



**DISCIPLINA REGOLAMENTARE DI ATTUAZIONE DELL'ART. 2391-BIS
DEL CODICE CIVILE IN MATERIA DI OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE**

9 aprile 2008

Le osservazioni al presente documento di consultazione dovranno pervenire entro il 9 giugno 2008 al seguente indirizzo:

C O N S O B
Divisione Studi Giuridici
Via G. B. Martini, n. 3
00198 ROMA

oppure all'indirizzo di posta elettronica: **consob@consob.it**.

I commenti pervenuti saranno resi pubblici al termine della consultazione, salvo espressa richiesta di non divulgarli. Il generico avvertimento di confidenzialità del contenuto della e-mail, in calce alla stessa, non sarà considerato una richiesta di non divulgare i commenti inviati.

DOCUMENTO DI CONSULTAZIONE

LA DISCIPLINA DELLE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE

1. Introduzione e principali conclusioni

Background e obiettivi	3
Le ipotesi di regolamentazione	4
L'analisi costi-benefici delle opzioni regolamentari	8
La proposta di nuova disciplina delle operazioni con parti correlate sottoposta alla consultazione.....	12

2. Le ragioni dell'intervento regolamentare

Introduzione	15
Le indicazioni dell'analisi economica sulle operazioni con parti correlate	17
Analisi dell'efficacia della regolamentazione vigente	26

3. Analisi delle opzioni regolamentari

La revisione dell'art. 71- <i>bis</i> R.E.: la disciplina della trasparenza	34
L'attuazione dell'art. 2391- <i>bis</i> c.c.: i principi in materia di procedure per le operazioni con parti correlate	42

4. La disciplina proposta

Ambito di applicazione della disciplina di cui all'art. 2391- <i>bis</i> del codice civile	57
Definizione di "parte correlata" e di "operazioni" con parti correlate	59
Trasparenza delle operazioni rilevanti con parti correlate: obblighi di informativa continua e periodica	65
Correttezza sostanziale e procedurale: ruolo degli amministratori indipendenti	67
Società quotate soggette ad attività di direzione e coordinamento	81

Appendici

Appendice 1: <u>Analisi del contesto normativo</u>	84
Appendice 2: <u>Analisi dell'efficacia della regolamentazione prevista dal Codice di Autodisciplina</u>	118
Appendice 3: <u>Analisi dell'esperienza applicativa dell'art. 71-bis del Regolamento Emittenti</u>	126
Appendice 4: <u>Società destinatarie di alcune previsioni differenziate</u>	135
Appendice 5: <u>La bozza di articolato</u>	146
Appendice 6: <u>Elenco delle domande</u>	160

1. Introduzione e principali conclusioni

Background e obiettivi

1. Il decreto legislativo 28 dicembre 2004, n. 310 avente ad oggetto “integrazioni e correzioni alla disciplina del diritto societario ed al testo unico in materia bancaria e creditizia” ha introdotto, con l’art. 2391-*bis* del codice civile, una specifica nuova disciplina in materia di operazioni con parti correlate effettuate da società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio¹.
2. La nuova disciplina demanda alla potestà regolamentare della 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 rischio (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.), direttamente o tramite società controllate. Tali principi generali devono individuare una disciplina con riguardo alla competenza decisionale, alle motivazioni e alla documentazione delle operazioni con parti correlate.
3. Tenuto anche conto che il decreto non prevedeva specifici termini per l’attuazione delle deleghe regolamentari ivi disposte, la Consob ha ritenuto opportuno dare attuazione alla delega contenuta nell’art. 2391-*bis* c.c. una volta completato il quadro regolamentare di attuazione della c.d. riforma per la tutela del risparmio - introdotta con la legge n. 262 del 28 dicembre 2005 e da ultimo modificata con il d.lgs n. 303 del 29 dicembre 2006 (c.d. decreto Pinza) - al fine di poter disporre di un contesto normativo della disciplina societaria sufficientemente stabile e organico nel quale inserire le disposizioni regolamentari in materia di operazioni con parti correlate. In particolare si è ritenuto opportuno definire preliminarmente le misure attuative delle nuove disposizioni introdotte dalla riforma in

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.”.

materia di elezione e composizione degli organi di amministrazione e controllo, anche in considerazione del ruolo che essi sono chiamati a svolgere nel dare concreta attuazione ai principi fissati dalla Consob. L'art. 2391-*bis*, infatti, attribuisce un ruolo essenziale alla autoregolamentazione delle singole società le quali, attraverso gli organi amministrativi e nel quadro dei principi generali determinati dalla Consob, devono stabilire regole puntuali e dettagliate in materia.

Le ipotesi di regolamentazione

4. La Consob ha pertanto avviato a partire dai primi mesi del 2007 un'attività di elaborazione di possibili ipotesi di regolamentazione. A tale scopo sono state effettuate diverse attività propedeutiche che hanno compreso:
 - un'approfondita analisi della disciplina già vigente in Italia in materia di parti correlate distinguendo il profilo informativo, di cui si occupano principalmente la disciplina Consob (art. 71-*bis* del Regolamento Emittenti) nonché i principi contabili internazionali (gli IAS), e gli aspetti sostanziali e procedurali di tali operazioni affrontati dal Codice di Autodisciplina delle società quotate. Sono state, inoltre, prese in considerazione le norme civilistiche in materia di interessi degli amministratori (art. 2391 c.c.) e di attività di direzione e coordinamento in seno ai gruppi (artt. 2497 e ss. c.c);
 - una rassegna delle previsioni vigenti in alcuni ordinamenti esteri (con particolare riferimento alla disciplina inglese, francese, americana e tedesca);
 - una valutazione dei principali risultati dell'ampia letteratura economico-giuridica sulla materia al fine di individuare i principali fallimenti del mercato cui la regolamentazione delle operazioni con parti correlate deve offrire una risposta nello specifico contesto delle società quotate italiane;
 - un'analisi dell'esperienza applicativa del quadro regolamentare attualmente vigente in Italia, con specifico riferimento alle norme di trasparenza continua previste dall'art. 71-*bis* del Regolamento Emittenti e alle raccomandazioni del Codice di Autodisciplina.
5. 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 in attuazione della delega in oggetto e per trarre spunti operativi nell'individuare i principi in materia di correttezza sostanziale e procedurale.

6. Il primo risultato emerso dalle valutazioni formulate dalla Consob riguarda l'opportunità di realizzare un coordinamento della disciplina in materia di parti correlate (quella vigente e quella di nuova emanazione) che, partendo da una omogeneizzazione delle definizioni utilizzate, individui un unico e coerente complesso regolamentare. L'opportunità di definire un quadro unitario sarebbe, a parere della Consob, motivata dal riconoscimento di una complementarità tra gli strumenti di trasparenza verso il mercato e i principi di correttezza a cui le società dovrebbero ispirarsi nell'effettuazione delle operazioni in esame.

La revisione della disciplina della trasparenza

7. Si è pertanto ritenuto opportuno valutare l'ipotesi di realizzare una revisione dell'attuale 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*, e, dall'altro, dall'esigenza di dare attuazione all'art. 154-*ter* TUF in materia di informazione periodica sulle operazioni con parti correlate rilevanti. Il disposto di tale articolo rende infatti opportuno che sia definito con maggiore chiarezza quali operazioni con parti correlate siano da considerarsi "rilevanti".
8. L'ipotesi di riforma dell'attuale art. 71-*bis* prevede:
- una definizione delle operazioni rilevanti fondata su criteri prevalentemente quantitativi e integrata da delimitati criteri qualitativi (lasciando facoltà alle società di stabilire criteri anche più stringenti);
 - la differenziazione delle soglie di rilevanza quantitative, limitatamente alle operazioni con il soggetto controllante, in funzione degli assetti proprietari della società quotata, in particolare prevedendo una significativa riduzione delle soglie nelle situazioni caratterizzate da una separazione tra proprietà e controllo strutturalmente più elevata²;
 - l'estensione della disciplina sulla trasparenza anche agli emittenti azioni diffuse;
 - un doppio regime di trasparenza per le operazioni rilevanti:
 - o trasparenza immediata, tramite un documento informativo da rendere al mercato senza indugio dopo la delibera di approvazione;
 - o trasparenza periodica, ovvero sia l'indicazione analitica delle operazioni rilevanti con parti correlate concluse nel periodo di riferimento nella relazione

² Società soggette ad attività di direzione e coordinamento, società controllate da un'altra società quotata, società che hanno emesso azioni senza diritto di voto o con voto limitato quotate e diffuse tra il pubblico in misura rilevante, società il cui statuto prevede limiti al possesso azionario o all'esercizio del diritto di voto.

sulla gestione (intermedia ovvero annuale);

- 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.

L'attuazione dell'art. 2391-bis c.c.: i principi in materia di procedura per le operazioni con parti correlate

9. 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 attengono 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.

Ipotesi A

10. La prima ipotesi considerata 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 controllo sia investito dell'obbligo di vigilare sulla loro effettiva attuazione e quindi ad esso spetti l'*enforcement*. Si realizzerebbe pertanto una sostanziale modifica rispetto all'impostazione del Codice, in quanto non si lascerebbe più spazio alla facoltà per gli emittenti di allontanarsi dai suoi contenuti previa giustificazione delle scelte compiute (cosiddetto *comply or explain*). Alla Consob spetterebbe un *enforcement* di "secondo livello", ovvero il potere di sanzionare ai sensi dell'art. 193 TUF i componenti dell'organo di controllo quando questi vengano meno ai doveri di vigilanza sull'osservanza dei principi.

Ipotesi B

11. La seconda ipotesi considerata 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. Le scelte relative a tale ipotesi in materia di principi di correttezza prevedono:

- l'attribuzione di una riserva di competenza a deliberare al consiglio di amministrazione o, se l'operazione è delegabile, ad un comitato ristretto di amministratori indipendenti;
- la centralità del ruolo degli amministratori indipendenti nell'intero processo (nell'approvazione delle procedure, nella conduzione delle trattative, nell'istruttoria della proposta, nell'approvazione dell'operazione, con la facoltà di ricorrere ad esperti indipendenti a supporto di tutte le fasi);
- una graduazione delle procedure e dell'intensità del ruolo degli amministratori indipendenti in funzione della rilevanza dell'operazione (secondo la definizione prospettata nella disciplina della trasparenza al mercato) e della competenza decisionale;
- la possibilità di non applicare le procedure nei casi di esclusione già specificati per la trasparenza delle operazioni nonché per le operazioni di importo esiguo;
- la possibilità di adottare procedure più snelle per le operazioni rilevanti effettuate dalle società con azioni quotate di dimensioni più piccole (società a bassa capitalizzazione) o di recente quotazione, nonché dalle società con azioni diffuse;
- specifici meccanismi di approvazione delle delibere assembleari che assicurino che le stesse non siano assunte con il voto decisivo delle parti correlate (meccanismi di *whitewash*) o, in alternativa, che nell'elaborazione della proposta da sottoporre all'assemblea gli amministratori indipendenti abbiano un ruolo determinante.

L'ipotesi C

12. La terza ipotesi considerata 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.

13. Per rendere più efficace la prevenzione dei rischi di espropriazione tale ipotesi prevede ulteriori presidi:

- l'introduzione nelle procedure di strumenti volti ad assicurare che la deliberazione dell'assemblea non sia assunta grazie al voto determinante delle parti correlate;

- una adeguata informazione preventiva ai soci partecipanti all'assemblea che consenta una valutazione di merito dell'operazione (da rendere con sufficiente anticipo).

L'analisi costi-benefici delle opzioni regolamentari

14. Le opzioni regolamentari individuate sono state sottoposte ad una procedura di analisi d'impatto della regolamentazione volta a individuare i principali effetti che la loro eventuale realizzazione potrebbe comportare per le varie categorie di soggetti interessati e per il mercato nel suo complesso. Con questa proposta di regolamentazione la Consob si propone infatti di avviare in via sperimentale un sistema di razionalizzazione del processo di formazione degli atti di regolazione, attraverso procedure di analisi dei suoi effetti potenziali. L'analisi di impatto della regolamentazione si pone pertanto come un metodo valutativo trasparente volto ad identificare la modalità ottimale (ovvero quella che presenta il miglior rapporto costi-benefici) per raggiungere un determinato obiettivo regolamentare.

L'approccio metodologico

15. Componente essenziale di questo processo è la realizzazione di un'analisi costi-benefici che permetta di valutare la direzione e l'entità degli effetti stimati prodotti dalle ipotesi normative esaminate. Come è noto, non esiste una metodologia *standard* per computare costi e benefici: ad analisi che sulla base di *proxies* stimano i valori netti monetari delle singole ipotesi si affiancano il più delle volte studi che considerano prevalentemente elementi qualitativi. La ragione della scelta di un approccio qualitativo risiede nel fatto che spesso risulta assai complesso elaborare analisi quantitative per via delle evidenti difficoltà nell'individuare la "misura" dei costi e, soprattutto, dei benefici attesi. Esiste infatti da un lato un *trade-off* tra l'accuratezza e la completezza dell'analisi e il costo relativo alla raccolta dei dati e non sempre i benefici marginali derivanti da un'analisi più approfondita giustificano il costo necessario a predisporla; dall'altro non sempre una stima monetaria dei costi e dei benefici rappresenta il miglior strumento di comparazione, perché difficilmente tutti gli elementi rilevanti sono misurabili in termini monetari ed esiste quindi il rischio che il confronto sia condizionato più dalla possibilità di misurazione di un elemento che dalla sua effettiva rilevanza.

16. Nel valutare le ipotesi di regolamentazione in esame si è ritenuto, anche in base alle

precedenti considerazioni, che fosse opportuno adottare un approccio qualitativo. In particolare, è stato adottato un metodo di valutazione che confronta le diverse ipotesi rispetto alla cosiddetta opzione zero, che consiste nel mantenimento del regime regolamentare in vigore. Secondo tale metodo, 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.

SCHEMA PER L'ANALISI COSTI-BENEFICI: SCALA DI VALUTAZIONE COMPARATIVA DELLE IPOTESI REGOLAMENTARI 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

17. La valutazione viene effettuata per singola categoria di soggetti interessati: gli investitori, gli emittenti, l'Autorità di controllo 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. Per ogni ipotesi il saldo tra la somma dei punteggi attribuiti alle diverse voci individuate come benefici e la somma di quelle individuate come costi fornisce una misura dei benefici netti associati a tale ipotesi che consente:

- di confrontare ogni ipotesi con l'opzione zero, indicando la convenienza a modificare il quadro regolamentare attuale solo in presenza di benefici netti attesi positivi (cioè che la loro misura sia maggiore di 0);
- di confrontare le diverse ipotesi tra loro, orientando la scelta verso quella che presenta il valore più elevato dei benefici netti.

Inoltre può essere utile distinguere tra costi iniziali (cioè i costi che devono essere sostenuti *una tantum* per l'adeguamento alle nuove previsioni regolamentari) e costi continuativi (che cioè sono strutturalmente legati al funzionamento a regime del sistema). In tal modo la misura dei benefici netti per le varie categorie di soggetti coinvolti può essere calcolata sia in termini complessivi, come saldo tra i benefici totali e i costi totali, sia in uno scenario di regolamentazione "a regime", al fine di poter confrontare gli effetti nel medio lungo periodo di ogni ipotesi, considerando i soli costi continuativi.

18. Si tratta di una metodologia già utilizzata da altre Autorità di vigilanza e che 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.

I risultati dell'analisi costi-benefici

19. La metodologia sopra descritta è stata applicata distintamente all'ipotesi di modifica della disciplina della trasparenza delle operazioni con parti correlate e alle tre ipotesi di nuova regolamentazione in materia di principi di trasparenza e correttezza sostanziale e procedurale per la loro realizzazione.

La disciplina della trasparenza verso il mercato

20. Per quanto riguarda la disciplina della trasparenza verso il mercato, il confronto tra l'unica ipotesi di modifica individuata e l'opzione zero mostra un effetto positivo rilevante sia considerando i benefici netti totali, sia soprattutto i benefici netti di lungo periodo, che escludono dal computo dei costi gli oneri iniziali di adeguamento.

21. L'ipotesi di modifica della disciplina della trasparenza presenta benefici netti soprattutto per la categoria degli investitori, che si avvantaggerebbero di un regime informativo più efficiente, tempestivo e completo rispetto a quello attuale, grazie soprattutto all'adozione di un criterio di identificazione delle operazioni con parti correlate da comunicare al mercato che garantisce maggiore certezza e rappresentatività. Un saldo positivo è riscontrabile anche per la collettività che beneficerebbe di più efficienti meccanismi di formazione dei prezzi di mercato e per l'Autorità di vigilanza che potrebbe più efficacemente perseguire gli obiettivi istituzionali di tutela del mercato. I maggiori costi sarebbero invece sostenuti dagli emittenti che dovrebbero porre in essere apposite procedure di individuazione delle operazioni rilevanti e potrebbero sostenere a regime più elevati costi informativi³.

³ La misura di tali costi è comunque difficile da stimare in quanto l'incremento del numero delle operazioni che dovranno essere comunicate al mercato, presumibile grazie alla presenza di criteri di rilevanza chiari e non più connotati da una accezione potenzialmente negativa, potrà essere mitigato dall'esclusione delle operazioni con controllate.

L'attuazione dell'art. 2391-bis c.c.: i principi in materia di procedura per le operazioni con parti correlate

22. L'attuazione dell'art. 2391-bis ha richiesto l'analisi dei costi e dei benefici incrementali rispetto all'opzione zero per le tre ipotesi sopra individuate. L'opzione zero, in questo caso, costituisce un punto di riferimento puramente teorico, dal momento che la delega contenuta nell'art. 2391-bis impone alla Consob la definizione dei principi generali che assicurino la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate. L'opzione di mantenimento dello *status quo*, diversamente dal caso della trasparenza, non è quindi praticabile per questa area di intervento.
23. Dal confronto delle tre opzioni regolamentari individuate emerge che, in termini assoluti, le Ipotesi B e C, che rispettivamente prevedono una centralità del ruolo degli amministratori indipendenti e una previsione generalizzata di approvazione assembleare delle operazioni rilevanti, consentono di ottenere dei benefici molto più elevati rispetto all'Ipotesi A, che prevede un riconoscimento per via regolamentare dei principi di Autodisciplina delle società quotate. Solo con le prime due ipotesi si determinerebbe infatti un innalzamento sostanziale dei presidi a tutela degli azionisti di minoranza e più in generale del mercato. Speculare all'osservazione dei benefici è tuttavia quella relativa ai costi che mostra come queste soluzioni siano anche quelle più onerose da attuare.
24. La comparazione può quindi essere proficuamente attuata analizzando i benefici netti. I benefici netti complessivi delle tre opzioni regolatorie, pur non presentando differenze particolarmente significative, indicano una prevalenza dell'ipotesi B. Ancora maggiore appare l'efficacia relativa di tale ipotesi se si considerano i benefici netti a regime, che escludono i costi particolarmente rilevanti di adeguamento iniziale.
25. L'analisi condotta evidenzia in sintesi una preferibilità dell'ipotesi B che appare offrire una risposta adeguata alle finalità di tutela degli investitori emerse nell'area delle operazioni con parti correlate, consentendo di valorizzare la funzione degli amministratori indipendenti. Tale orientamento si pone in linea con le *best practice* internazionali, con i Principi dell'Ocse sulla *Corporate Governance* e con la Raccomandazione della Commissione Europea sul ruolo degli amministratori non esecutivi; sviluppa inoltre una tendenza già avviata in Italia con il Codice di Autodisciplina delle società quotate.

