

30 giugno 2008

VIA E-MAIL

Commissione Nazionale per le Società e la Borsa
Divisione Studi Giuridici
Via G. B. Martini, n. 3
00198 – ROMA

Oggetto: Commenti al documento di consultazione in materia di
operazioni con parti correlate

1. Osservazioni generali

Desideriamo ringraziare codesta Commissione per l'opportunità di rappresentare i nostri commenti al documento di consultazione pubblicato in data 9 aprile 2008 (il "Documento"), contenente proposte di definizione dei principi generali in tema di trasparenza e correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate in attuazione della delega contenuta nell'art. 2391-*bis* c.c., nonché di modifica della disciplina regolamentare vigente in materia di trasparenza informativa sulle operazioni con parti correlate.

Innanzitutto, intendiamo manifestare il nostro apprezzamento per la dettagliata analisi svolta da codesta Commissione, che appare sufficientemente esaustiva sia con riguardo alla disamina della normativa vigente, sia con riguardo alla disamina degli ordinamenti stranieri considerati.

Condividiamo l'impostazione, adottata dalla Commissione, di riservare, nell'ambito dell'intervento regolamentare in oggetto, un'importanza fondamentale alle indicazioni dell'analisi economica e alle valutazioni costi – benefici.

Nel merito, esprimiamo, in linea generale, una forte approvazione per le proposte regolamentari formulate da codesta Commissione. È noto che le operazioni con parti correlate presentano rilevanti profili di delicatezza per gli inevitabili conflitti di interesse che comportano. Tali operazioni rappresentano una delle principali modalità di "estrazione" di benefici privati dalle società e di "espropriazione" degli azionisti di minoranza. Il mercato italiano, peraltro, è caratterizzato da società con assetti proprietari concentrati e da una fitta rete di partecipazioni reciproche i cui effetti sono potenziati dalla diffusione dei sindacati di voto. Riteniamo, pertanto, che in Italia le operazioni con parti correlate si caratterizzano per

un maggior livello di criticità. In tale quadro, la proposta regolamentare in esame, che si muove lungo il doppio binario della trasparenza nei confronti del mercato e di principi di revisione sostanziale delle decisioni da parte di soggetti con minore esposizione a conflitti d'interessi, non può che essere salutata con assoluto favore da parte di investitori istituzionali.

In chiave costruttiva, ci pare opportuno, tuttavia, esprimere qualche considerazione critica relativa ad alcuni aspetti specifici della disciplina proposta.

2. Commenti alla bozza di articolato

2.A. Definizione di “parte correlata”

La definizione di “parte correlata” di cui all’art. 2.1.h della proposta regolamentare richiama direttamente il contenuto dello IAS 24. L’art. x.1.2 prevede che le società debbano valutare se individuare come parti correlate rilevanti ulteriori soggetti rispetto a quelli individuati dallo IAS 24, tenendo conto, tra l’altro, degli assetti proprietari.

Al fine di limitare le aree di incertezza e garantire che le disposizioni in commento vengano applicate in maniera uniforme da parte di tutte le società quotate, riteniamo che sia opportuno ridurre il più possibile la discrezionalità degli emittenti nella valutazione dei soggetti che costituiscono “parti correlate”.

In particolare sarebbe opportuno chiarire che al novero delle “parti correlate” debbano essere in ogni caso ricondotti i partecipanti a patti parasociali che consentono di controllare la società emittente o la sua controllante. In tal senso sembrano deporre le indicazioni della stessa Commissione che, a pag. 59 – 60 del Documento, precisa: *“una società potrebbe, ad esempio, stabilire che i soggetti che controllano congiuntamente, tramite patto, una società che esercita un’influenza notevole sulla quotata, siano soggetti correlati benché non espressamente ricompresi nella definizione IAS.”*

Come recentemente accertato da codesta rispettabile Commissione nella Comunicazione n. DEM/DCL/8033950 dell’11 aprile 2008, i patti parasociali idonei a dar luogo ad un controllo congiunto dei paciscenti sull’assemblea ordinaria della società emittente o della sua controllante configurano un significativo collegamento tra la società emittente e ciascuno dei partecipanti al patto e richiamano le medesime esigenze di tutela degli azionisti di minoranza analizzate nel Documento con riferimento alle operazioni tra azionisti di maggioranza e società emittente. Pertanto, i partecipanti a patti parasociali che consentono di controllare la società emittente o la sua controllante dovrebbero essere inderogabilmente ricompresi nello speciale “perimetro di correlazione” assunto da codesta rispettabile Commissione a presupposto della nuova disciplina, a prescindere da un’apposita opzione statutaria compiuta in tal senso dalla società emittente, in quanto tale opzione statutaria resterebbe inevitabilmente rimessa alla volontà dei medesimi soggetti rispetto ai quali si pone l’esigenza di monitorare i benefici privati del controllo.

