono di escludere le operazioni soggette all'art. 136 del TUB (operazioni con esponenti bancari) dalle previsioni procedurali e di trasparenza tempestiva in quanto la disciplina legislativa già assicurerebbe sufficienti presidi per gli investitori (delibera all'unanimità dell'organo amministrativo e voto favorevole di tutti i componenti dell'organo di controllo).	La richiesta non è stata accolta. È stato confermata la disciplina sottoposta alla seconda consultazione.	Si è ritenuto insufficiente un presidio riguardante la sola fase “deliberativa”, se non accompagnato da ulteriori mezzi a disposizione degli amministratori indipendenti funzionali all'acquisizione di un'adeguata informazione (a seconda della rilevanza dell'operazione). Ciò anche considerato che, come indicato nelle Istruzioni di Vigilanza della Banca d'Italia, in forza dell'art. 136 del TUB le operazioni possono comunque essere deliberate anziché dall'intero organo amministrativo anche dal comitato esecutivo <i>“qualora le funzioni di gestione siano per statuto delegate in via ordinaria ad un organo ristretto”</i> e che l'unanimità prescritta

Tema	Osservazioni	Scelta regolamentare	Valutazioni
			dall'art. 136 del T UB <i>“non è condizionata alla presenza di tutti i componenti l'organo di amministrazione, essendo sufficienteche tutti i presenti.....votino a favore dell'operazione”</i> (cfr. Istruzioni di vigilanza, Titolo II, Capitolo 3, Sezione II, par. 1). Non si è inoltre ritenuta condivisibile la richiesta di derogare al regime di trasparenza tempestiva per le operazioni di maggiore rilevanza.
Esclusione per remunerazioni ad esponenti aziendali (13, commi 1 e 3, lett. a e b)	In materia di compensi, la proposta sottoposta alla seconda consultazione prevedeva: - l'esclusione dall'applicazione della disciplina per i compensi deliberati in misura fissa dall'assemblea per tutti gli amministratori e i compensi per amministratori con particolari cariche per le quali l'assemblea abbia fissato un limite massimo complessivo; - la facoltà per le società di escludere dalla disciplina, in tutto o in parte (ferma l'informativa contabile ex art. 5, comma 8, del Regolamento), le assegnazioni di <i>stock option</i> già soggette alla disciplina di cui all'art. 114-bis TUF (documento informativo e approvazione assembleare). Non sono pervenute specifiche osservazioni su tali previsioni nell'ambito della pubblica consultazione tuttavia sono	E' stata ampliata la facoltà di derogare, anche parzialmente, all'applicazione del Regolamento (ferma la disciplina dell'art. 5, comma 8) con riferimento alle remunerazioni. In particolare, è stata introdotta la facoltà di esclusione anche per le deliberazioni del consiglio di amministrazione (o del consiglio di sorveglianza) relative ai compensi per gli amministratori (o i consiglieri di gestione) investiti di particolari cariche e per i dirigenti con responsabilità strategiche a condizione che: - la società abbia adottato una politica di remunerazione; - nella definizione della politica di remunerazione sia stato coinvolto un comitato costituito esclusivamente da amministratori o consiglieri non esecutivi in maggioranza indipendenti; - sia stata sottoposta all'approvazione o al voto consultivo dell'assemblea una	Tale modifica, volta al coordinamento con la disciplina bancaria, consente alle banche con azioni quotate o diffuse, già soggette alla disciplina della Banca d'Italia in materia di remunerazione, di non applicare la disciplina Consob in materia di operazioni con parti correlate. Al contempo, tale modifica dovrebbe incentivare le altre società quotate ad adottare una politica di remunerazione con il coinvolgimento degli indipendenti e dell'assemblea, in linea con le raccomandazioni europee in materia (cfr. raccomandazioni della Commissione europea 2004/913/CE e 2009/385/CE) e con le nuove previsioni del Codice di autodisciplina delle società quotate approvate nel marzo 2010 (cfr. nuovo art. 7 del Codice).