26. L'esperienza finora maturata nell'applicazione delle attuali forme di autoregolamentazione evidenzia di converso un'esigenza di prevedere ulteriori e più incisivi principi di trasparenza e correttezza procedurale e sostanziale, rendendo pertanto poco efficace l'opzione (prevista dall'ipotesi A) di puntare esclusivamente sull'obbligatorietà dell'adesione al Codice e sul suo *enforcement* da parte dell'Autorità di vigilanza.
27. D'altro canto, anche l'opzione di imporre l'approvazione assembleare delle operazioni rilevanti (ipotesi C), sebbene presenti una notevole efficacia nel rafforzare i presidi a tutela degli azionisti di minoranza, appare imporre oneri eccessivi sulle società quotate. Gli oneri e i tempi di convocazione dell'assemblea per l'approvazione delle operazioni rilevanti potrebbero infatti avere un effetto distorsivo sull'operatività societaria, scoraggiando la realizzazione anche di operazioni vantaggiose per le società quotate, evidenziando così i limiti di un approccio basato prevalentemente sul controllo degli azionisti sulle singole transazioni. L'evidenza empirica e la riflessione teorica di alcuni studi più recenti hanno messo infatti in evidenza come un efficace equilibrio tra la tutela degli investitori e il mantenimento dei necessari margini di autonomia e tempestività operativa delle società nell'area delle operazioni con parti correlate possa essere perseguito soprattutto rafforzando gli strumenti di trasparenza nei confronti del mercato nel suo complesso e l'efficacia e la responsabilità dei meccanismi di controllo all'interno degli organi di amministrazione, principi che appaiono maggiormente valorizzati dall'ipotesi B adottata dalla Consob.

La proposta di nuova disciplina delle operazioni con parti correlate sottoposta alla consultazione

28. Sulla base del complesso delle attività di analisi effettuate e dei risultati dell'analisi di impatto della regolamentazione condotta sulle diverse ipotesi regolamentari considerate, la Consob sottopone alla consultazione una proposta di regolamentazione che, nell'attuare la delega dell'art. 2391-*bis* del c.c., configura una disciplina organica delle operazioni con parti correlate delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio. La proposta che si sottopone alla consultazione prevede quindi di introdurre nel Regolamento Emittenti un apposito capo dedicato alle operazioni con parti correlate contenente sia la trasparenza informativa nei confronti del mercato sia la fissazione di principi di trasparenza e correttezza sostanziale e procedurale per la loro realizzazione.

29. Elemento essenziale di questa disciplina è l'individuazione di una nuova definizione di operazione "rilevante" con parti correlate, comune ai due ambiti regolamentari, che si basa essenzialmente su parametri quantitativi che rapportano il valore dell'operazione a diversi indicatori dimensionali dell'emittente. Si è ritenuto peraltro che tali criteri potessero essere differenziati in funzione di alcune caratteristiche strutturali degli assetti proprietari e di controllo delle società. In particolare è stata prevista una significativa riduzione delle soglie di rilevanza quantitativa⁴ per le operazioni realizzate con il soggetto controllante da parte delle società soggette ad attività di direzione e coordinamento e delle società caratterizzate da una separazione tra proprietà e controllo strutturalmente più elevata (società controllate da un'altra società quotata, società che hanno emesso azioni senza diritto di voto o con voto limitato, società il cui statuto prevede limiti al possesso azionario o all'esercizio del diritto di voto). Si evidenzia come tale previsione dia applicazione all'ipotesi, prospettata nell'ultimo discorso al mercato del Presidente dalla Consob, di assoggettare a rafforzati obblighi di informazione le operazioni con parti correlate di società che presentano un più elevato rischio di conflitto di interessi. Inoltre, tale misura intende offrire uno strumento per affrontare le potenziali criticità legate ai fenomeni di separazione tra proprietà e controllo (quali i gruppi piramidali costituiti da più società quotate), senza limitare le scelte organizzative degli attori del mercato con divieti o penalizzazioni, ma favorendo maggiore trasparenza e responsabilizzazione degli organi societari nelle specifiche situazioni in cui tali criticità possono assumere maggiore rilievo.
30. Per quanto riguarda la disciplina della trasparenza (che sostituisce l'attuale art. 71-bis), si prevede una diffusione immediata al mercato delle informazioni sulle operazioni definite rilevanti tramite un documento informativo da pubblicare senza indugio dopo la delibera di approvazione e l'inserimento, nella relazione sulla gestione intermedia ovvero annuale, delle informazioni analitiche sulle operazioni rilevanti con parti correlate concluse nel periodo di riferimento.
31. Con riferimento agli aspetti di correttezza procedurale e sostanziale, secondo le linee identificate nell'ipotesi B illustrata sempre nel paragrafo 11, si prevede che le società adottino procedure che assicurino, per le operazioni definite rilevanti, un ruolo determinante degli amministratori indipendenti nelle varie fasi della loro realizzazione, a partire dalla

⁴ Soglie ridotte al quinto di quelle ordinarie.

conduzione delle trattative; per le altre operazioni, un adeguato coinvolgimento degli amministratori indipendenti almeno nella fase di approvazione.

32. Nel definire i principi procedurali è stata inoltre prevista una articolazione della disciplina proposta al fine di consentire alle società con azioni diffuse, alle società quotate di minori dimensioni e alle società di recente quotazione di adottare un sistema di procedure per la realizzazione delle operazioni con parti correlate più agile e flessibile. Tale previsione è volta a consentire alle società con azioni diffuse e alle società quotate più piccole di poter attuare i principi stabiliti dalla Consob secondo modalità meno onerose sotto il profilo organizzativo; alle società neo quotate, indipendentemente dalla loro dimensione, di poter disporre di un sufficiente periodo di tempo per adeguare la struttura e l'organizzazione dei propri organi di amministrazione e controllo alle funzioni e alle responsabilità richieste dai principi fissati dalla Consob.
33. Si è ritenuto, inoltre, opportuno prevedere una modifica dell'attuale disciplina sulle *“Condizioni che inibiscono la quotazione di azioni di società controllate sottoposte all'attività di direzione e coordinamento di altra società”* contenuta nell'art. 37 del Regolamento Mercati. Per tali società, caratterizzate strutturalmente da un grado di autonomia decisionale condizionato dall'essere sottoposte all'attività di direzione e coordinamento, si è inteso rafforzare l'efficacia dei presidi interni al fine di assicurare l'effettività delle previsioni relative ai principi di trasparenza e correttezza procedurale e sostanziale per la realizzazione di operazioni con parti correlate. In particolare, la proposta prevede che tali società debbano disporre di un comitato di controllo interno composto interamente da amministratori indipendenti e che, qualora il soggetto che esercita l'attività di direzione e coordinamento sia una società quotata, il consiglio di amministrazione sia composto in maggioranza da amministratori indipendenti.

2 Le ragioni dell'intervento regolamentare

Introduzione

1. 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.
2. Le operazioni con parti correlate infatti configurano una delle forme più tipiche e significative con cui può manifestarsi quello che costituisce il problema fondamentale della *corporate governance* delle società quotate e che è riassumibile nello strutturale conflitto di interesse tra i soggetti che detengono la proprietà delle società (tutti gli azionisti) e i soggetti che esercitano il controllo (i manager e/o alcuni azionisti rilevanti). I primi infatti, si trovano costantemente esposti al rischio che i secondi perseguano obiettivi "opportunistici", esercitando il potere di cui dispongono nelle scelte operative e strategiche per sottrarre ricchezza alla società a proprio vantaggio.
3. Anche sulla base delle criticità che si sono manifestate in questi ultimi anni, il problema di assicurare una adeguata cornice regolamentare alle operazioni con parti correlate ha ottenuto attenzione crescente sia da parte della letteratura accademica sia da parte dei regolatori. Il dato di partenza comune è rappresentato da un ampio consenso sul fatto che a tale fenomeno siano collegati rilevanti fallimenti del mercato, che si manifestano in effetti distorsivi di particolare significatività nell'allocazione delle risorse e nel funzionamento dei meccanismi endogeni di autodisciplina del mercato. Peraltro, parimenti condivisa appare la considerazione che le operazioni con parti correlate non necessariamente siano svantaggiose per le società e che anzi, in alcuni casi, ottemperino a funzioni utili. 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. Ne segue che un intervento di divieto assoluto di tali operazioni, volto a prevenire i potenziali effetti negativi del fenomeno, sarebbe lesivo della libertà di impresa e non rispetterebbe il principio di proporzionalità in quanto i benefici associati a tale misura non sarebbero superiori ai relativi costi.

4. Pertanto l'obiettivo che i sistemi normativi dei principali paesi si sono posti rispetto al fenomeno delle operazioni con parti correlate consiste nel realizzare una disciplina che consenta di minimizzare il potenziale sfruttamento dei benefici privati del controllo garantendo allo stesso tempo che operazioni vantaggiose per l'emittente possano comunque realizzarsi anche in presenza di controparti correlate.
5. Come illustrato in Appendice 1, le soluzioni adottate dai principali paesi occidentali nel perseguire questo scopo differiscono notevolmente nella scelta degli strumenti e nell'estensione e intensità dell'intervento regolatorio. La diversità delle scelte riflette l'importanza dei fattori "ambientali" - ad esempio sotto il profilo degli assetti proprietari e di controllo, dei modelli organizzativi, del grado di competitività dei mercati, dell'efficienza dei sistemi di tutela giudiziaria degli azionisti di minoranza - nell'influenzare il modo e la rilevanza con cui nei diversi sistemi si manifestano i conflitti di interesse all'interno delle società quotate e quindi nell'individuare le risposte normative.
6. Da un punto di vista teorico, i principali strumenti di regolazione utilizzabili possono essere distinti in base alla finalità diretta che essi si pongono:
 - una prima finalità è quella di assicurare un controllo di correttezza sulle singole transazioni realizzate, vuoi di tipo preventivo, attraverso l'adozione di specifiche procedure che le società devono adottare nelle varie fasi di definizione e di approvazione delle operazioni, vuoi di tipo successivo, attraverso meccanismi di ratifica da parte di determinati organi sociali (generalmente l'assemblea) o attraverso il vaglio da parte di un'autorità pubblica (tipicamente di un giudice);
 - una seconda finalità è quella di favorire il controllo esterno del mercato sulle operazioni con parti correlate prevedendo specifici obblighi di trasparenza informativa più penetranti di quelli stabiliti per le altre categorie di operazioni. Questo approccio (cosiddetto *market enhancing approach*) punta a depotenziare le asimmetrie informative che caratterizzano le operazioni in cui la controparte delle società è strutturalmente in una posizione di privilegio informativo rispetto al mercato;

- una terza finalità è quella di rafforzare i meccanismi di controllo interni alla società nella funzione di prevenire strutturalmente i rischi di fenomeni espropriativi. Tale approccio punta a rafforzare gli incentivi necessari perché i soggetti coinvolti nelle funzioni di controllo interno effettuino un'adeguata attività di *monitoring* sulla gestione della società al fine di garantire gli interessi degli azionisti in particolare nelle operazioni a più elevato rischio di conflitto di interesse, con un ruolo suppletivo e integrativo rispetto ai controlli pubblici e del mercato.
7. L'attuale quadro regolamentare italiano in materia di operazioni con parti correlate riflette un'applicazione parziale di queste finalità. Le misure previste dalla disciplina civilistica, dalle norme di trasparenza previste dal Regolamento Emittenti della Consob e dall'applicazione dei principi contabili internazionali nonché delle norme di autoregolamentazione previste dal Codice di Autodisciplina delle Società Quotate evidenziano il permanere di un livello di tutela degli azionisti di minoranza in questa area complessivamente inferiore a quello previsto nella maggior parte degli altri principali Paesi. L'attuazione dell'art. 2391-*bis* c.c. costituisce un'occasione per ridefinire una disciplina delle operazioni con parti correlate che intervenga, in maniera coordinata e omogenea, sia sugli obblighi informativi delle società quotate sia sugli aspetti di trasparenza e correttezza sostanziale e procedurale indicati espressamente dalla delega attribuita alla Consob.
8. A questo scopo, nel presente capitolo vengono dapprima analizzati i potenziali fallimenti del mercato che la letteratura economico-giuridica ha individuato con riguardo al fenomeno delle operazioni con parti correlate. Successivamente, si evidenziano le principali conclusioni derivanti dall'analisi dell'esperienza applicativa delle attuali norme e delle forme di autoregolamentazione sulla trasparenza continua di tali operazioni. In linea con i migliori standard di *better regulation*, le differenti soluzioni ipotizzabili di riforma della disciplina delle operazioni con parti correlate saranno poi, nel capitolo successivo, sottoposte ad un'analisi dell'impatto che esse potrebbero avere in termini di costi e benefici sulle varie categorie di soggetti interessati e più in generale sul mercato.

Le indicazioni dell'analisi economica sulle operazioni con parti correlate

9. La letteratura economico-giuridica ha ampiamente dibattuto le modalità con le quali i manager e gli azionisti di maggioranza possono estrarre ricchezza dalla società che controllano a danno dei restanti partecipanti al capitale. Si tratta generalmente delle c.d.

“*tunneling transactions*”, ovvero transazioni finanziarie attraverso le quali è possibile trasferire valore dalla società agli *insiders* in modo più che proporzionale rispetto ai diritti proprietari degli stessi. Tale fenomeno costituisce come è noto un tipico problema di agenzia⁵, che nasce dalle difficoltà in capo ai piccoli azionisti di monitorare e, se necessario, impedire comportamenti espropriativi dei soggetti che esercitano il controllo (amministratori e o azionisti di maggioranza) ai danni del patrimonio sociale. Il fenomeno del *tunneling* può manifestarsi con caratteristiche molteplici perché sono molteplici le modalità con le quali è possibile sottrarre risorse all’azienda. Non tutte le forme di *tunneling* sono riconducibili al concetto di operazione con parte correlata in senso stretto, in quanto non necessariamente il trasferimento di ricchezza a danno degli azionisti di minoranza avviene attraverso un’operazione di tipo bilaterale tra la società e un soggetto *insider* (cfr. BOX 1). L’evidenza empirica mostra però che le operazioni con parti correlate rappresentano una quota rilevante dei fenomeni di *tunneling*.

10. In generale, come si è già accennato, non è possibile escludere a priori l’esistenza di un interesse delle società a realizzare operazioni con parti correlate. Esse possono essere viste in alcuni casi come transazioni efficienti volte a soddisfare determinate esigenze della società, quali la necessità di una forma alternativa di remunerazione per i manager ovvero di ottenere dei servizi “su misura” che possono essere più efficacemente forniti da un *insider*. In linea con questa impostazione, molte società sostengono di effettuare operazioni con parti correlate e non correlate a condizioni molto simili, negando che il potenziale conflitto di interessi incrementi i costi di agenzia e che anzi tali operazioni possono generare dei benefici in virtù della fiducia riposta nelle controparti (*monitoring benefits*).

11. La letteratura economico-giuridica e l’evidenza rilevata da numerosi studi empirici mostrano però come una diffusa presenza di operazioni con parti correlate si sia rivelata generalmente dannosa per il mercato⁶. Le società potrebbero alleviare il problema di agenzia intensificando il controllo su queste operazioni e dandone pubblicità al mercato, ma nei fatti raramente esse comunicano agli investitori se e come effettuino attività di *monitoring*. Si

⁵ Cfr. Berle A. e G. Means (1932), “*The modern corporation and private property*”, MacMillan, New York; e Jensen M.C. e W.H. Meckling (1976), “*Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and capital structure*”, *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.

⁶ Cfr. ad esempio Kohlbeck M. e B. Mayhew (2004), “*Agency Costs, Contracting, and Related Party Transactions*” Working Paper, disponibile su SSRN: <http://ssrn.com/abstract=592582>; Gordon E.A., E. Henry e D. Palia (2004), “*Related Party Transactions and Corporate Governance*”, *Advances in Financial Economics, Special Issue on Corporate Governance*, Volume 9, 1–27; e Ryngaert M e S. Thomas (2007), “*Related Party Transactions: Their Origins and Wealth Effects*” Working Paper, disponibile su SSRN: <http://ssrn.com/abstract=970689>.

determina pertanto un rischio sistematico di asimmetria informativa tra *insiders* e *outsiders* che può influire negativamente sull'efficiente formazione del prezzo di mercato e quindi sulla fiducia degli investitori nei mercati finanziari, con ripercussioni in termini di minore propensione al rischio e aumento del costo del capitale⁷.

12. La rilevanza dei possibili effetti negativi dei rischi di asimmetria informativa ha fatto emergere un generalizzato consenso sulla necessità di regolamentare in maniera incisiva le operazioni con parti correlate, che rappresentano la categoria di operazioni dove più significativamente si manifestano tali rischi. In particolare, la letteratura ha evidenziato il ruolo cruciale svolto dalla regolamentazione riguardante, in generale, la protezione degli investitori contro i rischi di espropriazione da parte degli *insiders*⁸ e, in particolare, le operazioni con parti correlate⁹ nel determinare il grado di fiducia nei mercati e conseguentemente il loro livello di sviluppo.

13. I confronti internazionali effettuati sulle base di vari indici che misurano la qualità e l'efficacia della regolamentazione in materia di protezione degli investitori dai rischi di espropriazione indicano che la regolamentazione del sistema italiano viene attualmente valutata inferiore a quella degli altri principali paesi. Benché tali confronti soffrano di inevitabili elementi di discrezionalità nella selezione e nella valutazione degli elementi considerati, essi riflettono la presenza di un rischio reputazionale del mercato italiano che può incidere negativamente sulla sua capacità di attrarre gli investitori, soprattutto quelli più professionali e capaci di *monitoring*, come gli investitori istituzionali. La percezione di elevati potenziali rischi di espropriazione si può riflettere in un più elevato costo del capitale e innescare meccanismi di selezione avversa nell'accesso al mercato, privilegiando le società con progetti di investimento ad alto rischio ovvero quelle disposte a sopportare un consistente aumento del costo medio del capitale pur di catturare i benefici privati del controllo, perpetuando una situazione di circolo vizioso.