2.B. Definizione di amministratore indipendente

L'art. 2, lett. q), della bozza di articolato allegata al Documento introduce una definizione di "amministratori indipendenti" mutuata dall'articolo 147-ter, comma 4, del TUF. In particolare, si precisa che sono da considerarsi amministratori indipendenti gli amministratori in possesso dei requisiti di indipendenza stabiliti per i sindaci dall'articolo 148, comma 3, del TUF, ovvero, se lo statuto lo prevede, dei requisiti previsti da codici di comportamento promossi da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria.

La nuova disciplina proposta da codesta rispettabile Commissione assegna un fondamentale ruolo di impulso e di mediazione agli amministratori indipendenti a presidio della correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate, attribuendo loro un potere determinante nella conduzione delle trattative preliminari e nella decisione di consimili operazioni e riconoscendo agli stessi la facoltà di avvalersi, a spese della società, del parere di esperti indipendenti di propria scelta.

In ragione della centralità dei compiti assegnati agli amministratori indipendenti, occorre garantire l'effettiva estraneità degli "amministratori indipendenti" alla compagine azionaria che detiene il comando sulla società emittente e definire i criteri di indipendenza in termini più ampi rispetto all'articolo 148, comma 3, del TUF, in modo da escludere tassativamente dal perimetro dell'indipendenza tutte le multiformi relazioni, dirette o indirette, formali o sostanziali, che siano comunque suscettibili di condizionare l'autonomia di giudizio e di scelta degli amministratori.

Osserviamo che rimettere alla società stessa (e quindi al socio di controllo) l'ampliamento delle fattispecie di collegamento che fanno venir meno l'indipendenza difficilmente porterà ad un incremento significativo delle società quotate che vorranno allineare la nozione di indipendenza alla migliore prassi internazionale.

A tal riguardo, riteniamo che il requisito dell'indipendenza rilevante per la nuova disciplina sulle operazioni con parti correlate dovrebbe essere inderogabilmente escluso, a prescindere da un'esplicita opzione statutaria della società emittente in tal senso, almeno in tutte le ipotesi enumerate nell'articolo 3.C.1. del codice di autodisciplina approvato dal comitato per la *corporate governance* di Borsa Italiana S.p.A. nel marzo 2006. Gli investitori istituzionali esteri auspicano infatti che la nozione di indipendenza utilizzata ai fini della normazione delle operazioni con parti correlate sia allineata con la migliore prassi internazionale.

2.C. Coinvolgimento dell'amministratore nominato dalla minoranza

Da ultimo, la scrivente auspica che nella versione finale della disciplina regolamentare in esame codesta Commissione tenga conto di ciò, che un'adeguata valorizzazione del contributo dell'amministratore indipendente eletto dalle liste di minoranza potrebbe ulteriormente contribuire a presidiare l'effettiva indipendenza e neutralità dell'operato degli amministratori indipendenti. Il comitato di amministratori indipendenti cui il Documento rimette il compito di istruire, negoziare e decidere le operazioni rilevanti con

parti correlate dovrebbe includere l'amministratore indipendente designato da liste di minoranza ovvero esser tenuto, per lo meno, ad ascoltarne l'opinione prima di deliberare.

Restiamo a disposizione di codesta rispettabile Commissione per fornire qualsiasi chiarimento in merito alle osservazioni contenute nella presente comunicazione e, più in generale, per valutare ulteriormente i profili di interesse delle proposte di modifica e integrazione della normativa riguardante la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate. In particolare, preghiamo codesta rispettabile Commissione di non esitare a contattare Davide Serra, presso Algebris Investments (UK) LLP, 7 Clifford Street, London W1S 2WE, al numero di telefono +44 (0)20 7851 1744.

Con osservanza,

Algebris Investments (UK) LLP

A large, stylized blue ink signature of Davide Serra, written over a horizontal line.

Davide Serra
Founding Partner