Tema	Osservazioni	Scelta regolamentare	Valutazioni
	emerse esigenze di un migliore coordinamento con la disciplina bancaria in materia di compensi.	relazione che illustri la politica di remunerazione; - la remunerazione assegnata sia coerente con tale politica. Con delibera n....del....sono state introdotte nel Regolamento ulteriori ipotesi di esclusione in materia di compensi: - il caso di esclusione dall'applicazione delle disposizioni del Regolamento per le deliberazioni assembleari di cui all'articolo 2402 del codice civile, relative ai compensi spettanti ai membri del collegio sindacale e del consiglio di sorveglianza (art. 13, comma 1); - la facoltà di escludere dall'applicazione della disciplina le deliberazioni con cui il consiglio di sorveglianza determina in via generale il compenso dei consiglieri di gestione, alle stesse condizioni sopra indicate previste per le delibere relative ai compensi degli amministratori o consiglieri di gestione investiti di particolari cariche e per i dirigenti con responsabilità strategiche (art. 13, comma 3, lett. b).	Tali ulteriori ipotesi di esclusioni relative ai compensi deliberate dall'assemblea per i componenti degli organi di controllo e per i compensi deliberati da consiglio di sorveglianza per i consiglieri di gestione sono state introdotte per identità di <i>ratio</i> con le altre ipotesi di esclusione connesse ai compensi già previste nel Regolamento adottato con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010
Esclusione per operazioni compiute sulla base di istruzioni di Autorità di vigilanza con finalità di	La bozza di regolamento sottoposta all'ultima consultazione prevedeva che alle operazioni di maggiore rilevanza compiute sulla base di istruzioni di Autorità di vigilanza con finalità di stabilità fossero applicabili le procedure meno rigorose, previste per le operazioni	Per tali operazioni, sia di maggiore che di minore rilevanza, il Regolamento ora prevede che siano disapplicate tutte le disposizioni relative alle procedure, ferma la disciplina della trasparenza per quelle di maggiore rilevanza.	Tale modifica è dovuta ad esigenze di coordinamento con le discipline che perseguono finalità di stabilità.

Tema	Osservazioni	Scelta regolamentare	Valutazioni
stabilità (art. 13, comma 4)	di minore rilevanza (in sostanza un parere non vincolante di un comitato composto a maggioranza da indipendenti). Non sono pervenute specifiche osservazioni su tali previsioni nell’ambito della pubblica consultazione tuttavia sono emerse esigenze di coordinamento con discipline di settore.		
Esclusione per operazioni con/tra controllate e con collegate (art. x.10, comma2)	L’ABI ha chiesto di uniformare i regimi delle operazioni con/tra controllate e con collegate, consentendo l’esclusione per le operazioni con collegate a prescindere dalla circostanza che esse siano non atipiche o inusuali e concluse a condizioni di mercato.	La richiesta è stata accolta. Le condizioni previste per esentare le operazioni compiute con società collegate sono equivalenti a quelle previste per le operazioni con/tra società controllate semplificando la disciplina.	Si è ritenuto di accogliere la richiesta in considerazione della mancanza di incentivi a trasferire ricchezza in società collegate, salva l’esistenza di interessi significativi di altre parti correlate, condizione che preclude l’applicazione dell’esclusione come per le operazioni con/tra società controllate (anche società controllate congiuntamente e società controllate con partecipazioni inferiori al 50%).
Maggioranza di amministratori indipendenti nei CdA delle società soggette a direzione e coordinamento di altra società quotata (art. 37 Regolamento Mercati)	Alcuni emittenti e associazioni (Assonime, Confindustria, Enel, Telecom Italia, AIAF) hanno rappresentato che la previsione, per le società soggette a direzione e coordinamento controllate da altra quotata, di un organo amministrativo composto in maggioranza da amministratori indipendenti rischi di impedire l’esercizio effettivo dell’attività di direzione e coordinamento. Gli stessi hanno evidenziato il rischio di disincentivare l’emersione del fenomeno della direzione e coordinamento, e di	È stata confermata la disciplina già sottoposta alla consultazione del mercato.	Come più ampiamente indicato nella Relazione sull’analisi di impatto della regolamentazione, le società soggette direzione e coordinamento di un’altra quotata sono strutturalmente più esposte al rischio di comportamenti espropriativi. La composizione del CdA con una maggioranza di indipendenti, essendo già adottata da circa un terzo delle società interessate, non appare incompatibile con l’esercizio della direzione e coordinamento. Infatti, l’essere qualificato come amministratore indipendente non comporta