⁷ Il problema di un possibile riflesso nel costo del capitale dei rischi di espropriazione ad opera degli *insiders* viene evidenziato e sostanzialmente da ampia letteratura tra cui si rimanda tra gli altri a Kirchmaier T. e J. Grant (2005) (“*Financial Tunnelling and the Revenge of the Insider System*” FMG Discussion Paper No. 536, disponibile su SSRN <http://ssrn.com/abstract=613945>) e Atanasov V., B. Black e C.S. Ciccotello (2007) “*Unbundling and Measuring Tunneling*”, European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance Research Paper Series.

⁸ Clark R. (1986), *Corporate Law*, New York, Aspen Publishers; Shleifer A. e R. Vishny (1997), *A survey of corporate governance*, Journal of Political Economy, No. 52, La Porta *et al.* (1997), *Legal determinants of external finance*, Journal of Finance, No. 52; La Porta *et al.* (1998), *Law and finance*, Journal of Political Economy, No.106; Shleifer A. e D. Wolfenzon (2002), *Investor protection and equity markets*, Journal of Financial Economics No.66.

⁹ Cfr. Djankov S., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes e A. Shleifer (2005), “*The Law and Economics of Self-Dealing*”, NBER Working Paper N. W11883.

14. Ulteriori elementi di specificità del contesto finanziario italiano, legati alla struttura proprietaria e di controllo delle società quotate, devono essere considerati ai fini della tutela degli investitori nella regolamentazione delle operazioni con parti correlate. In particolare, nelle società quotate italiane si riscontra la permanenza, sebbene in misura minore che in passato, di meccanismi di separazione tra proprietà e controllo che, attraverso strumenti quali gruppi piramidali, emissione di azioni senza diritto di voto o a voto limitato, limiti al possesso azionario, consentono ad alcuni azionisti di avere un potere di voto più che proporzionale rispetto all'entità economica del capitale investito. La letteratura ha sottolineato come, in presenza questi fenomeni di dissociazione tra potere di voto e interesse economico, i benefici privati del controllo, cioè quelli che per definizione sono percepiti solo dai soggetti che esercitano il controllo e non dagli altri azionisti, assumano un ruolo rilevante nell'orientare le scelte societarie¹⁰. Ne derivano rischi di espropriazione degli azionisti di minoranza che crescono con l'intensità della separazione tra proprietà e controllo e che possono concretizzarsi sia in veri e propri trasferimenti di ricchezza o di reddito dalla società a favore degli azionisti di controllo (attraverso fenomeni di *tunneling*) sia in politiche gestionali che non massimizzano il valore della società. Alcuni studi hanno dato conferma empirica a questi rischi mostrando come la presenza di un azionista di controllo che gode di un potere di voto più che proporzionale rispetto alla quota detenuta nel capitale di rischio determini più elevati benefici privati del controllo ottenuti per mezzo del *tunneling*¹¹. Altri studi mostrano come, anche laddove il sistema complessivo delle regole e degli incentivi sfavorisce le operazioni di *tunneling*, le società che presentano una più elevata separazione tra proprietà controllo siano comunque quotate a sconto rispetto alle c.d. *comparables* a causa del rischio che prevalga la propensione degli azionisti di controllo ad attuare politiche di sovrainvestimento o comunque di crescita delle entità imprenditoriale controllate (*empire building*) non in linea con l'obiettivo di massimizzazione del valore per tutti gli azionisti¹².
15. L'esigenza di realizzare una regolamentazione adeguata delle operazioni con parti correlate è stata legata dalla letteratura anche al fatto che i sistemi di autocontrollo del mercato basati sul ruolo di soggetti esterni alla società, come gli analisti finanziari, i creditori o gli

¹⁰ Bebchuk L., R. Kraakman e G. Triantis (1998), *Stock pyramids, cross-ownership and dual class equity: the creation and agency costs of separating control from cash flow rights*, mimeo, December e Almeida, Heitor, and Daniel Wolfenzon, (2004), *A theory of pyramidal ownership and family business groups*, working paper, New York University.

¹¹ Cfr. Barak R. e B. Lauterbach (2007), "Estimating the Private Benefits of Control from Block Trades: Methodology and Evidence" Working Paper, disponibile su <http://ssrn.com/abstract=965668>

¹² Dolmen M. e P. Hogfeld (2005), *Pyramidal discounts: tunneling or agency costs?*, WP No.73, ECGI Working Paper Series in Finance.

investitori istituzionali, appaiono strutturalmente deboli nel prevenire i fenomeni di *tunneling*¹³. Tali meccanismi infatti, basandosi prevalentemente sulle informazioni pubbliche disponibili sul mercato, tendono ad agire *ex-post* rispetto ai fenomeni di espropriazione e quindi, da un lato, dipendono dalla qualità e dalla tempestività della *disclosure* sulle operazioni con parti correlate, che difficilmente viene assicurata spontaneamente in assenza di una adeguata regolamentazione; dall'altro, possono al più penalizzare le società solo una volta che i fenomeni di espropriazione si sono già verificati. In tale situazione, nella difficoltà di valutare *ex-ante* i rischi di espropriazione specifici delle singole società e delle singole operazioni, assumono particolare rilevanza i rischi di comportamenti improntati al *moral-hazard* che si riflettono in un aumento generalizzato del costo del capitale.

16. In sintesi, i fallimenti del mercato evidenziati dalla letteratura, influenzando negativamente sulla trasparenza del mercato e sulla correttezza dei comportamenti degli operatori, possono pregiudicare il perseguimento degli obiettivi fondamentali della Consob di tutela dell'investitore. Al fine di garantire un corretto funzionamento del sistema finanziario, appare dunque necessaria un'azione che riduca l'impatto di questi fallimenti del mercato, cercando peraltro di non gravare di oneri eccessivi l'industria finanziaria. Si tratta in altri termini di ricercare un bilanciamento tra le opposte esigenze di tutela degli investitori, da un lato, e di efficienza/redditività delle società che accedono al mercato finanziario e appetibilità del ricorso al mercato stesso, dall'altro.
17. Tuttavia, se per i motivi visti in precedenza risulta certamente improprio istituire un divieto *tout court* di realizzare operazioni con controparti correlate, anche un sistema regolamentare esclusivamente di tipo "*market enhancing*", che si limiti a rendere trasparenti tali scelte così da prevenire attraverso la disciplina del mercato eventuali fenomeni espropriativi, può non essere sufficiente. Il problema fondamentale di questa soluzione consiste nel fatto che, come si è visto, nel caso delle operazioni con parti correlate non sempre i meccanismi di controllo del mercato sono efficaci nel prevenire i rischi di espropriazione. L'evidenza empirica indica, invece, come su tali rischi incidano in misura significativa la struttura e l'efficacia dei presidi di *corporate governance* all'interno delle società, mostrando in particolare come

¹³ Ad esempio, il già citato *paper* di Kohlbeck e Mayhew non trova riscontro empirico all'ipotesi di correlazione negativa tra operazioni con parte correlate e meccanismi di controllo del mercato quali la presenza di analisti e di investitori istituzionali.

la presenza di amministratori indipendenti riduca significativamente la probabilità di operazioni con parti correlate¹⁴.

18. Dall'analisi effettuata della letteratura economico-giuridica sul fenomeno delle operazioni con parti correlate emerge pertanto l'opportunità di intervenire non soltanto imponendo requisiti minimi di *disclosure*, ma anche e soprattutto rafforzando i meccanismi di *corporate governance*. Un tale sistema ha anche il pregio di non danneggiare le società che fanno operazioni profittevoli con parti correlate¹⁵; al contrario esse hanno interesse a istituire meccanismi che impediscano estrazioni di valore per segnalare ai propri investitori i vantaggi derivanti da tali transazioni. Altra letteratura conferma questa ipotesi¹⁶ e sottolinea in particolare il ruolo degli amministratori indipendenti nelle imprese la cui proprietà è separata dal controllo e il controllo è a sua volta in mano ad una famiglia. In contesti come questi (assai frequenti nel nostro paese) gli amministratori indipendenti vengono ritenuti gli unici attori al massimo livello aziendale in grado di giudicare in modo indipendente situazioni complesse che coinvolgono allo stesso tempo istanze di operatività delle società e esigenze di tutela del mercato. Essi possono agire efficacemente nel mitigare i conflitti non soltanto tra azionisti e *managers*, ma soprattutto tra azionisti di maggioranza e di minoranza¹⁷.

19. La previsione di una adeguata disciplina delle operazioni con parti correlate non rappresenta peraltro una soluzione esaustiva ai problemi derivanti dai fenomeni di *tunneling*, in quanto, come accennato all'inizio di questo paragrafo, tali fenomeni possono manifestarsi attraverso forme che benché non rientrino necessariamente nella definizione di operazioni con parti correlate in senso stretto, comportino analoghi conflitti di interesse. In particolare, il problema può porsi per alcune operazioni di *freeze-out*, quali quelle realizzate tramite offerte pubbliche di acquisto da parte del socio di controllo (o di altra parte correlata). Tali operazioni, realizzate di norma secondo modalità coercitive (ossia tali da indurre all'adesione anche da parte di chi preferirebbe che l'offerta non avesse successo), presentano effetti simili a quelli delle operazioni con parti correlate (appropriazione dei

¹⁴ Cfr. Kohlbeck e Mayhew (*op.cit.*).

¹⁵ Cfr. Kohlbeck e Mayhew (*op.cit.*).

¹⁶ Cfr. Dahya J., O. Dimitrova e J.J. McConnell (2007), "Dominant shareholders, corporate boards, and corporate value: A cross-country analysis", *Journal of Financial Economics*, 87, 73–100; Anderson R.C e D.M. Reeb (2004), "Board Composition: Balancing Family Influence in S&P 500 Firms", prossima pubblicazione su *Administrative Sciences Quarterly*, DeMott D.A. (2007), "Guests at the Table: Independent Directors in Family-Influenced Public Companies", *Duke Law School Faculty Scholarship Series*, Paper 101; Barak e Lauterbach (*op.cit.*).

¹⁷ Cfr. Anderson e Reeb (*op.cit.*).

flussi di cassa attesi) e quindi sollevano problemi di tutela degli azionisti di minoranza del tutto analoghi¹⁸. La disciplina sulle operazioni con parti correlate potrebbe pertanto offrire un utile modello per affrontare, con i necessari adattamenti, anche i problemi legati a queste operazioni.

¹⁸ Per l'analisi dei problemi e delle possibili soluzioni per le operazioni di *freeze-out* nel contesto statunitense v. Gilson R. J. e J. Gordon (2003), *Controlling Controlling Shareholders*, 152 U.Penn. L.Rev. 785, e Subramanian G. (2004), *Fixing Freezeouts*, Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 501.

BOX 1: IL TUNNELING: CLASSIFICAZIONE

Il fenomeno del *tunneling* può manifestarsi con caratteristiche molteplici perché sono molteplici le modalità con le quali è possibile sottrarre risorse all'azienda. La classificazione tradizionalmente più diffusa¹⁹ è quella che distingue tra “*self-dealing transactions*” e “*discriminatory financial transactions*”.

Con la locuzione “*self-dealing transactions*” si vogliono descrivere tutte quelle transazioni che il *manager* o l'azionista di maggioranza effettua con la società che controlla al fine di ricevere benefici monetari addizionali rispetto agli altri azionisti. Le operazioni attraverso le quali si raggiunge più comunemente questo obiettivo sono l'erogazione di compensi per la gestione o il trasferimento della proprietà di beni o servizi tra il soggetto *insider* e la società a condizioni vantaggiose per il primo.

Le c.d. “*discriminatory financial transactions*” vengono realizzate con lo stesso obiettivo delle “*self-dealing transactions*” ma differiscono per le modalità attraverso le quali permettono di raggiungerlo. Non si tratta infatti di operazioni bilaterali tra l'*insider* e la società controllata ma di operazioni che, pur portando vantaggio agli *insider*, coinvolgono tutti gli azionisti. Gli esempi più comuni in questo senso sono gli aumenti di capitale c.d. diluitivi²⁰ e le fusioni tra società controllante e società controllata.

Recentemente è stata proposta²¹ una più articolata classificazione, la quale distingue le operazioni a seconda che oggetto dell'appropriazione da parte dei controllanti siano cespiti patrimoniali (*assets*), flussi di cassa (*cash flows*) o il patrimonio netto (*equity*).

L'*equity tunneling* consiste in tutte quelle operazioni che consentono di incrementare il valore del pacchetto di maggioranza discriminando le minoranze; si tratta ad esempio delle già citate offerte dilutive, di operazioni che forzano gli azionisti di minoranza a vendere le proprie azioni a condizioni di vantaggio per l'azionista di controllo che le acquisisce (*freeze-out*) ovvero dell'*insider trading*.

L'*asset tunneling* mira invece a veicolare all'esterno beni materiali o immateriali a utilità ripetuta di proprietà dell'impresa per un corrispettivo inferiore al loro valore di mercato, recando così un danno permanente alla produttività e alla redditività della stessa. Accade spesso ad esempio che il socio di controllo ceda ad altra società soggetta al suo controllo immobili sociali o diritti su marchi e brevetti a valori non in linea con il mercato.

¹⁹ Cfr. Johnson S., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes e A. Schleifer (2000), “*Tunneling*”, American Economic Review Papers and Proceedings, 90, 22-27.

²⁰ Aumenti di capitale di cui non beneficiano in misura paritaria tutti gli azionisti. Ad esempio, nel nostro ordinamento, gli aumenti di capitale da liberare mediante conferimenti in natura.

Infine, attraverso il *cash-flow tunneling* viene sottratta all'azienda una parte dei *cash-flow* correnti, senza intaccare i fattori produttivi. È tipico il caso in cui vengono ceduti a terzi (correlati) output ad un prezzo inferiore a quello di mercato, ma rientrano in questa categoria anche stipendi eccessivi o *fringe benefits* degli amministratori. È dimostrato che nel mercato statunitense la cessione/acquisizione di servizi a/da terzi e l'erogazione di finanziamenti a prezzi fuori mercato costituisce la forma più comune di *tunneling*²².

L'*equity tunneling* appare pertanto molto simile alla nozione tradizionale di *discriminatory financial transactions* anche se di contenuto più ampio. *Asset* e *cash flow tunneling* sono invece vicini al concetto di *self-dealing transactions*, ma ne chiariscono i contorni distinguendo tra distrazioni che incidono sullo Stato Patrimoniale o sul Conto Economico. Nel caso delle prime, la società oggetto della transazione perde un bene ad utilità ripetuta che, come tale, è in grado di alterarne permanentemente la capacità di sviluppo e redditività. Le distrazioni di *cash flows*, producono invece una riduzione *una tantum* (ma replicabile di anno in anno) degli utili distribuibili con pregiudizio di entità variabile per i soci di minoranza. Da ultimo è utile sottolineare come sia frequente l'utilizzo congiunto di più forme di *tunneling*.

²¹ Cfr. Atanasov *et al.* (*op.cit.*).

²² Cfr. Kohlbeck e Mayhew (*op.cit.*).

Analisi dell'efficacia della regolamentazione vigente

20. L'analisi condotta nel paragrafo precedente ha evidenziato le ragioni che, in base ai principali risultati della letteratura economica, rendono opportuna la regolamentazione del fenomeno delle operazioni con parti correlate in conseguenza dei limiti che il mercato incontra nel correggere spontaneamente i potenziali fallimenti rispetto ai rischi di espropriazione degli azionisti di minoranza. In questo paragrafo si espongono i principali risultati di una analisi dell'efficacia delle soluzioni regolamentari finora attuate nel sistema finanziario italiano, attraverso una sintetica valutazione delle esperienze applicative della regolamentazione (intesa in senso ampio per comprendere anche le forme di autoregolamentazione) attualmente in vigore in materia di operazioni con parti correlate.
21. Quanto 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".
22. Quanto invece alla disciplina della trasparenza delle operazioni con parti correlate, la regolamentazione di riferimento è costituita dall'art. 71-*bis* del Regolamento Emittenti.

La disciplina della correttezza sostanziale e procedurale. L'autoregolamentazione delle operazioni con parti correlate raccomandata dal Codice di Autodisciplina

23. Il Codice di Autodisciplina delle società quotate detta alcuni principi generali per il compimento delle operazioni con parti correlate. Tali principi raccomandano, in sintesi²³:
- l'adozione da parte del consiglio di amministrazione, sentito il comitato per il controllo interno, di procedure per l'approvazione e l'esecuzione delle operazioni;
 - l'attribuzione alla competenza del consiglio di amministrazione dell'esame e approvazione delle operazioni aventi significativo rilievo, identificate come tali dalle società;
 - la definizione da parte del consiglio dei criteri di individuazione delle specifiche operazioni che devono essere approvate previo parere del comitato per il controllo interno e/o con l'assistenza di esperti indipendenti.

²³ Per maggiori dettagli si rinvia all'Appendice 1, paragrafo 2.4. "Le operazioni con parti correlate nel Codice di Autodisciplina delle società quotate".

24. Prima di svolgere alcune considerazioni sulle attuali modalità di adesione delle società quotate a detti principi, può essere utile esaminare preliminarmente i possibili limiti di una disciplina sulle operazioni con parti correlate basata esclusivamente o prevalentemente sull'autoregolamentazione.

25. In primo luogo, il Codice di Autodisciplina, come la maggior parte dei sistemi di autoregolamentazione, è sprovvisto di meccanismi di *enforcement* della disciplina, basandosi sul principio *comply or explain*. L'assenza di soggetti terzi, di natura pubblica o privata, che abbiano la responsabilità del rispetto dei principi, e la mancanza di specifici meccanismi sanzionatori determinano che il sistema si basi esclusivamente sulle sanzioni reputazionali. L'efficacia della sanzione implicita che il mercato dovrebbe infliggere alla società che non aderisce alle raccomandazioni dell'autoregolamentazione (o vi aderisce parzialmente o, infine aderendovi, viola le procedure interne adottate) dipende tuttavia da due condizioni:

- da un lato, è necessario che le società assicurino una adeguata trasparenza sia sulle specifiche misure adottate per applicare i principi del Codice, sia sui comportamenti effettivamente messi in atto;
- dall'altro, è necessario che il mercato sia in grado di valutare efficacemente le informazioni disponibili e di tradurre le valutazioni in adeguate sanzioni di tipo reputazionale.

Entrambe le condizioni, in particolar modo la seconda, richiedono un forte grado di maturità del sistema finanziario e comportano che il processo di convergenza verso i migliori standard applicativi, che la disciplina del mercato può indurre, tenda ad avere tempi lunghi e comunque differenziati per singola società.

26. Inoltre, è proprio insita nei sistemi di autodisciplina basati sul metodo *comply or explain* l'esistenza di una disomogeneità applicativa, in quanto essi lasciano alle singole società la scelta del livello di adeguamento alle migliori pratiche indicate nei codici di comportamento, con il solo obbligo di giustificare eventuali scostamenti. Da ciò deriva la possibilità, del tutto legittima secondo la filosofia del principio *comply or explain*, di una mancata o insufficiente adesione ai principi del Codice di Autodisciplina. Tale possibilità, nel caso specifico delle operazioni con parti correlate, appare particolarmente critica

considerata la rilevanza che la mancata applicazione di adeguate procedure volte a garantire la correttezza di tali operazione può assumere rispetto all'obiettivo di tutela degli azionisti.

27. Infine, dall'analisi dei suoi contenuti specifici, emerge come le maglie del Codice di Autodisciplina in materia di "interessi degli amministratori e operazioni con parti correlate" siano particolarmente ampie. Da un lato, viene infatti affermata la competenza dell'organo di amministrazione e del comitato per il controllo interno in tema di definizione delle procedure ma, dall'altro, le soluzioni concretamente idonee a garantire la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni sono proposte solo quali esempi di prassi consigliabili. Tale circostanza, seppure coerente con la stessa impostazione del Codice, teso a individuare dei principi e non delle regole, indebolisce ulteriormente l'incisività dell'autoregolamentazione che, già sprovvista di *enforcement* e fondata su meccanismi reputazionali che dovrebbero incentivarne l'adozione, neppure definisce con chiarezza gli standard comportamentali da ritenere preferibili.

28. Sebbene molti dei contenuti del Codice di Autodisciplina riguardanti gli aspetti della correttezza procedurale e sostanziale delle operazioni con parti correlate siano stati introdotti già nel corso della revisione del 2002, con le modifiche del 2006 la disciplina delle operazioni con parti correlate in genere nonché di quelle in cui gli amministratori sono portatori di un interesse è stata strutturata secondo lo schema "principi - criteri applicativi - commento", assumendo una formalizzazione più generale e meno cogente che nella precedente versione. Infatti, alcune delle previsioni che nella versione del 2002 figuravano come delle "regole" (allontanamento degli amministratori che hanno un interesse nell'operazione dalla deliberazione, facoltà di ricorso a pareri di esperti indipendenti) sono nel nuovo Codice menzionate esclusivamente nel commento al principio 9.P.1 quali esempi di prassi idonee ad assicurare la correttezza sostanziale e procedurale del sistema di deliberazione delle operazioni in esame.

29. Al fine di valutare l'efficacia dell'autoregolamentazione prevista dal Codice in materia di operazioni con parti correlate, la Consob:

- in primo luogo, ha osservato le evidenze circa lo stato di attuazione del Codice di Autodisciplina, presentate nella consueta analisi pubblicata da Assonime e Emittenti

Titoli²⁴, che riflettono un esame delle Relazioni sulla Corporate Governance in cui le società sono chiamate a dichiarare la propria conformità al Codice;

- in secondo luogo, ha svolto un approfondimento delle effettive modalità con le quali i principi del Codice in materia di operazioni con parti correlate siano stati attuati per un campione di 30 società quotate²⁵.

30. L'analisi di dettaglio svolta dalla Consob ed esposta nell'Appendice 2, ha messo in luce alcune evidenze utili per la valutazione dell'efficacia finora mostrata dal Codice di Autodisciplina.

31. Innanzitutto, l'adeguamento alle raccomandazioni del Codice è parso in alcuni casi più formale che sostanziale: è infatti emerso come a fronte di una dichiarazione di adeguamento alle raccomandazioni pressoché unanime tra le società quotate, si presenti invece una rappresentazione spesso non pienamente trasparente della *governance* societaria in materia di operazioni con parti correlate nelle documentazioni appositamente redatte.

32. È, inoltre, emersa una forte differenziazione delle modalità concrete con cui i principi suggeriti dal Codice sono stati di fatto attuati. La valutazione del sistema di *governance* delineato per le operazioni con parti correlate ha mostrato che, nella vasta maggioranza dei casi e senza significativi distinguo per dimensione della società, l'adeguamento non si è spinto oltre il contenuto minimo dei principi e dei criteri applicativi, mentre sono state ignorate quasi del tutto le previsioni più stringenti comunque suggerite dal Codice.

33. L'osservazione delle prassi adottate ha comunque consentito di individuare degli esempi di *best practice*, riconducibili principalmente ad alcune società ad elevata capitalizzazione appartenenti all'S&P Mib. Tali *best practice* si sono complessivamente caratterizzate per:

- la previsione di criteri di identificazione delle operazioni di “significativo rilievo” quantitativi e differenziati a seconda della natura della parte correlata (controllate, controllante ecc.) e dell'operazione;

²⁴ Assonime e Emittenti Titoli S.p.A., “Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina delle società quotate”, Assonime Note e Studi n. 112, novembre 2007.

²⁵ Per ognuno dei tre indici di mercato S&P Mib, Midex e All Star, sono state selezionate le prime dieci società non bancarie con più elevata capitalizzazione.

- l'inclusione nell'area delle operazioni di significativo rilievo di transazioni che, per il particolare oggetto e indipendentemente dall'importo, sono da considerarsi rilevanti (es. operazioni aventi ad oggetto beni immateriali);
- l'esplicita previsione della cumulabilità degli importi delle transazioni intercorse con una stessa parte correlata ai fini della verifica della significatività dell'importo;
- un più frequente e sistematico coinvolgimento del comitato per il controllo interno, chiamato per lo più ad esprimere un parere sull'operazione e, in taluni casi, assegnatario di ulteriori poteri quali la sottoposizione al consiglio di operazioni non incluse tra quelle di significativo rilievo.

La disciplina informativa. L'esperienza applicativa dell'art. 71-bis del Regolamento Emittenti

34. Con riguardo alla trasparenza delle operazioni con parti correlate delle società italiane con azioni quotate, la Consob ha dettato una specifica disciplina informativa contenuta nell'art. 71-bis del Regolamento Emittenti²⁶.

35. In attuazione dell'art. 114 del TUF, la Consob ha introdotto l'obbligo per le società quotate di pubblicare un apposito documento informativo per le operazioni con parti correlate di una certa rilevanza, ossia per le operazioni che *“(...) per oggetto, corrispettivo, modalità o tempi di realizzazione possono avere effetti sulla salvaguardia del patrimonio aziendale o sulla completezza e correttezza delle informazioni, anche contabili, relative all'emittente”*. L'obbligo di redigere il documento informativo non sussiste se le stesse informazioni sono contenute in un comunicato reso in occasione di eventi e circostanze rilevanti ex art. 66 R.E. L'art. 71-bis, quindi, in coerenza con la finalità della norma primaria alla quale dà attuazione, è teso ad assicurare una trasparenza informativa sulle operazioni con parti correlate in grado di incidere in modo rilevante sulla situazione economica dell'emittente.

36. L'esperienza applicativa dell'art. 71-bis, presentata nell'Appendice 3, ha evidenziato alcuni profili di criticità che sono oggi all'attenzione della Consob e che spingono in direzione di una rivisitazione della disciplina in esame, al fine di migliorarne l'efficacia.

37. È innanzitutto da rilevare come il basso numero delle operazioni comunicate nel quinquennio di vigenza della norma (in media 17 casi all'anno) abbia da tempo segnalato

²⁶ Cfr. Appendice 1, paragrafo 2.1 (*“La disciplina Consob sulla trasparenza in materia di operazioni con parti correlate”*), per una illustrazione analitica della disciplina in vigore.

l'esistenza di possibili incertezze definitorie. Tali incertezze possono, almeno in parte, essere ricondotte al tenore stesso dell'articolo che si rivolge alle operazioni con parti correlate idonee a sortire “(...) *effetti sulla salvaguardia del patrimonio aziendale o sulla completezza e correttezza delle informazioni, anche contabili, relative all'emittente*”. La definizione di quali operazioni con parti correlate siano destinatarie degli obblighi di informativa è, quindi, fondata su elementi meramente qualitativi che di per sé lasciano alle società margini di discrezionalità interpretativa.

38. Inoltre, la stessa formulazione, nella parte in cui si riferisce a potenziali effetti sulla salvaguardia del patrimonio aziendale, potrebbe essere stata intesa secondo un'accezione negativa e potrebbe aver indotto alcuni emittenti a non redigere il prescritto documento informativo per operazioni che, ancorché rilevanti, non ponessero preoccupazioni in ordine alla tutela del patrimonio aziendale. Tale comportamento può essere motivato, in primo luogo, da considerazioni di ordine reputazionale che alcune società quotate possono avere collegato alla definizione in esame, tali da indurle ad evitare, ove possibile, l'applicazione dell'art. 71-bis. In secondo luogo, il riferimento ad operazioni in grado di produrre effetto sul patrimonio aziendale contribuisce a spiegare la circostanza che ad aver reso l'informativa in questione siano state quasi esclusivamente società a capitalizzazione medio-bassa. Per tali società, l'incidenza di una singola transazione sul livello di patrimonializzazione risulterà presumibilmente superiore rispetto ad una società ad elevata capitalizzazione e, pertanto, i possibili effetti sulla salvaguardia del patrimonio aziendale si produrranno con frequenza superiore rispetto a quest'ultima.
39. Da un'analisi delle caratteristiche delle operazioni con parti correlate finora comunicate emerge un'ampia differenziazione delle stesse tanto nelle tipologie di operazione (conferimenti, cessioni, acquisizioni di beni o attività, operazioni sul capitale, operazioni di finanziamento, fusioni), quanto nel tipo di controparte coinvolta (società controllate, soggetto controllante, società sottoposte a comune controllo, amministratori, società collegate).
40. Un approfondimento dell'analisi ha poi riguardato la dimensione delle operazioni comunicate in rapporto alla capitalizzazione della società quotata. Tale approfondimento ha interessato un sottoinsieme delle operazioni comunicate (63 su 84) per le quali è stato possibile desumere in modo certo il controvalore dalla lettura del documento informativo o

del comunicato. I risultati indicano che le 63 operazioni con parti correlate in esame hanno comportato mediamente la movimentazione di un ammontare di risorse che si attesta attorno al 17% della capitalizzazione media dei sei mesi precedenti della società che ha reso l’informativa.

41. Una più esaustiva analisi della distribuzione dell’indicatore dimensionale calcolato²⁷ (controvalore su capitalizzazione media a sei mesi dell’emittente) ha peraltro evidenziato un’ampia variabilità dello stesso, indicando quindi la presenza sia di operazioni di importo molto esiguo rispetto alla dimensione dell’emittente, sia di un minor numero di operazioni di importo estremamente rilevante, molte delle quali, oltretutto, intercorse con il soggetto controllante l’emittente e pertanto potenzialmente più delicate sotto il profilo della tutela degli interessi degli azionisti (Tabella 2.1).

Tabella 2.1. STATISTICHE DESCRITTIVE DELL’INDICATORE DIMENSIONALE DELLE OPERAZIONI				
NUMERO CASI	MEDIA INDICATORE DIMENSIONALE	MIN INDICATORE DIMENSIONALE	MAX INDICATORE DIMENSIONALE	MEDIANA INDICATORE DIMENSIONALE
63	17,32%	0,02%	142,98%	6,60%

42. Un’ulteriore criticità è emersa dall’osservazione dei tempi di comunicazione al mercato dell’operazione con parti correlate. Salvo il caso in cui l’informativa sia resa tramite comunicato *price sensitive*, e pertanto senza indugio, il comma 2 dell’art. 71-bis prevede che il documento informativo debba essere “(...) depositato presso la sede sociale e la società di gestione del mercato entro quindici giorni dalla conclusione delle operazioni (...)”. Tale previsione è stata in numerosi casi il motivo di una frammentazione dei flussi informativi verso il mercato per le operazioni la cui realizzazione ha richiesto del tempo per la negoziazione, la redazione di eventuali perizie e la formalizzazione dell’accordo. In questi casi si è spesso verificato che l’emittente abbia dato inizialmente notizia al mercato dell’intenzione di intraprendere l’operazione in questione²⁸, riconoscendone spesso il carattere *price sensitive*, ed il documento informativo abbia seguito anche di mesi questa prima comunicazione. Tale evidenza ha indotto la Consob a riflettere sull’opportunità di mantenere per il futuro le previsioni riguardanti la tempistica delle comunicazioni, nell’idea che la moltiplicazione dell’informativa al mercato su una stessa operazione, seppure con

²⁷ Cfr. Appendice 3 per una più completa analisi della dimensione delle operazioni comunicate ex art. 71-bis.

²⁸ Sia in adempimento degli obblighi di informazione su eventi e circostanze rilevanti, sia, ad esempio, nei comunicati contenenti la convocazione dell’assemblea e il relativo ordine del giorno.

livello di dettaglio chiaramente differente, non sia una soluzione efficiente né per il mercato, e quindi il pubblico degli investitori, né per le stesse società quotate.

3. Analisi delle opzioni regolamentari

1. L'attuazione da parte della Consob dell'art. 2391-*bis* c.c. ha richiesto un attento vaglio delle possibili soluzioni adottabili ai sensi della delega legislativa. Nell'individuare le diverse opzioni si è ritenuto opportuno considerare anche la disciplina già prevista in materia di trasparenza delle operazioni con parti correlate: l'emanazione dei principi di carattere generale di cui trattasi suggerisce infatti di realizzare un coordinamento della disciplina in materia di parti correlate (quella vigente e quella di nuova emanazione) che, partendo da una omogeneizzazione delle definizioni utilizzate²⁹, individui un unico e coerente complesso regolamentare. L'opportunità di definire un quadro unitario sarebbe, a parere della Consob, motivata dal riconoscimento di una complementarità tra gli strumenti di trasparenza verso il mercato e i principi di correttezza a cui le società dovrebbero ispirarsi nell'effettuazione delle operazioni in esame.
2. In questo paragrafo, nell'intento di assicurare all'*iter* regolamentare la più ampia trasparenza e *accountability*, si presenta una sintetica rassegna delle soluzioni regolatorie analizzate dalla Consob, distinguendo le due aree di intervento: il regime di trasparenza e i principi in materia di procedure da seguire per l'esame e l'approvazione delle operazioni con parti correlate. Tali ipotesi di regolamentazione, tra cui si è inclusa l'opzione di mantenimento dell'attuale regolamentazione, sono inoltre oggetto di una valutazione comparativa che contribuisce a spiegare le ragioni delle scelte compiute.

La revisione dell'art. 71-bis R.E.: la disciplina della trasparenza

3. La ridefinizione dell'ambito di applicazione dell'art. 71-*bis* è motivata, da un lato, dall'esigenza di superare le citate incertezze interpretative e applicative e, dall'altro, dall'esigenza di dare attuazione all'art. 154-*ter* TUF³⁰ in materia di informazione periodica

²⁹ Operazioni rilevanti con parti correlate, operazioni atipiche e inusuali.

³⁰ In attuazione della Direttiva *Transparency* il nuovo art. 154-*ter*, comma 2, del TUF ("*Relazioni finanziarie*") prevede specifici obblighi informativi sulle operazioni rilevanti con parti correlate nella semestrale. In particolare, tale norma dispone quanto segue:

"....2. Entro sessanta giorni dalla chiusura del primo semestre dell'esercizio, gli emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine pubblicano una relazione finanziaria semestrale comprendente il bilancio semestrale abbreviato, la relazione intermedia sulla gestione e l'attestazione prevista dall'articolo 154-*bis*, comma 5.....

3.....

4. La relazione intermedia sulla gestione contiene almeno riferimenti agli eventi importanti che si sono verificati nei primi sei mesi dell'esercizio e alla loro incidenza sul bilancio semestrale abbreviato, unitamente a una descrizione dei principali rischi e incertezze per i sei mesi restanti dell'esercizio. Per gli emittenti azioni quotate aventi l'Italia come

sulle operazioni con parti correlate rilevanti (per maggiori dettagli si rinvia all'Appendice 1). Il disposto di tale articolo rende infatti opportuno che sia definito con maggiore chiarezza quali operazioni con parti correlate siano da considerarsi "rilevanti". La rivisitazione dell'art. 71-*bis* R.E., oltretutto, costituirebbe l'occasione per estendere anche agli emittenti azioni diffuse³¹ una più completa trasparenza su operazioni di cui sia la Consob, sia l'esperienza applicativa presentata nelle pagine precedenti, riconoscono la rilevanza per le esigenze informative del mercato.

4. Ravvisata l'opportunità di intervenire sul regime di trasparenza, è stata realizzata una analisi degli effetti di una modifica alla disciplina attuale riguardante gli aspetti che hanno manifestato le maggiori debolezze. Tale analisi è stata realizzata confrontando una ipotesi di regolamentazione possibile (Ipotesi Trasparenza A) con la cosiddetta opzione zero, rappresentata dal mantenimento integrale della disciplina attuale.
5. L'opzione zero prevede infatti il mantenimento della regolamentazione attualmente in vigore, contenuta nell'art. 71-*bis*. Nonostante non vi sia una vera e propria necessità di modificare la predetta disciplina è tuttavia da tenere presente che l'art. 154-*ter* TUF delega la Consob ad individuare il contenuto delle informazioni sulle operazioni con parti correlate rilevanti da includere nella relazione intermedia sulla gestione e ciò costituisce un'utile occasione per dare chiarezza al concetto di "rilevanza". Quindi l'ipotesi zero, ancorché realizzabile, non farebbe venir meno l'obbligo di identificazione dei contenuti dell'informativa periodica che discende dall'art. 154-*ter* TUF.
6. L'**Ipotesi Trasparenza A** prevede invece una innovazione della disciplina attuale, e più precisamente il rafforzamento del regime di trasparenza e l'estensione del suo ambito di applicazione, nell'intento di superare i limiti emersi dall'esperienza applicativa dell'art. 71-*bis*. Le scelte relative a questa opzione di regolamentazione prevedono:
 - una definizione delle operazioni rilevanti fondata su criteri prevalentemente quantitativi e integrata da delimitati criteri qualitativi (lasciando facoltà alle società di stabilire criteri

Stato membro d'origine, la relazione intermedia sulla gestione contiene, altresì, informazioni sulle operazioni rilevanti con parti correlate.

6. La Consob, in conformità alla disciplina comunitaria, stabilisce

con regolamento: ...c) il contenuto delle informazioni sulle operazioni rilevanti con parti correlate di cui al comma 4..".