Tema	Osservazioni	Scelta regolamentare	Valutazioni
	impedire quindi ai soci di minoranza di avvalersi delle garanzie concesse loro dalla disciplina civilistica.		che tale amministratore, qualora inserito in una realtà di gruppo, non possa attenersi alle direttive eventualmente espresse dalla società che esercita l'attività di direzione e coordinamento come farebbe un qualsiasi altro amministratore ma semplicemente che lo stesso - per l'assenza di alcuni specifici legami (patrimoniali, professionali, familiari) con la società, gli amministratori esecutivi e i soci di riferimento della società - abbia in astratto una maggiore autonomia di giudizio nel valutare l'interesse della società al compimento di un'operazione, soprattutto con parti correlate, anche alla luce, se del caso, dei vantaggi complessivi derivanti dall'appartenenza al medesimo gruppo.
Procedure per le società che adottano il sistema dualistico (Allegato n. 2)	Alcuni consultati (Assonime, Nedcommunity) hanno criticato l'eccessiva complessità e articolazione della disciplina contenuta nella seconda bozza di regolamentazione che prevedeva due modelli diversi a seconda della presenza o meno di consiglieri di gestione indipendenti: un modello per le società che hanno almeno tre consiglieri di gestione indipendenti dove si valorizzava il ruolo di quest'ultimi e un modello per le società con consigli di gestione costituiti da soli esecutivi (o comunque con meno di tre indipendenti) dove si valorizzava il ruolo dei consiglieri di sorveglianza.	Sono state accolte le osservazioni. Come per il sistema tradizionale e il monistico, anche per il dualistico sono state riformulate le disposizioni distinguendo tra procedure per operazioni di maggiore o minore rilevanza, con l'aggiunta di una disciplina specifica per le operazioni strategiche per le quali è prevista la competenza deliberativa del consiglio di sorveglianza ai sensi dell'art. 2409-terdecies, lett. f)-bis, del codice civile. Come richiesto da alcuni soggetti consultati la nuova regolamentazione valorizza in primo luogo il ruolo dei consiglieri di	Per venire incontro alle esigenze di chiarezza e semplificazione, per il sistema di amministrazione e controllo dualistico è stato eliminato ogni rinvio alle disposizioni previste per il sistema tradizionale "in quanto compatibili" e sono state individuate in modo dettagliato tutte le disposizioni applicabili. Considerato il ruolo meno invasivo assegnato agli indipendenti nelle trattative (coinvolgimento informativo nelle trattative

Tema	Osservazioni	Scelta regolamentare	Valutazioni
	Gli stessi soggetti hanno richiesto che la semplificazione vada nella direzione di attribuire maggiori competenze al consiglio di sorveglianza o ad un comitato costituito al suo interno.	sorveglianza indipendenti (per le società che dichiarano di aderire al Codice di autodisciplina saranno quelli individuati come indipendenti ai sensi del medesimo Codice), a prescindere se la società abbia o meno un numero congruo di consiglieri di gestione indipendenti. Nel caso in cui si attribuisca un ruolo ai consiglieri di sorveglianza indipendenti è stata introdotta la facoltà anche per quest'ultimi (nella bozza in consultazione tale facoltà era prevista solo per i consiglieri di gestione indipendenti) di essere coinvolti nelle trattative con la ricezione di un flusso informativo e la facoltà di chiedere informazioni e formulare osservazioni. Rimane comunque la facoltà per le società che hanno consiglieri di gestione indipendenti di avvalersi di tali soggetti ai fini delle procedure in esame. In particolare, per le operazioni di maggiore rilevanza è tra l'altro previsto, oltre al coinvolgimento informativo degli indipendenti (consiglieri di gestione o consiglieri di sorveglianza) nelle trattative e alla competenza a deliberare dell'intero consiglio di gestione: - che l'operazione sia approvata dal consiglio di gestione previo parere preventivo non vincolante di un comitato di	e non più partecipazione alla conduzione delle trattative), si è ritenuto di ridurre le differenze tra i sistemi tradizionale e dualistico, attribuendo anche ai consiglieri di sorveglianza indipendenti non correlati (o meglio ad alcuni di essi facenti parte di un comitato) il potere di assistere alle trattative al fine di ricevere fin dall'origine dell'operazione un adeguato flusso informativo necessario per l'espressione del parere. In tal modo si riduce altresì l'incentivo all'utilizzo del dualistico per poter beneficiare di una disciplina meno rigorosa rispetto a quella prevista per il sistema tradizionale. A differenza di quanto accade per il sistema tradizionale non è previsto che il comitato interno al consiglio di sorveglianza possa esprimere un parere vincolante sull'operazione di maggiore rilevanza. Ciò in quanto la disciplina del codice civile sembra consentire un potere di veto al consiglio di sorveglianza (e quindi a comitati costituiti al suo interno) sulle sole operazioni strategiche e sui soli piani