³¹ Si ricorda infatti che attualmente la disciplina dell'art. 71-*bis* RE non si indirizza alle società con titoli diffusi (e neanche quella relativa alla redazione di documenti informativi per operazioni di fusione, scissione, acquisizione e dismissione significative). Alle società con titoli diffusi è però applicabile in via generale la disciplina *price sensitive* nonché la redazione del documento informativo per i c.d. piani di *stock option* previsto dall'art. 84-*bis* R.E.

anche più stringenti);

- la differenziazione delle soglie di rilevanza quantitative, limitatamente alle operazioni con il soggetto controllante, in funzione degli assetti proprietari della società quotata, in particolare nelle situazioni caratterizzate da una separazione tra proprietà e controllo strutturalmente più elevata³² (società soggette ad attività di direzione e coordinamento, società controllate da un'altra società quotata, società che hanno emesso azioni senza diritto di voto o con voto limitato, società il cui statuto prevede limiti al possesso azionario o all'esercizio del diritto di voto);
- l'estensione della disciplina sulla trasparenza anche agli emittenti azioni diffuse;
- un doppio regime di trasparenza per le operazioni rilevanti:
 - o trasparenza immediata, tramite documento informativo da rendere al mercato senza indugio dopo la delibera di approvazione;
 - o trasparenza periodica, ovvero sia l'indicazione analitica delle operazioni rilevanti con parti correlate concluse nel periodo di riferimento nella relazione sulla gestione (intermedia ovvero annuale);
- la facoltà di escludere dal novero delle operazioni rilevanti quelle da concludersi con società controllate (sempre che in tali società non vi siano interessi di altre parti correlate), ovvero quelle effettuate in attuazione di piani di compensi basati su strumenti finanziari³³.

7. Allo scopo di illustrare le ragioni che hanno indotto la Consob a ridefinire la disciplina attuale si propone un'analisi qualitativa dei costi e benefici incrementali connessi alla modifica della regolamentazione vigente. Le singole voci di costi e benefici sono state valutate mediante attribuzione di punteggi che riflettono la seguente scala di valutazione comparativa rispetto all'opzione zero (Tabella 3.1).

TABELLA 3.1. SCHEMA PER L'ANALISI COSTI-BENEFICI: SCALA DI VALUTAZIONE COMPARATIVA DELLE IPOTESI REGOLAMENTARI RISPETTO ALL'OPZIONE ZERO						
+3	+2	+1	0	-1	-2	-3
Benefici ampi 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 ampi rispetto all'opzione 0

³² Si prevedono per queste situazioni soglie ridotte al quinto di quelle ordinarie.

³³ In quanto già approvati dall'assemblea ai sensi dell'art. 114-bis del TUF.

8. La valutazione viene effettuata per singola categoria di soggetti interessati: gli investitori, gli emittenti, l’Autorità di controllo 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.

9. La scelta di questa metodologia di valutazione dei costi e benefici, di tipo prevalentemente qualitativo, dipende dalla difficoltà, per la materia in esame, di poter individuare misure quantitative che siano in grado di rappresentare adeguatamente gli effetti delle diverse opzioni. Si tratta di una metodologia già utilizzata da altre Autorità di vigilanza e che contiene indubbiamente notevoli elementi di discrezionalità, in particolar modo per quanto riguarda l’attribuzione dei punteggi assegnati alle specifiche tipologie di costi e di benefici individuati, che però assumono rilevanza non in termini assoluti ma esclusivamente come valutazione relativa rispetto all’ipotesi di mantenere il regime attualmente vigente.

10. Prima di confrontare l’ipotesi regolamentare di modifica dell’art. 71-*bis* con l’ipotesi di mantenimento della disciplina attuale, è opportuno procedere ad un esame di quest’ultima disciplina che permetta di identificarne chiaramente i principali costi e benefici per le categorie di destinatari più significative (Tabella 3.2). Coerentemente con l’approccio metodologico adottato, a tali elementi (costi e benefici) non viene attribuito un punteggio, in quanto essi servono proprio come parametro di riferimento per attribuire un giudizio comparativo alle diverse opzioni di modifica regolamentare.

Tabella 3.2. Trasparenza: opzione zero		
	BENEFICI	COSTI
	Descrizione	Descrizione
INVESTITORI		Opacità informativa sulle operazioni con parti correlate che non sono oggetto di comunicazione
		Mancanza di informativa analitica su base periodica sulle più importanti operazioni con parti correlate
		Informazione non sempre tempestiva
EMITTENTI	Possibilità di mantenere gli attuali criteri di identificazione delle operazioni da comunicare	Rischio reputazionale per chi rende l’informativa legato alla connotazione potenzialmente negativa della formulazione dell’art. 71- <i>bis</i>
		Costo della doppia comunicazione nei casi in cui il documento informativo sia comunque preceduto dal comunicato <i>price sensitive</i> (nonostante l’art. 71- <i>bis</i> consenta di rendere l’informativa in modo unitario)

AUTORITÀ DI VIGILANZA		Scarso valore segnaletico delle operazioni comunicate dovuto alla definizione incerta dell'art. 71- <i>bis</i>
COLLETTIVITÀ (benefici e costi continuativi indiretti)		Frammentazione dei flussi informativi diretti al mercato e conseguente riduzione dell'efficienza informativa, intesa come capacità dei prezzi di incorporare in ogni istante tutte le informazioni rilevanti sull'emittente.

11. La Tabella 3.2 illustra chiaramente che, a fronte di un beneficio per gli emittenti rappresentato dalla possibilità di mantenere gli attuali criteri di identificazione delle operazioni da comunicare e quindi di non dover procedere a innovazioni organizzative e procedurali, la disciplina attuale manifesta una serie di costi per tutte le categorie di destinatari individuate:

- in primo luogo, per gli investitori la scarsa efficacia della disciplina attuale porta con sé una limitata informazione sull'operatività con le parti correlate, da imputare ad una definizione poco chiara delle operazioni da rendere trasparenti e, con ogni probabilità, ad una sua interpretazione restrittiva da parte degli emittenti. Il dettaglio informativo per gli investitori non è d'altra parte accresciuto a sufficienza dai documenti contabili, dal momento che i bilanci forniscono esclusivamente un'informativa su base aggregata riguardo la consistenza dei rapporti in corso con parti correlate e, secondo quanto previsto dalla Consob con Comunicazione n. 6064293 del 28 luglio 2006, riguardo la loro incidenza sulla situazione patrimoniale e finanziaria, sul risultato economico nonché sui flussi finanziari della società e/o del gruppo. Infine, è stata già evidenziata in più punti la scarsa utilità di un'informazione non tempestiva;
- in secondo luogo, la disciplina attuale presenta dei costi per gli stessi emittenti. Uno di questi è dato da eventuali conseguenze di carattere reputazionale che la comunicazione ex art. 71-*bis* può avere presso il pubblico degli investitori, ovverosia di segnalazione di anomalie nella gestione o nella correttezza della documentazione contabile³⁴. Un altro costo è rappresentato dall'evidente inefficienza dei casi, precedentemente evidenziati, di doppia comunicazione al mercato della stessa operazione, inizialmente tramite comunicato *price sensitive* e successivamente con il documento informativo ex art. 71-*bis*;
- in terzo luogo, per la stessa Autorità di vigilanza la disciplina attuale presenta l'inefficienza di aver realizzato una trasparenza informativa con scarso valore

³⁴ Cfr. Appendice 2.

segnaletico;

- da ultimo, per la collettività, categoria che come si è detto vuole rappresentare l'insieme dei destinatari indiretti della norma, le condizioni di opacità informativa e la frammentazione delle comunicazioni inviate al mercato hanno effetti negativi sull'efficienza informativa, con conseguenti possibili ripercussioni sul meccanismo di formazione dei prezzi che possono non incorporare tempestivamente il valore segnaletico delle operazioni con parti correlate.

Tabella 3.3. Ipotesi Trasparenza A: rafforzamento e ampliamento del regime di trasparenza				
	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 (set-up costs)	
			Ridefinizione dei criteri per identificare le operazioni rilevanti	-1
			Estensione della trasparenza anche a emittenti titoli diffusi	-1
			Costi continuativi (on-going costs)	
			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 (confronto benefici / costi totali)			+4	
BENEFICI NETTI A REGIME (confronto benefici / costi continuativi)			+6	

12. È possibile analizzare compiutamente i costi e benefici incrementali dell'Ipotesi Trasparenza A che, come già descritto, prevede il rafforzamento e l'ampliamento dell'ambito di applicazione dell'attuale regime di trasparenza. La Tabella 3.3 contiene una descrizione qualitativa dei costi e benefici individuati e una loro quantificazione mediante attribuzione dei punteggi descritti nella Tabella 3.1.

- A giustificazione delle valutazioni compiute, si può affermare che 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, in quanto resa senza indugio, e più chiara, in quanto unitaria e non frammentata in più documenti o comunicati. Ancor più rilevante è l'ulteriore beneficio per gli investitori connesso all'accrescimento della trasparenza complessiva sulle potenziali espropriazioni di benefici privati in favore di azionisti di controllo e/o manager che possono nascondersi dietro alcune delle operazioni con parti correlate. Una maggiore trasparenza, in primo luogo, costituisce un disincentivo ad espropriazioni evidenti e, in secondo luogo, è un presupposto per il corretto operare della disciplina di mercato, grazie alla quale un emittente che abbia intrapreso operazioni in conflitto di interesse a condizioni inique sarebbe sanzionato dal mercato con una cattiva performance delle quotazioni³⁵.
- Gli emittenti sono, come prevedibile, la categoria di destinatari per cui l'ipotesi regolamentare in esame si presenta più costosa. 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: il documento informativo deve essere pubblicato senza indugio dopo la

³⁵ I due benefici pur attenendo allo stesso profilo, l'aumento della trasparenza, investono nella valutazione della Consob due sfere distinte:

- il primo beneficio rileva ai fini di una corretta informazione di chiunque vanti un interesse nella società e alla condivisione dei suoi risultati economici (azionista investitore, creditori, ecc.);
- il secondo beneficio attiene alla riduzione del rischio di espropriazione a danno degli azionisti di minoranza.

deliberazione delle operazioni secondo le modalità previste all'art. 66 R.E. per i comunicati *price sensitive*. Quest'ultimo costo appare non particolarmente rilevante per gli emittenti in quanto, prevedendo specifici flussi informativi a favore dell'organo deliberante l'operazione, si ritiene che tutte le informazioni che costituiscono oggetto del documento informativo possano essere a disposizione del predetto organo al momento della delibera. Al riguardo, si precisa che il contenuto del documento informativo previsto allo schema 4 dell'Allegato 3B al Regolamento Emittenti è stato integrato ma, per rendere possibile la comunicazione senza indugio, sono state richieste solo informazioni che possono essere nella immediata disponibilità dell'organo deliberante (con riguardo, ad esempio, agli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'operazione non sono stati richiesti dati pro-forma che presuppongono una relazione della società di revisione³⁶). 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 benefico che risiede nell'accresciuta certezza definitoria delle operazioni che devono essere rese note al mercato tramite documento informativo, 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 beneficio³⁷ derivante dal miglioramento della trasparenza e dell'efficienza del mercato, che quindi aumenterebbe la propria capacità di attrarre investitori.

13. Confrontando i costi e benefici finora esposti si perviene alla determinazione del beneficio netto incrementale dell'Ipotesi Trasparenza A rispetto all'opzione zero. Tale beneficio può

³⁶ Nello schema di documento informativo è precisato che, solo se l'operazione supera i parametri di significatività previsti per le operazioni di fusione/scissione, acquisizione/dismissione significative di cui agli artt. 70 e 71 del Regolamento Emittenti, saranno pubblicati, nei termini ivi previsti, dati pro-forma nei relativi documenti informativi.

³⁷ Il giudizio basso attribuito a questa categoria di beneficio è frutto dell'adozione di una logica valutativa prudente che è stata seguita per la verità in tutta l'analisi, e in particolare in riferimento agli effetti del provvedimento sui destinatari indiretti, la cui valutazione presenta i maggiori profili di incertezza.

essere in prima analisi calcolato come mera differenza tra i benefici e i costi complessivi dell'opzione regolamentare in esame, e risulta essere positivo (+4). Il beneficio netto di lungo periodo è ancora più consistente (+6) in quanto esclude dal computo dei costi gli oneri iniziali di adeguamento da sostenere *una tantum* (*one-off costs*).

14. Alla luce delle precedenti considerazioni l'Ipotesi Trasparenza A appare desiderabile in un'ottica sia di breve che di lungo termine. I contenuti specifici di questa scelta saranno illustrati nel successivo capitolo 4, nonché nell'articolato.

L'attuazione dell'art. 2391-bis c.c.: i principi in materia di procedura per le operazioni con parti correlate

15. 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, di cui il presente capitolo fornisce una esposizione sintetica e la valutazione comparativa.

16. Le ipotesi di regolamentazione vagliate dalla Consob per l'attuazione della delega contenuta nell'art. 2391-bis possono essere schematizzate come segue:

- opzione zero: mantenimento della regolamentazione attuale in materia di operazioni con parti correlate;
- Ipotesi Correttezza A: rinvio ai principi in materia di trasparenza e correttezza sostanziale e procedurale affermati dal Codice di Autodisciplina delle società quotate;
- Ipotesi Correttezza B: fissazione di principi per svolgimento delle operazioni con parti correlate che prevedano il coinvolgimento dei consiglieri indipendenti;
- Ipotesi Correttezza C: affermazione di un principio di competenza decisionale dell'assemblea dei soci in materia di operazioni (rilevanti) con parti correlate.

Tabella 3.4. Correttezza: Opzione zero		
	BENEFICI	COSTI
	Descrizione	Descrizione
INVESTITORI		Mancanza di <i>enforcement</i> sull'applicazione dei principi del codice di autodisciplina
		Rischi di espropriazione per non adesione ai principi del codice di autodisciplina
EMITTENTI	Non si impongono oneri aggiuntivi significativi agli emittenti	Mancanza di chiari standard applicativi dei principi del codice di autodisciplina
	Possibilità per gli emittenti di differenziare le procedure in funzione delle loro caratteristiche specifiche e della loro eventuale volontà di segnalare al mercato un approccio più rigoroso	Costo del capitale più elevato per rischi di espropriazione
AUTORITÀ DI VIGILANZA		Difficoltà di garantire la tutela degli investitori
COLLETTIVITÀ (benefici e costi continuativi indiretti)		Rischio reputazionale del mercato italiano per standard normativi inferiori a quelli degli altri principali mercati
		Meccanismi di selezione avversa nell'accesso delle società al mercato del capitale di rischio

17. L'opzione zero costituisce innanzitutto un punto di riferimento puramente teorico, dal momento che la delega contenuta nell'art. 2391-*bis* impone alla Consob la definizione dei principi generali che assicurino la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate. L'opzione di mantenimento dello *status quo*, diversamente dal caso della trasparenza, non è quindi praticabile per questa area di intervento. Tuttavia, l'esplicita considerazione dell'ipotesi zero è dettata da motivazioni di ordine metodologico legate alla valutazione dei costi e dei benefici delle altre opzioni regolamentari secondo lo stesso approccio già illustrato per la disciplina della trasparenza. La descrizione dei costi e benefici ricollegabili all'ipotesi di mantenimento della situazione attuale, distinti per categoria di destinatario, costituisce quindi il punto di partenza dell'analisi comparativa delle altre opzioni di regolamentazione individuate (Tabella 3.4).

- La disciplina attualmente in vigore in materia di correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni è costituita dalle raccomandazioni contenute nel Codice di Autodisciplina delle società quotate³⁸. Il sistema del *comply or explain* e la mancanza di meccanismi di *enforcement* del Codice costituiscono un rilevante costo per gli

³⁸ Il Codice quindi si applica alle sole società con azioni quotate, e non agli emittenti azioni diffuse.

investitori, non fornendo garanzie sufficienti in ordine alla riduzione del rischio di espropriazione di benefici a loro danno.

- Dal punto di vista degli emittenti, il mantenimento dello *status quo*, oltre a non determinare alcun aggravio di oneri, conferisce una notevole libertà di articolazione delle procedure in funzione delle caratteristiche dell'operazione e/o della controparte. Le società sono altresì libere di stabilire se e in quale misura allinearsi alle *best practice* suggerite dal Codice, ovvero se discostarsene previa affermazione di tale ultima scelta. Un approfondimento sull'efficacia applicativa del Codice ha peraltro mostrato come la filosofia del *comply or explain* sia stata non pienamente valorizzata, in quanto si sono riscontrati casi in cui l'adesione al Codice si è manifestata piena nella forma ma "timida" nella sostanza. Per la verità, la mancanza nel Codice di chiari standard applicativi costituisce uno svantaggio per le stesse società quotate, per le quali l'incentivo ad adottare le soluzioni più articolate ed efficaci, ma verosimilmente più onerose, non è sufficientemente forte. Oltretutto, l'esistenza e la percezione da parte del mercato di un concreto rischio di espropriazione dà luogo a quotazioni che scontano tale rischio e determina, in ultima analisi, un maggior costo del capitale per l'emittente.
- Dal punto di vista dell'Autorità di vigilanza, il quadro normativo attuale non consente alcun intervento diretto (o anche mediato) in merito alle procedure delle operazioni, ma solo ed esclusivamente sulla loro trasparenza.
- Infine, per la collettività il mantenimento della situazione attuale sarebbe una soluzione inefficace per almeno due ordini di ragioni:
 - o in primo luogo, nel sistema di *corporate governance* italiano i benefici privati del controllo sono ritenuti elevati: l'esistente letteratura in materia, i cui risultati devono essere interpretati con le necessarie cautele in considerazione dell'ampio dibattito sulla metodologia e sulla rappresentatività delle analisi, fornisce stime per il mercato italiano che oscillano tra il 29%³⁹ ed il 37%⁴⁰ del valore della società. Tali stime contribuiscono a determinare uno scarso *standing* reputazionale del nostro mercato dei capitali nel confronto internazionale⁴¹;
 - o in secondo luogo, dalla bassa qualità media della *governance* delle società quotate possono attivarsi meccanismi di selezione avversa secondo i quali società con

³⁹ Nenova T. (2003), "The value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis", *Journal of Financial Economics*, 68, 325-351.

⁴⁰ Dick A. e L. Zingales (2004), "Private Benefits of Control: An International Comparison", *Journal of Finance*, 59, 537-600.

⁴¹ I benefici privati del controllo sono stimati attorno al 2% negli Stati Uniti, al 9% nel Regno Unito e in Germania e al 27% in Francia. cfr. Nenova, *op.cit.*

basso rischio di espropriazione si troverebbero ad operare in un mercato che non è in grado di premiare la qualità della loro *governance*, e avrebbero per questo incentivo ad uscirne o a non entrarvi del tutto.

18. L'**Ipotesi Correttezza A** prevede che la Consob, invece di emanare i principi a cui le società dovranno attenersi nella definizione delle loro procedure interne, rinvii tramite regolamento alle raccomandazioni che sul tema sono dettate dal Codice di Autodisciplina.
19. Tale soluzione implicherebbe, in primo luogo, un'estensione dell'effettivo ambito di applicazione del Codice, per la parte relativa a questa materia, anche alle società con titoli diffusi. Si tratta, in secondo luogo, di una opzione regolamentare che comporterebbe uno sforzo di attuazione più contenuto per le società quotate già dichiaratesi conformi alle previsioni del Codice in materia.
20. Il rinvio ai principi contenuti nel Codice di Autodisciplina implicherebbe che, in accordo con il disposto dell'art. 2391-*bis*, l'organo di controllo sia investito dell'obbligo di vigilare sulla loro effettiva attuazione e quindi ad esso spetti l'*enforcement*. Si realizzerebbe pertanto una sostanziale modifica rispetto all'impostazione del Codice in quanto non si lascerebbe più spazio alla facoltà per gli emittenti di allontanarsi dai suoi contenuti previa giustificazione delle scelte compiute. Alla Consob spetterebbe un *enforcement* di "secondo livello", ovvero sia il potere di sanzionare ai sensi dell'art. 193 TUF i componenti dell'organo di controllo quando questi vengano meno ai doveri di vigilanza sull'osservanza dei principi.
21. Si ricorda che il Codice di Autodisciplina per la parte "Operazioni con parti correlate e interessi degli amministratori" prevede:
 - l'adozione da parte del consiglio di amministrazione, sentito il comitato per il controllo interno, di procedure per l'approvazione e l'esecuzione delle operazioni;
 - la raccomandazione di una competenza del consiglio di amministrazione per l'esame e l'approvazione delle operazioni aventi significativo rilievo;
 - la definizione da parte del consiglio di amministrazione dei criteri per individuare le specifiche operazioni che devono essere approvate previo parere del comitato per il controllo interno e/o con l'assistenza di esperti indipendenti;
 - l'esemplificazione di alcune *best practice* nel commento al principio (es. parere

preventivo del comitato per il controllo interno, affidamento delle trattative ad uno o più amministratori indipendenti o privi di legami con la parte correlata, ricorso ad esperti indipendenti, eventualmente selezionati da amministratori indipendenti).

Tabella 3.5. Ipotesi Correttezza A: adozione dei principi del codice di Autodisciplina				
	BENEFICI		COSTI	
	Descrizione	Punteggio	Descrizione	Punteggio
INVESTITORI	Maggiore certezza sulla <i>compliance</i> degli emittenti rispetto ai principi adottati grazie alla possibilità di <i>enforcement</i>	+1		
EMITTENTI	Minore costo del capitale per riduzione dei rischi potenziali di espropriazione	+1	Costi iniziali (set-up costs)	
			Necessità di adottare procedure in linea con i principi del codice di autodisciplina	-1
			Costi continuativi (on-going costs)	
			Venir meno della possibilità di discostarsi dai principi del codice di autodisciplina	-1
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	+1	Costi iniziali (set-up costs)	
			Costi continuativi (on-going costs)	
			Necessità di realizzare attività di vigilanza sulle modalità di applicazione dei principi	-2
COLLETTIVITÀ (benefici e costi continuativi indiretti)	Miglioramento della reputazione del mercato	+1		
	Riduzione dell'effetto di selezione avversa nell'accesso al mercato	+1		
TOTALE	+5		Costi iniziali	-1
			Costi continuativi	-3
			Costi totali	-4
BENEFICI NETTI (confronto benefici / costi totali)			+1	
BENEFICI NETTI A REGIME (confronto benefici / costi continuativi)			+2	

22. Tuttavia, non soltanto l'analisi dell'efficacia del Codice tracciata nel precedente capitolo, ma anche l'osservazione della modalità con cui l'autodisciplina ha effettivamente attuato la regolazione di un fenomeno complesso quale l'operatività con le parti correlate, inducono ad analizzare attentamente i vantaggi e svantaggi di una simile scelta. Seguendo la metodologia

già adottata per la trasparenza, sono stati valutati i costi e benefici incrementali dell'Ipotesi Correttezza A rispetto all'opzione zero mediante attribuzione dei punteggi descritti nella Tabella 3.1.

- La principale innovazione dell'Ipotesi Correttezza A rispetto all'opzione nulla risiede nella possibilità che venga effettivamente realizzato un *enforcement* delle raccomandazioni. Di tale novità beneficiano, in primo luogo, gli investitori della società quotata che possono quindi contare su una maggiore certezza dell'effettiva adozione delle procedure *ad hoc* e sul loro rispetto.
- La presenza di meccanismi di *enforcement* ridurrebbe il rischio di espropriazione e produrrebbe pertanto un beneficio incrementale che l'emittente vedrebbe riflesso in un minor costo del capitale. Dal lato dei costi, le società con titoli diffusi e le quotate non del tutto aderenti al Codice dovrebbero sostenere degli oneri iniziali di adeguamento, e tutti gli emittenti sopporterebbero un costo continuativo dovuto al venir meno della possibilità di discostarsi dall'autoregolamentazione.
- Questa ipotesi di regolamentazione permetterebbe all'Autorità di vigilanza di realizzare, come si è già accennato, una forma di controllo sull'implementazione del Codice attraverso i poteri sanzionatori nei confronti dell'organo di controllo. Da lato dei costi, la stessa Autorità è tenuta a predisporre e mantenere degli strumenti di vigilanza sul rispetto da parte degli emittenti dei principi. L'onerosità di queste attività sarà per la Consob proporzionale all'ampiezza, allo stato attuale consistente, dei margini di flessibilità che il Codice di Autodisciplina attribuisce alle società nella definizione dei principi.
- Dal punto di vista della collettività, infine, l'ipotesi in esame realizza un contenuto beneficio in entrambi i fallimenti evidenziati dal regime attuale, contribuendo ad un miglioramento della reputazione del mercato e ad una riduzione dell'effetto di selezione avversa.

23. Il computo del beneficio netto dell'Ipotesi Correttezza A individua un modesto beneficio netto, risultante dalla differenza tra costi e benefici totali, positivo (+1). Il beneficio netto risulterebbe marginalmente più elevato (+2) a regime, cioè trascurando i costi iniziali di adeguamento.

24. L'**Ipotesi Correttezza B** prevede invece la fissazione da parte della Consob dei principi sulla trasparenza e correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni ai sensi dell'art.

2391-bis. L'emanazione di tali principi muove necessariamente dalla valutazione dell'efficacia delle soluzioni attualmente adottabili nel contesto normativo e adottate dal mercato. 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.

25. Le scelte relative all'Ipotesi B in materia di principi di correttezza prevedono:

- l'attribuzione di una riserva di competenza a deliberare al consiglio di amministrazione o, se l'operazione è delegabile, ad un comitato ristretto di amministratori indipendenti;
- la centralità del ruolo degli amministratori indipendenti nell'intero processo (nell'approvazione delle procedure, nella conduzione delle trattative, nell'istruttoria della proposta, nell'approvazione dell'operazione e nella facoltà di ricorso ad esperti indipendenti a supporto di tutte le fasi);
- la differenziazione delle procedure che le società dovranno emanare tra due categorie di operazioni: le operazioni rilevanti e le altre operazioni. La rilevanza dovrà essere qualificata dalle stesse società secondo criteri quantitativi e qualitativi che tengano almeno conto della definizione di operazioni con parti correlate rilevanti da introdurre nel regime di trasparenza (cfr. *supra*);
- una graduazione dell'intensità del ruolo degli indipendenti in funzione della rilevanza dell'operazione e della competenza decisionale (CdA, comitato ristretto di amministratori indipendenti, assemblea);
- la previsione di una adeguata informazione e documentazione da fornire *ex ante* agli organi competenti a deliberare ed *ex post* agli organi di amministrazione e controllo;
- la possibilità di non applicare le procedure nei casi di esclusione già specificati per la trasparenza delle operazioni, e per le operazioni di importo esiguo;
- la possibilità di derogare ai principi stabiliti per le operazioni rilevanti per le società quotate di minori dimensioni (società a bassa capitalizzazione), di recente quotazione e per le società con azioni diffuse;
- qualora la competenza dell'operazione spetti all'assemblea, la previsione di specifici meccanismi di approvazione delle delibere che assicurino che le stesse non siano state assunte con il voto decisivo delle parti correlate (meccanismi di c.d. *whitewash*) o, in alternativa, la previsione di un ruolo determinante degli amministratori

indipendenti nell'elaborazione della proposta da sottoporre all'assemblea.

Tabella 3.6. Ipotesi Correttezza B: coinvolgimento degli amministratori indipendenti				
	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 (set-up costs)	
			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 (on-going costs)	
			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 (set-up costs)	
			Costi continuativi (on-going costs)	
			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 (confronto benefici / costi totali)			+3	
BENEFICI NETTI A REGIME (confronto benefici / costi continuativi)			+6	

26. La Tabella 3.6 contiene la descrizione dei principali benefici e costi incrementali attribuibili all'Ipotesi Correttezza B e la loro quantificazione secondo la consueta metodologia qualitativa.

- 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. Un ulteriore beneficio diretto degli azionisti di minoranza della quotata risiede nella concreta possibilità di incidere sull'approvazione delle operazioni rilevanti qualora questa sia demandata all'assemblea, grazie a meccanismi che rendano determinante il voto delle minoranze. 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 (o più verosimilmente di gruppi di azionisti), 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 costi simili a quelli già discussi per l'Ipotesi Correttezza A, cioè gli oneri di implementazione e di mantenimento di un modello di vigilanza basato su principi, ma consegue un beneficio ulteriore rispetto alla precedente opzione regolamentare 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, a parere della Consob, 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 (quelle per le operazioni rilevanti) per le società neoquotate, le società quotate di minori dimensioni⁴² e per gli emittenti azioni diffuse, che possono limitarsi a definire le procedure più flessibili in accordo con i principi stabiliti per le "altre operazioni".

27. Dalle valutazioni appena esposte emerge per l'Ipotesi Correttezza B un beneficio netto complessivo in linea con la precedente ipotesi regolamentare (+3) ed un beneficio netto a regime molto più elevato (+6).

28. Infine, l'**Ipotesi Correttezza 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 dell'assemblea è, come illustrato nell'Appendice 1, paragrafo 3, una soluzione adottata in contesti normativi esteri⁴³, quali il Regno Unito e la Francia, seppure nel primo caso si tratti di una approvazione al compimento dell'operazione

⁴² Per il tempo in cui mantengono tale *status*.

⁴³ È necessario ricordare come gli assetti proprietari delle società quotate italiane siano sensibilmente differenti da quelli prevalenti sul mercato anglosassone. La diffusione della proprietà che caratterizza quest'ultima realtà delinea una situazione in cui l'interesse dei soci potrebbe essere sacrificato a vantaggio del management e dei gruppi di azionisti che lo hanno nominato. Invece, in un contesto di proprietà concentrata quale il nostro, la separazione tra proprietà e controllo fa emergere un conflitto di interessi tra azionista di controllo e azionisti di minoranza, per la cui risoluzione l'assemblea dei soci non sempre è la sede più opportuna.

mentre nel secondo di una ratifica successiva. Nella definizione dell'ipotesi in esame si è fatto riferimento alla competenza assembleare nella fase di approvazione dell'operazione e non alla ratifica successiva (a fine esercizio), in quanto tale soluzione sembra assicurare una maggiore certezza all'operatività delle società (non si pongono, infatti, i problemi della validità delle operazioni eseguite e successivamente non ratificate dall'assemblea).

29. Per rendere la prevenzione dei rischi di espropriazione effettiva l'Ipotesi Correttezza C prevede ulteriori presidi:

- meccanismi cosiddetti di *whitewash*, ovvero sia l'introduzione nelle procedure di strumenti volti ad assicurare che la deliberazione dell'assemblea non sia assunta grazie al voto determinante della parte correlata;
- una adeguata informazione preventiva ai soci partecipanti all'assemblea che consenta una valutazione di merito dell'operazione (da rendere con sufficiente anticipo);
- limitazione del ricorso all'assemblea per le operazioni con parti correlate che sono rilevanti secondo le procedure adottate dall'emittente (che tengono almeno conto della definizione di rilevanza prevista dalla disciplina sulla trasparenza).

TABELLA 3.7. Ipotesi Correttezza C: competenza assembleare				
	BENEFICI		COSTI	
	Descrizione	Punteggio	Descrizione	Punteggio
INVESTITORI	Possibilità di esercitare un ruolo determinante nell'approvazione delle delibere assembleari relative ad operazioni con parti correlate grazie alle procedure di whitewash	+3	Necessità di partecipare attivamente all'assemblea per influire sulle delibere di approvazione	-2
EMITTENTI	Minore costo del capitale per riduzione dei rischi potenziali di espropriazione	+2	Costi iniziali (set-up costs)	
			Ridefinizione delle procedure interne	-1
			Costi continuativi (on-going costs)	
			Convocazione dell'assemblea per ogni operazione rilevante	-3
			Mancata realizzazione di operazioni nell'interesse della società per i tempi e i costi di convocazione di assemblea	-1
AUTORITÀ DI VIGILANZA	Maggiore possibilità di garantire la tutela degli azionisti	+2	Costi iniziali (set-up costs)	
			Costi continuativi (on-going costs)	
			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		
Totale	+11		Costi iniziali	-1
			Costi continuativi	-8
			Costi totali	-9
BENEFICI NETTI (confronto benefici / costi totali)			+2	
BENEFICI NETTI A REGIME (confronto benefici / costi continuativi)			+3	

30. La Tabella 3.7 contiene le indicazioni emerse dall'analisi dei costi e benefici di questa opzione di regolamentazione rispetto alla situazione attuale.

- Alle voci di beneficio e costo individuate per la categoria degli investitori nella quotata,

in parte coincidenti con quelle già trattate nell'analisi dell'Ipotesi B, è in questo caso attribuito un punteggio più elevato. Difatti, il passaggio dell'operazione in assemblea, che era nell'opzione precedente sola una delle possibili soluzioni adottabili, è nell'Ipotesi Correttezza C necessario. Da ciò deriva che i benefici per gli investitori che possono disporre di un'informazione preventiva sulle operazioni e, soprattutto, esercitare un ruolo determinante nella loro approvazione, sono molto elevati. Ne deriva altresì che il costo connesso alla valutazione di merito e all'effettivo esercizio dei diritti di voto da parte dell'azionista di minoranza risulta parimenti accresciuto.

- Dal punto di vista degli emittenti, a fronte di un effetto stimato rilevante di riduzione del costo del capitale dovuto ai minori rischi di espropriazione (in linea con quello atteso per l'Ipotesi B), si profilano costi altrettanto rilevanti in prevalenza di tipo continuativo. Infatti tra i costi iniziali di adeguamento si è ravvisato solo quello connesso alla definizione delle procedure interne per attuare i principi; mentre tra i costi da sostenere a regime sono stati stimati come molto elevati gli oneri di convocazione dell'assemblea in occasione di ogni operazione rilevante. Un ulteriore costo è infine rappresentato dal rischio che il rispetto dei tempi e dell'*iter* di convocazione dell'assemblea ostacoli l'efficace conclusione di operazioni di carattere ordinario e/o poste in essere nell'interesse della società.
- Per l'Autorità di vigilanza si evidenziano le già trattate categorie di costi e benefici. Tra i primi si trova il costo connesso all'adozione e al funzionamento di un sistema di vigilanza basato su principi. Il beneficio risiede, come in precedenza, nella possibilità di attuare un *enforcement* della nuova disciplina attraverso l'organo di controllo.
- Per la collettività, infine, si presentano benefici rilevanti in termini di miglioramento della reputazione del mercato e di riduzione dell'effetto di selezione avversa. Di contro, permane anche in questo caso l'effetto disincentivante legato all'aumento dei costi di accesso e di permanenza sul mercato.

31. Il confronto tra costi e benefici mette in luce per l'Ipotesi Correttezza C un beneficio netto complessivo positivo ma contenuto (+2), lievemente più consistente per la regolamentazione a regime (+3).

32. Premesse le necessarie cautele legate a valutazioni che, sebbene assunte nel modo più oggettivo possibile, contengono inevitabili elementi di discrezionalità, le analisi costi-benefici presentate in queste pagine possono essere utilmente raffrontate per ottenere una

valutazione comparativa degli scenari di regolamentazione proposti. La Tabella 3.8 contiene quindi una rappresentazione sintetica dei costi e benefici emersi dalle precedenti valutazioni.

TABELLA 3.8. CONFRONTO SINTETICO DEI BENEFICI NETTI DELLE DIVERSE IPOTESI REGOLAMENTARI							
IPOTESI REGOLAMENTARI		BENEFICI (A)	COSTI			BENEFICI NETTI TOTALI (A)-(D)	BENEFICI NETTI A REGIME (A)-(C)
			INIZIALI (B)	CONTINUATIVI (C)	TOTALI (D)		
Ipotesi Correttezza A	Investitori	+1	0	0	0	+1	+1
	Emittenti	+1	-1	-1	-2	-1	0
	Autorità di vigilanza	+1	0	-2	-2	-1	-1
	Collettività	+2	0	0	0	+2	+2
	Totale	+5	-1	-3	-4	+1	+2
Ipotesi Correttezza B	Investitori	+5	0	-1	-1	+4	+4
	Emittenti	+2	-3	-6	-9	-7	-4
	Autorità di vigilanza	+2	0	-1	-1	+1	+1
	Collettività	+6	0	-1	-1	+5	+5
	Totale	+15	-3	-9	-12	+3	+6
Ipotesi Correttezza C	Investitori	+3	0	-2	-2	+1	+1
	Emittenti	+2	-1	-4	-5	-3	-1
	Autorità di vigilanza	+2	0	-1	-1	+1	+1
	Collettività	+4	0	-1	-1	+3	+3
	Totale	+11	-1	-8	-9	+2	+3

33. Dal confronto delle tre opzioni regolamentari individuate emerge che, in termini assoluti, solo le Ipotesi B e C consentono di ottenere dei benefici sostanziali, mentre l'Ipotesi A non apporta vantaggi altrettanto consistenti. Speculare all'osservazione dei benefici è tuttavia quella relativa ai costi che mostra come le soluzioni in grado di produrre i più consistenti miglioramenti alla situazione attuale siano anche quelle più onerose da attuare. La comparazione può quindi essere proficuamente attuata grazie ai benefici netti che sono stati calcolati. I benefici netti complessivi delle tre opzioni regolatorie appaiono sostanzialmente in linea per tutti gli scenari individuati e non consentono di affermare in modo univoco quale di essi risulti più efficiente. Al contrario, l'osservazione dei benefici netti a regime, i

quali trascurano i costi di adeguamento iniziale e forniscono una misura dell'efficacia della regolamentazione una volta entrata in vigore, consente di desumere indicazioni più chiare sulle ipotesi di regolazione migliori. L'opzione regolatoria che presenta i più elevati benefici netti a regime risulta essere quella fondata sul potenziamento del ruolo degli amministratori indipendenti nell'esame e nell'approvazione delle operazioni con parti correlate (Ipotesi Correttezza B).