Tema	Osservazioni	Scelta regolamentare	Valutazioni
		indipendenti interno al consiglio di sorveglianza; - benché il citato parere non sia vincolante, a presidio della correttezza dell'operazione, è previsto che qualora il consiglio di gestione approvi un'operazione in presenza di un parere contrario del comitato interno al consiglio di sorveglianza, l'operazione, <i>“ferma l'efficacia della stessa, sia successivamente oggetto di una deliberazione non vincolante dell'assemblea ordinaria, da convocarsi senza indugio”</i>. Degli esiti del voto dovrà essere data tempestiva informativa al mercato con particolare riguardo al voto espresso dai soci “non correlati”; - qualora l'emittente preferisca affidare i presidi di correttezza dell'operazione ai consiglieri di gestione eventualmente presenti, è previsto che le procedure possano consentire al consiglio di gestione di approvare l'operazione nonostante il parere negativo dei consiglieri di gestione indipendenti purché, in alternativa: i) sull'operazione esprima un preventivo parere non vincolante un comitato di indipendenti costituito all'interno del consiglio di sorveglianza ¹; ovvero ii) l'operazione, ferma l'efficacia della stessa,	industriali e finanziari ai sensi del citato art. 2409-terdecies, lett. f-bis), del codice civile). In caso di parere negativo degli indipendenti si è ritenuto di non prevedere un potere di autorizzazione in capo all'assemblea in quanto il codice civile (cfr. artt. 2364 e 2364-bis c.c.), a differenza di quanto accade per il sistema tradizionale, non prevede espressamente tale possibilità per il sistema dualistico: ciò ha indotto la maggior parte degli interpreti a ritenere tale via preclusa per il sistema dualistico. In caso di parere negativo del comitato di consiglieri indipendenti è, quindi, prevista la convocazione senza indugio di un'assemblea che, ferma l'efficacia dell'operazione, delibererà sull'operazione con un voto non vincolante con un effetto meramente reputazionale.

¹ Il parere del consiglio di sorveglianza non può impedire il compimento dell'operazione deliberata dal consiglio di gestione neppure in presenza di un parere negativo dei consiglieri di gestione indipendenti: ciò in quanto, come detto, il codice civile risulta attribuire al consiglio di sorveglianza un potere di veto in merito alle delibere del consiglio di gestione solo con riferimento alle operazioni e ai piani previsti dall'articolo 2409-terdecies, lett. f-bis), del codice civile.

Tema	Osservazioni	Scelta regolamentare	Valutazioni
		sia successivamente sottoposta al voto non vincolante di una assemblea ordinaria da convocarsi senza indugio, con informativa al mercato sugli esiti del voto. Infine, con riferimento alle operazioni strategiche su cui è chiamato a deliberare il consiglio di sorveglianza ai sensi del citato 2409-terdecies, lett. f-bis) del codice civile, si è cercato di evitare la duplicazione delle procedure che deriverebbe dalla loro applicazione a ciascuno degli organi coinvolti nel processo decisionale. In particolare: i) il Regolamento non tiene in considerazione la distinzione tra i due modelli di <i>governance</i> dualistica (con o senza consiglieri di gestione indipendenti) attribuendo un ruolo ai soli consiglieri di sorveglianza indipendenti; ciò in quanto le particolari competenze del consiglio di sorveglianza renderebbero ridondante un ruolo di garanzia attribuito anche ai consiglieri di gestione eventualmente presenti; ii) la procedura prevista corrisponde a quella dettata per le operazioni di maggiore rilevanza per società che valorizzano i consiglieri di sorveglianza indipendenti, con la significativa differenza che in questo caso è la legge stessa ad assegnare al consiglio di sorveglianza il potere di impedire il	

Tema	Osservazioni	Scelta regolamentare	Valutazioni
		compimento dell'operazione deliberata dal consiglio di gestione. Pertanto, si richiede al consiglio di sorveglianza di deliberare previo parere vincolante di un comitato di soli indipendenti non correlati costituito al suo interno. Le procedure possono peraltro prevedere che il consiglio di sorveglianza possa approvare l'operazione strategica nonostante il parere negativo del comitato purché tale operazione, ferma l'efficacia della stessa, sia successivamente sottoposta al voto non vincolante di una assemblea ordinaria da convocarsi senza indugio, con <i>disclosure</i> sugli esiti del voto.	