34. Con le precedenti valutazioni si è voluta fornire una prima motivazione della scelta adottata dalla Consob per l'attuazione dell'art. 2391-*bis* e un'illustrazione delle considerazioni svolte che hanno condotto alla decisione finale. Le linee guida della proposta regolamentare saranno illustrate nel successivo capitolo 4.

4. La disciplina proposta

1. Una breve premessa in merito alle modalità di attuazione della delega pare necessaria. La previsione codicistica in argomento (art. 2391-*bis* c.c.) demanda infatti alla Consob il compito di individuare “principi generali” sulla base dei quali gli organi di amministrazione delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio dovranno, successivamente, adottare le regole atte a disciplinare, sotto il profilo della trasparenza, della correttezza sostanziale e procedurale, le operazioni con parti correlate.
2. La prescrizione è stata attuata, nella bozza di articolato in esame, secondo due distinte modalità, entrambe in linea con il dettato legislativo. In talune ipotesi, ci si è infatti limitati a fornire nell’articolato indicazioni di carattere generale, che lasciano all’emittente ampi margini di discrezionalità nella successiva fase di emanazione delle norme di dettaglio. E’ il caso, ad esempio, delle indicazioni di principio relative alla necessità di assicurare un “ruolo determinante” nell’approvazione dell’operazioni ad un comitato formato da soli indipendenti allorquando vengano deliberate dal cda operazioni rilevanti, non rimesse dalla legge o dallo statuto alla competenza dell’assemblea, che siano altresì suscettibili di delega (art. x.4).
3. In altre ipotesi, viceversa, la regolamentazione proposta contempla – soprattutto in materia procedurale – prescrizioni più “puntuali” in merito alle soluzioni in grado di conseguire gli obiettivi sottesi alla disciplina in questione; in tali ultime ipotesi, il carattere di normazione “per principi”, proprio delle regole che l’autorità di settore è chiamata ad introdurre, è stato tenuto fermo lasciando alle società destinatarie della disciplina la possibilità di operare una scelta quanto meno tra due soluzioni alternative, in modo da non cristallizzare - fin dalla fase regolamentare – gli esiti della successiva attività di autoregolamentazione da parte dell’emittente. Così, all’art. x.7, si rinvencono una serie di indicazioni piuttosto dettagliate in merito alla procedura da seguire per l’adozione delle deliberazioni assembleari; in tal caso, tuttavia, l’emittente resta libero di scegliere a quale, tra le procedure alternative prefigurate dalla Consob, fare riferimento in sede di attuazione.

Ambito di applicazione della disciplina di cui all’art. 2391-*bis* del codice civile

4. La disciplina dell’art. 2325-*bis* c.c si applica alle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, ossia alle:
 - società italiane con azioni quotate in mercati regolamentati;

- società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante secondo la definizione di cui all'art. 2-bis del Regolamento Emittenti⁴⁴.

Si è posto pertanto il problema di valutare se prevedere la medesima disciplina per le due tipologie di società, ovvero discipline differenziate.

5. Con riguardo al profilo della trasparenza, si è ritenuto di prevedere un'unica disciplina delle operazioni rilevanti con parti correlate da applicare alle società con azioni quotate e diffuse. La vigente normativa si applica solo alle società con azioni quotate (art. 71-bis del Regolamento Emittenti), escludendo quindi le società con azioni diffuse. Al contrario, le due categorie di società sono considerate in modo uniforme per quanto riguarda la disciplina dell'informazione continua ai sensi dell'art. 114 del TUF. Ciò premesso, si è ritenuto opportuno estendere tale uniformità anche alla trasparenza delle operazioni con parti correlate, in linea con le scelte già effettuate in materia di piani di compensi dei dipendenti e degli esponenti aziendali (art. 114-bis del TUF). La Consob, nell'individuare la disciplina secondaria, non ha trovato ragioni, con riferimento ad operazioni che presentano elevati rischi di conflitti d'interessi, di tutelare in modo più o meno rigoroso dal punto di vista informativo coloro che investono o intendono investire nelle due differenti tipologie di società aperte. Considerato che i piani di compensi in strumenti finanziari degli esponenti aziendali rappresentano una specifica categoria di operazioni con parti correlate, si è ritenuto di confermare quanto previsto in attuazione dell'art. 114-bis del TUF. Tale soluzione

⁴⁴ Si precisa che l'art. 2325-bis del codice civile prevede che "Ai fini dell'applicazione del presente titolo (n.d.r. Titolo V "Delle Società", Libro V "Del Lavoro"), sono società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio le società emittenti di azioni quotate in mercati regolamentati o diffuse fra il pubblico in misura rilevante.". Ai sensi dell'art. 111-bis delle disposizioni di attuazione del codice civile (articolo introdotto dal d.lgs n. 6/2003) "La misura rilevante di cui all'art. 2325-bis del codice è quella stabilita a norma dell'articolo 116 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (n.d.r TUF), e risultante alla data del 1 gennaio 2004."

La Consob in attuazione della delega di cui all'art. 116 del TUF, con delibera del 23 dicembre 2003, n. 14372, ha introdotto nel Regolamento Emittenti l'art. 2-bis ("Definizione di emittenti strumenti finanziari diffusi fra il pubblico in misura rilevante") che prevede: "1. Sono emittenti azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante gli emittenti italiani i quali, contestualmente: a) abbiano azionisti diversi dai soci di controllo in numero superiore a 200 che detengano complessivamente una percentuale di capitale sociale almeno pari al 5%; b) non abbiano la possibilità di redigere il bilancio in forma abbreviata ai sensi dell'art. 2435-bis, primo comma, del codice civile. 2. I limiti di cui al comma precedente si considerano superati soltanto se le azioni alternativamente: abbiano costituito oggetto di una sollecitazione all'investimento o corrispettivo di un'offerta pubblica di scambio; abbiano costituito oggetto di un collocamento, in qualsiasi forma realizzato, anche rivolto a soli investitori professionali come definiti ai sensi dell'articolo 100 del TUF; siano negoziate su sistemi di scambi organizzati con il consenso dell'emittente o del socio di controllo; siano emesse da banche e siano acquistate o sottoscritte presso le loro sedi o dipendenze. 3. Non si considerano emittenti diffusi quegli emittenti le cui azioni sono soggette a limiti legali alla circolazione riguardanti anche l'esercizio dei diritti aventi contenuto patrimoniale, ovvero il cui oggetto sociale prevede esclusivamente lo svolgimento di attività non lucrative di utilità sociale o volte al godimento da parte dei soci di un bene o di un servizio. 4. Sono emittenti obbligazioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante gli emittenti italiani dotati di un patrimonio netto non inferiore a cinque milioni di euro e con un numero di obbligazionisti superiore a duecento".

consente, inoltre, di non innalzare ulteriormente il c.d. scalino normativo tra società quotate e non quotate che, come noto, può rappresentare un disincentivo alla quotazione.

6. Con riguardo al profilo della correttezza sostanziale e procedurale, pur prevedendo anche in questo caso un quadro regolamentare sostanzialmente omogeneo per le due categorie di società, si è ritenuto opportuno consentire alle società con azioni diffuse, insieme alle società neoquotate e alle società quotate di minori dimensioni, di adottare procedure più semplici e flessibili, al fini di non gravare tali società, evidentemente meno strutturate sul piano della *corporate governance*, di eccessivi costi organizzativi.

Definizione di “parte correlata” e di “operazioni” con parti correlate

7. Per la definizione di “*parte correlata*” si ritiene di confermare la scelta già effettuata nel 2005 con l’introduzione nel Regolamento Emittenti di una definizione di parte correlata che richiama quanto previsto dai principi contabili internazionali. La Consob, una volta adottato il nuovo IAS 24, ha infatti richiamato la definizione di parte correlata ivi contenuta come definizione rilevante per tutti adempimenti informativi (di tipo istantaneo, periodico ovvero straordinario) a cui sono tenuti gli emittenti quotati nei confronti del pubblico e della Consob⁴⁵. Tale scelta consente alle società interessate di individuare un unico perimetro “di correlazione” rilevante sia per la disciplina contabile che per la disciplina della trasparenza e della correttezza sostanziale e procedurale di cui trattasi. Al fine di agevolare il censimento delle parti correlate da parte delle società, si è richiesto, ai sensi dell’art. 114, comma 5, del TUF, ai soggetti controllanti e gli altri soggetti indicati nella predetta norma, che siano parti correlate delle società, di fornire a queste ultime le informazioni necessarie per l’identificazione dei nominativi delle parti correlate (cfr. articolo x.2, comma 5, della bozza di articolato).
8. E’ comunque previsto che le società debbano valutare se individuare come parti correlate rilevanti ai fini della disciplina in esame ulteriori soggetti rispetto a quelli individuati ai sensi dello IAS 24, tenendo presenti:
 - particolari assetti proprietari. Una società potrebbe, ad esempio, stabilire che i soggetti

⁴⁵ Ai sensi dell’art. 2, comma 2, lett. h), del Regolamento Emittenti per "parti correlate" s’intendono: “i soggetti definiti tali dal principio contabile internazionale concernente l’informativa di bilancio sulle operazioni con parti correlate, adottato secondo la procedura di cui all’articolo 6 del regolamento (CE) n. 1606/2002”.

che controllano congiuntamente, tramite patto, una società che esercita un'influenza notevole sulla quotata, siano soggetti correlati benché non espressamente ricompresi nella definizione IAS. Un altro esempio potrebbe essere quello di una società con assetti proprietari particolarmente frammentati che potrebbe decidere di includere tra le parti correlate azionisti con partecipazioni inferiori alla percentuale che attribuisce l'influenza notevole;

- eventuali vincoli contrattuali rilevanti ai fini dell'art. 2359, primo comma, n. 3), del codice civile. Si fa riferimento ai particolari vincoli contrattuali che, ai sensi dell'art. 2359 c.c., possono determinare il c.d. controllo esterno di fatto qualora portino ad un'influenza dominante (ad es. contratti di somministrazione in esclusiva). Si può pensare inoltre a contratti di finanziamento quando un soggetto è l'unico finanziatore per importi ingenti;
- le discipline di settore eventualmente applicabili in materia di parti correlate. Infatti, ai sensi di discipline di settore, quali quella bancaria, le società potrebbero essere tenute ad individuare un "perimetro di correlazione" più ampio rispetto a quello derivante dallo IAS 24 e, pertanto, ai fini di una semplificazione delle procedure, potrebbero ritenere utile individuare un unico perimetro conforme ad entrambe le discipline⁴⁶.

9. In coerenza con quanto previsto per la nozione di parte correlata, anche per la definizione di "operazione" con parte correlata rilevante ai fini del regolamento Emittenti si rinvia allo IAS 24. Secondo tale principio un'operazione con parti correlate "è un trasferimento di risorse, servizi o obbligazioni fra parti correlate, indipendentemente dal fatto che sia stato pattuito un corrispettivo"⁴⁷. Si precisa che tale definizione è tale da ricomprendere anche le

⁴⁶ La Banca d'Italia - come già previsto nella vigente disciplina di cui all'art. 53 del TUB - ha reso nota nel documento di consultazione pubblicato nel luglio 2007, relativo alle nuove disposizioni attuative della disciplina delle attività di rischio verso soggetti collegati di cui all'art. 53, commi 4, 4-ter e 4-quater del TUB, l'intenzione di includere nella definizione di parti correlate rilevanti ai fini di tale normativa ulteriori soggetti rispetto a quelli individuati dallo IAS 24 includendo, ad esempio, anche i soggetti titolari di "partecipazioni rilevanti" ossia i titolari di una partecipazione "non superiore al 5 per cento del capitale (es. 2, 3 o 5 per cento)". Ciò posto, le banche per avere un unico "perimetro di correlazione" rilevante per la disciplina Consob e quella Banca d'Italia, potrebbero decidere di individuare come parti correlate rilevanti ai fini del Regolamento Emittenti anche le eventuali altre categorie di soggetti individuate dalla disciplina bancaria e non rientranti nell'insieme di soggetti identificato dallo IAS 24.

⁴⁷ Nello IAS 24 si riportano come esempi di operazioni delle quali deve essere data informativa se effettuate tra parti correlate le seguenti :

- a) acquisti o vendite di beni (finiti o semilavorati);
- b) acquisti o vendite di immobili e altre attività;
- c) prestazioni o ottenimento di servizi;
- d) *leasing*;
- e) trasferimenti per ricerca e sviluppo;
- f) trasferimenti a titolo di licenza;
- g) trasferimenti a titolo di finanziamenti (ivi inclusi i prestiti e gli apporti di capitale in denaro o natura);
- h) clausole di garanzia o pegno; e

operazioni di fusione o scissione dove in senso lato si può ritenere sussistente “*un trasferimento di risorse*”. Si fa, ad esempio, riferimento alle fusioni per incorporazione di una quotata nella società controllante ovvero nella società che esercita un’influenza notevole ovvero ad una scissione dove la società beneficiaria sia una parte correlata della società che si scinde. Tale interpretazione è implicitamente affermata nell’art. x.3 della bozza di articolato, dove disciplinando l’informazione al pubblico delle operazioni rilevanti con parti correlate, si fa salva l’applicazione della disciplina dei documenti informativi per le fusioni/scissioni significative. Nel senso di ricomprendere tra le “operazioni” con parti correlate anche le fusioni e le scissioni è stata finora interpretata la vigente disciplina di cui all’art. 71-*bis* del Regolamento Emittenti, considerato che le quotate hanno pubblicato diversi documenti informativi relativi ad operazioni di fusioni infragruppo.

10. Non si ritengono, invece, operazioni con parti correlate quelle rivolte indifferentemente a tutti i soci a parità di condizioni come gli aumenti di capitale in opzione (a differenza degli aumenti di capitale con esclusione del diritto di opzione a favore di una parte correlata). Si tratta, infatti, di operazioni di cui beneficiano sia le eventuali parti correlate titolari di strumenti finanziari che tutti gli altri titolari di tali strumenti, a parità di condizioni, e che ricevono una tutela informativa con la pubblicazione del prospetto informativo.
11. L’art. 2391-*bis* del codice civile si riferisce genericamente ad operazioni con parti correlate e sembrerebbe riguardare quindi tutte le operazioni con i predetti soggetti senza alcuna differenziazione. Ciò posto, la Consob ha ritenuto di graduare, come meglio di seguito specificato, l’intensità della disciplina in funzione di determinate caratteristiche delle operazioni (sia dimensionali sia qualitative) e delle controparti con cui vengono realizzate, prevedendo anche alcuni casi di esclusione dall’applicazione della disciplina informativa e procedurale. La differenziazione della disciplina è volta ad evitare, sotto il profilo della trasparenza, che vengano comunicate al mercato un numero eccessivo di operazioni, con il rischio di ridurre il valore segnaletico e di gravare gli emittenti di costi ingiustificati; sotto il profilo procedurale, un eccessivo irrigidimento della gestione sociale.

i) estinzione di passività per conto dell’entità ovvero da parte dell’entità per conto di un’altra parte.

Criteri quantitativi per l'individuazione di operazioni con parti correlate rilevanti - Misure specifiche in funzione degli assetti proprietari e di controllo degli emittenti

12. Elemento essenziale della disciplina sottoposta alla pubblica consultazione è l'individuazione di parametri di tipo quantitativo per l'identificazione delle operazioni "rilevanti" soggette a procedure più rigorose e a specifici obblighi di informativa continua e periodica.
13. Attualmente, come accennato, l'art. 71-bis del Regolamento Emittenti prevede che le operazioni per le quali deve essere predisposto un documento informativo siano le operazioni "che per oggetto, corrispettivo, modalità o tempi di realizzazione possono avere effetti sulla salvaguardia del patrimonio aziendale o sulla completezza e correttezza delle informazioni, anche contabili". Come si è visto nel capitolo 2, tale definizione, sia per la sua genericità, del resto propria di tutte le definizioni di tipo qualitativo, sia per l'accezione negativa che sembra attribuire alle predette operazioni, ha portato all'identificazione di un numero molto ridotto di operazioni soggette alla regole di trasparenza di cui al citato art. 71-bis e non sempre delle operazioni potenzialmente più rilevanti ai fini della tutela degli azionisti di minoranza. A sua volta il Codice di Autodisciplina rimette alle società l'identificazione delle operazioni più significative alle quali applicare le procedure che prevedono un parere preventivo degli amministratori indipendenti. Nella prassi solo alcune quotate hanno individuato soglie quantitative di rilevanza mentre la maggior parte delle società hanno fatto riferimento a criteri di tipo qualitativo (operazioni atipiche o inusuali o concluse non a condizioni di mercato), limitando di fatto l'applicazione delle regole di correttezza raccomandate dal Codice solo ad alcune tipologie di operazioni con parti correlate particolarmente "rischiose". E' evidente, tuttavia, che anche operazioni che rientrino nella ordinaria attività delle società e che siano concluse a condizioni di mercato (ferma la difficoltà di individuare tale parametro) potrebbero risultare a rischio per la società, se concluse con una parte correlata e se quantitativamente rilevanti in quanto, a prescindere dalle condizioni economiche, la società potrebbe non avere interesse al loro compimento.
14. Ciò considerato, al fine di un coordinamento complessivo della disciplina in materia di parti correlate che, partendo da una omogeneizzazione delle definizioni precedentemente utilizzate (operazioni significative e rilevanti, operazioni atipiche e inusuali) individui un

unico coerente sistema in materia di parti correlate, sono state effettuate le seguenti scelte:

- a) si è abrogata la citata definizione di cui all'art. 71-*bis* del Regolamento Emittenti;
- b) si è introdotta la nozione di “operazioni rilevanti” con parti correlate, valida ai fini sia della disciplina della trasparenza sia dell'adozione di procedure più stringenti per la loro realizzazione. Le procedure interne delle società devono individuare i criteri di tipo quantitativo per identificare le “operazioni rilevanti”, calcolati rispetto a diversi indicatori dimensionali della società che realizza l'operazione. In particolare, ferma la possibilità che le procedure individuino soglie di rilevanza inferiori, le società devono includere tra le operazioni rilevanti almeno quelle in cui uno o più degli “indici” individuati dalla Consob⁴⁸ risultino superiori alla soglia del 5%. Anche per evitare elusioni della disciplina in esame, è inoltre previsto che si debba tener conto cumulativamente di tutte le operazioni compiute con una stessa parte correlate, ovvero con soggetti a quest'ultima correlati che risultino a loro volta correlati alla società⁴⁹, poste in essere in un periodo di dodici mesi;
- c) la predetta soglia massima del 5% è ridotta all'1% per alcune operazioni considerate particolarmente a rischio, tenuto conto di alcune caratteristiche strutturali degli assetti proprietari e di controllo delle società. Si fa in particolare riferimento alle operazioni: i) con i soggetti che esercitano attività di direzione e coordinamento; ii) con le società controllanti quotate; iii) con soggetti controllanti, qualora la società abbia emesso azioni a voto limitato o senza diritto di voto, quotate in mercati regolamentati o diffuse fra il pubblico in misura rilevante; iv) con soggetti controllanti, qualora lo statuto della società preveda limiti al possesso azionario o al diritto di voto; v) con soggetti correlati a quelli indicati nei precedenti punti da i) a iv), purchè risultino a loro volta correlati alle società. Si tratta, quindi, di operazioni effettuate con soggetti che esercitano attività di direzione e coordinamento o con soggetti controllanti da parte di società caratterizzate da una separazione tra proprietà e controllo strutturalmente più elevata e dove sono, pertanto, presenti maggiori rischi di estrazione di benefici privati del controllo. Tale misura intende offrire uno strumento per affrontare le potenziali criticità legate ai fenomeni di

⁴⁸ Tali indici di rilevanza, definiti tenendo conto degli indicatori di significatività previsti dalle UK *Listing Rules*, sono contenuti in un nuovo allegato al Regolamento Emittenti, l'Allegato 3I.

⁴⁹ Tale precisazione è stata introdotta per evitare di allargare la disciplina, con una sorta di “correlazione di secondo grado”, a soggetti che non siano correlati alle società secondo la definizione dello IAS 24.

separazione tra proprietà e controllo (quali i gruppi piramidali costituiti da più società quotate), senza limitare le scelte organizzative degli attori del mercato con divieti o penalizzazioni, ma favorendo maggiore trasparenza e responsabilizzazione degli organi societari nelle specifiche situazioni in cui tali criticità possono assumere maggiore rilievo. Complessivamente, alla data 31.12.2007, le società quotate per le quali sarebbe previsto un abbassamento della soglia all'1% sono 97 su 297 (33%)⁵⁰;

- d) in aggiunta ai criteri quantitativi, è stabilito che le procedure prevedano anche criteri di tipo qualitativo, per individuare alcune operazioni rilevanti che per le loro particolari caratteristiche rendono meno significativo l'utilizzo dei criteri quantitativi (cfr. l'Allegato 3I). Si fa, in particolare, riferimento alle operazioni che hanno per oggetto beni immateriali, quali, ad esempio, marchi o brevetti. Inoltre, i criteri qualitativi devono fare riferimento alle operazioni atipiche e/o inusuali compiute con parti correlate, che di per sé, anche se non superano la soglia di rilevanza quantitativa, risultando più rischiose, necessitano di una rigorosa disciplina di trasparenza e di più stringenti procedure. Si evidenzia, peraltro, che le procedure possono individuare, motivandone la scelta, criteri per l'identificazione di "operazioni di importo esiguo" che sono invece escluse dal novero delle operazioni rilevanti individuate sulla base dei criteri qualitativi (cfr. art.x.8, comma 2);
- e) con l'occasione, rispondendo a ripetute richieste da parte del mercato, si è ritenuto di riscrivere la vigente definizione di operazioni atipiche e inusuali contenuta in precedenti Comunicazioni Consob⁵¹ (cfr art. 2, "Definizioni", comma 1, lett. p). Anche tale definizione, come quella contenuta nel citato art. 71-bis del Regolamento Emittenti, comporta, infatti, una serie di problemi applicativi: in particolare, poichè appare attribuire una valenza negativa a queste tipologie di operazioni, raramente le società

⁵⁰ Con riferimento alle società con azioni diffuse, una prima stima del numero di società che risulterebbero destinatarie dell'abbassamento della soglia di rilevanza all'1% identifica 30 casi su 86 emittenti azioni diffuse (35%). Tale dato non considera però la condizione di abbassamento della soglia data dalla presenza di limiti al possesso azionario o all'esercizio del diritto di voto. Per approfondimenti sulla simulazione degli effetti della previsione di ridurre le soglie di rilevanza all'1% nelle società caratterizzate dall'uso di strumenti di separazione tra proprietà e controllo cfr. Appendice 4.

⁵¹ Si tratta della Comunicazione Consob n. 6064293 del 28.7.2006 (in materia di bilancio e relazione semestrale) e della precedente Comunicazione n. 1025564 del 6.4.2001 (in materia di relazione dell'organo di controllo all'assemblea ai sensi dell'art. 153 TUF) secondo cui: "per operazioni atipiche e/o inusuali si intendono quelle operazioni che per significatività/rilevanza, natura delle controparti, oggetto della transazione, modalità di determinazione del prezzo di trasferimento e tempistica dell'accadimento (prossimità alla chiusura dell'esercizio) possono dare luogo a dubbi in ordine: alla correttezza/completezza dell'informazione in bilancio, al conflitto d'interesse, alla salvaguardia del patrimonio aziendale, alla tutela degli azionisti di minoranza."

sono portate ad identificare le operazioni come atipiche e/o inusuali. Ciò posto, si è ripresa la definizione di operazioni atipiche e/o inusuali contenuta nella Comunicazione Consob n. 6064293 del 28.7.2006 (in materia di bilancio e relazione semestrale) e nella precedente Comunicazione n. 1025564 del 6.4.2001 (in materia di relazione dell'organo di controllo all'assemblea ai sensi dell'art. 153 TUF) e si sono eliminate le parti della definizione:

- che hanno un contenuto troppo generico o appaiono ridondanti;
- che inducono a ritenere che l'operazioni atipiche debbano necessariamente non essere "corrette". Tale nuova definizione avrà rilevanza sia per la nuova disciplina delle operazioni con parti correlate sia ai fini della disciplina contabile. A tale fine, si procederà all'abrogazione della definizione contenuta nelle citate Comunicazioni Consob.

Trasparenza delle operazioni rilevanti con parti correlate: obblighi di informativa continua e periodica

15. Per le operazioni "rilevanti", individuate dalla procedure interne sulla base dei criteri sopra descritti, è previsto un doppio regime di trasparenza:

- a) una informativa immediata, ai sensi dell'art.114 comma 5 del TUF, tramite la diffusione al mercato di un documento informativo redatto in conformità ad uno schema contenuto nell'Allegato 3B del Regolamento Emittenti. La diffusione al pubblico è effettuata senza indugio dopo l'approvazione dell'operazione e con le modalità previste dall'art. 114, comma 1, del TUF. La diffusione di tale documento avviene anche in ottemperanza, ove applicabile, della disciplina delle informazioni *price sensitive* (cfr. art. x.3 della bozza di articolato). Tali disposizioni sostituiscono quanto previsto dal citato art. 71-*bis* del Regolamento Emittenti, che viene abrogato. La principale novità rispetto alla disciplina vigente, a parte la più chiara identificazione delle operazioni "rilevanti", è rappresentata dall'obbligo di immediata pubblicazione del documento informativo dopo l'approvazione dell'operazione⁵²: attualmente, infatti, nell'art. 71-*bis* è richiesto che tale

⁵² Come già esposto, poiché le procedure interne devono prevedere specifici flussi informativi a favore dell'organo deliberante l'operazione, si ritiene che tutte le informazioni che costituiscono oggetto del documento informativo possano essere a disposizione del predetto organo al momento della delibera. Al riguardo, si precisa che il contenuto del documento informativo previsto allo schema 4 dell'Allegato 3B al Regolamento Emittenti è stato integrato ma, per rendere possibile la comunicazione senza indugio, sono state richieste solo informazioni che possono essere nella

documento sia pubblicato entro i quindici giorni successivi alla conclusione dell'operazione a meno che le informazioni siano già state fornite nel comunicato eventualmente diffuso ai sensi dell'art. 114, comma 1, del TUF. Anche il contenuto del documento informativo è stato integrato, tenendo conto della prassi applicativa, con la richiesta di ulteriori informazioni quali, tra le altre: i) le motivazioni per le quali le condizioni economiche dell'operazione sono definite equivalenti a quelle di mercato indicando, in linea con quanto richiesto dai principi contabili internazionali, oggettivi elementi di riscontro; ii) le valutazioni effettuate per selezionare gli esperti indipendenti ai quali sono stati richiesti pareri; iii) la descrizione degli eventuali rapporti tra gli esperti e la società, il gruppo della società, gli amministratori della società o delle società del gruppo presi in considerazione ai fini della qualificazione dell'esperto come indipendente e le motivazioni per le quali tali relazioni sono state considerate irrilevanti ai fini del giudizio sull'indipendenza; iv) l'indicazione degli organi o degli amministratori che hanno condotto o partecipato alle trattative e/o istruito e/o approvato l'operazione specificando i rispettivi ruoli, con particolare riguardo agli amministratori indipendenti. Gli eventuali pareri degli amministratori indipendenti dovranno essere riportati in allegato al documento; v) con riferimento alle delibere di approvazione dell'operazione, i nominativi di coloro che hanno votato a favore o contro l'operazione, ovvero si sono astenuti, specificando le motivazioni degli eventuali dissensi o astensioni. E' stato, inoltre richiesto, di pubblicare gli eventuali pareri degli esperti indipendenti in allegato al documento informativo ovvero sul sito internet della società;

- b) una informativa periodica nell'ambito della relazione sulla gestione intermedia o annuale. In particolare, in attuazione dell'articolo 154-ter del TUF⁵³, le società devono

immediata disponibilità dell'organo deliberante. Con riguardo, ad esempio, agli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'operazione non sono stati richiesti dati pro-forma che presuppongono una relazione della società di revisione; nello schema di documento informativo è precisato che, solo se l'operazione supera i parametri di significatività previsti per le operazioni di fusione/scissione, acquisizione/dismissione significative di cui agli artt. 70 e 71 del Regolamento Emittenti, saranno pubblicati, nei termini ivi previsti, dati pro-forma nei relativi documenti informativi.

⁵³ L'art. 5 ("Relazioni finanziarie semestrali"), paragrafo 4, della Direttiva 2004/109/CE (c.d. "Direttiva *Transparency*" di primo livello) prevede che: "La relazione intermedia sulla gestione contiene almeno un riferimento agli eventi importanti che si sono verificati nei primi sei mesi dell'esercizio finanziario e alla loro incidenza sul bilancio abbreviato, unitamente a una descrizione dei principali rischi e incertezze per i sei mesi restanti dell'esercizio finanziario. Per gli emittenti di azioni, la relazione intermedia sulla gestione contiene altresì le operazioni rilevanti con parti correlate."

L'art. 4 ("Operazioni rilevanti con parti correlate") della Direttiva *Transparency* di secondo livello prevede che:

"1. Nelle relazioni intermedie sulla gestione, gli emittenti di azioni comunicano almeno quanto segue come operazioni rilevanti con parti correlate:

a) le operazioni con parti correlate che si sono svolte nei primi sei mesi dell'esercizio finanziario corrente e che hanno influito in misura rilevante sulla situazione patrimoniale o i risultati dell'impresa durante tale periodo;

fornire nella relazione sulla gestione un'informazione analitica sulle singole operazioni rilevanti con parti correlate concluse nel periodo di riferimento (semestre o intero esercizio) nonché un'informativa sulle modifiche delle operazioni rilevanti descritte nell'ultima relazione annuale (cfr. articolo x.4, comma 2, della bozza di articolato).

Correttezza sostanziale e procedurale: ruolo degli amministratori indipendenti

Premessa – L'introduzione degli amministratori indipendenti nell'ordinamento italiano

16. Come già in precedenza accennato, una delle scelte di fondo della presente regolamentazione è costituita dall'attribuzione di un ruolo centrale agli amministratori indipendenti per assicurare la correttezza sostanziale delle operazioni con parti correlate. Tale soluzione si pone in linea con la *best practice* anglosassone in materia, con la Raccomandazione della Commissione Europea sul ruolo degli amministratori non esecutivi⁵⁴ e con l'evoluzione del nostro stesso ordinamento finalizzata ad una più efficace tutela degli investitori in strumenti finanziari.

17. In particolare, con riguardo all'ordinamento italiano, il legislatore del Testo Unico della

b) qualsiasi modifica delle operazioni con parti correlate descritte nell'ultima relazione annuale che potrebbe avere un effetto rilevante sulla situazione patrimoniale o i risultati dell'impresa nei primi sei mesi dell'esercizio finanziario corrente.

2. Se l'emittente di azioni non è tenuto a redigere i conti consolidati, comunica quanto meno le operazioni con parti correlate di cui all'articolo 43, paragrafo 1, punto 7 ter, della direttiva 78/660/CEE."

In attuazione della disciplina comunitaria il nuovo art. 154-ter, comma 2, del TUF ("Relazioni finanziarie") prevede specifici obblighi informativi sulle operazioni rilevanti con parti correlate nella semestrale. In particolare tale norma dispone quanto segue:

"....2. Entro sessanta giorni dalla chiusura del primo semestre dell'esercizio, gli emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine pubblicano una relazione finanziaria semestrale comprendente il bilancio semestrale abbreviato, la relazione intermedia sulla gestione e l'attestazione prevista dall'articolo 154-bis, comma 5....."

3....."

4. La relazione intermedia sulla gestione contiene almeno riferimenti agli eventi importanti che si sono verificati nei primi sei mesi dell'esercizio e alla loro incidenza sul bilancio semestrale abbreviato, unitamente a una descrizione dei principali rischi e incertezze per i sei mesi restanti dell'esercizio. Per gli emittenti azioni quotate aventi l'Italia come Stato membro d'origine, la relazione intermedia sulla gestione contiene, altresì, informazioni sulle operazioni rilevanti con parti correlate.

.....

6. La Consob, in conformità alla disciplina comunitaria, stabilisce con regolamento:

c) il contenuto delle informazioni sulle operazioni rilevanti con parti correlate di cui al comma 4 (grassetto aggiunto, n.d.r.);....."

Ciò posto, in questa sede si ritiene di dare contestuale attuazione all'art. 154-ter TUF.

⁵⁴ 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).

Finanza nel 1998, al fine di rafforzare la *corporate governance* delle società quotate, anziché accentuare la distinzione tra amministratori esecutivi e non esecutivi, aveva posto al centro del sistema dei controlli societari il collegio sindacale, attribuendo ai suoi componenti poteri più incisivi e individuando tale organo come punto di riferimento per la vigilanza da parte della Consob.

18. Come noto, il Codice di Autodisciplina delle società quotate a partire dal 1999, in linea con la *best practice* anglosassone, ha invece concentrato la sua attenzione sul consiglio di amministrazione, “*cui fanno capo le funzioni e la responsabilità degli indirizzi strategici e organizzativi, nonché la verifica dell’esistenza dei controlli necessari per monitorare l’andamento della società*”, prescrivendo una equilibrata composizione dell’organo amministrativo suddiviso tra amministratori esecutivi e non esecutivi, raccomandando che un numero adeguato di amministratori non esecutivi siano indipendenti e introducendo un’organizzazione per comitati.
19. Con la riforma del diritto societario è stata ribadita nel codice civile la distinzione tra amministratori esecutivi e non esecutivi ai quali, accanto ai compiti più propriamente di gestione, spettano compiti di monitoraggio sull’attività dei *managers*, ed è stato per la prima volta introdotto il richiamo ai requisiti di indipendenza ai quali gli statuti possono subordinare l’assunzione della carica di amministratore.
20. È con la riforma del risparmio che vengono introdotte nel Testo Unico della Finanza per le società quotate - oltre alla previsione dell’elezione degli amministratori con il voto di lista al fine di permettere la nomina di almeno un amministratore espressione della minoranza - prescrizioni sulla presenza di amministratori indipendenti.
21. “*Particolare importanza*” al ruolo degli amministratori non esecutivi “*nella risoluzione di situazioni che comportano conflitti d’interesse*” viene attribuita dalla citata Raccomandazione della Commissione europea del febbraio 2005⁵⁵. In particolare, richiedendo un giusto equilibrio tra amministratori esecutivi e amministratori senza incarichi esecutivi, si raccomanda, tra l’altro, la presenza di un “*numero sufficiente*” di amministratori indipendenti “*in maniera tale da garantire che eventuali conflitti d’interessi rilevanti*”

⁵⁵ Secondo la citata Raccomandazione “*E’ particolarmente importante promuovere*” il ruolo degli amministratori non esecutivi nella risoluzione di situazioni che comportano conflitti d’interessi “*per ridare fiducia nei mercati finanziari*”.

“siano affrontati correttamente”⁵⁶.

22. Come già esposto, anche nel sistema raccomandato dal Codice di Autodisciplina è attribuito agli amministratori indipendenti un ruolo rilevante per il monitoraggio delle operazioni in cui possono manifestarsi conflitti d’interessi, come le operazioni con parti correlate. In particolare, il Codice raccomanda che le procedure per garantire la correttezza sostanziale delle operazioni con parti correlate siano adottate dal consiglio sentito il comitato di controllo interno (costituito da amministratori non esecutivi, in maggioranza indipendenti ovvero esclusivamente indipendenti qualora l’emittente sia controllato da un’altra società quotata) e che le società individuino le operazioni per le quali sia necessario un parere preventivo del comitato di controllo interno.

Il ruolo centrale degli amministratori indipendenti nell’ambito delle procedure sulle operazioni con parti correlate

23. In continuità con le descritte tendenze normative e autoregolamentari, nell’attuare la delega di cui all’articolo 2391-bis c.c. relativa alla “*correttezza procedurale e sostanziale*” delle operazioni con parti correlate si è ritenuto di enfatizzare il ruolo degli indipendenti nel monitoraggio delle operazioni in oggetto. Questa scelta è supportata dalla analisi costi-benefici effettuata sulle varie ipotesi prese in considerazione dalla Consob (cfr. capitolo 3), anche alla luce della proprietà concentrata che caratterizza le società quotate nei mercati regolamentati italiani, che porta ad accentuare la “dipendenza” degli amministratori esecutivi dai soci di controllo. In particolare, partendo da un esame della prassi applicativa delle disposizioni del Codice di Autodisciplina, si è cercato di rendere più efficace ed incisivo il ruolo degli indipendenti mutuando alcuni aspetti qualificanti della disciplina americana.

24. Come rappresentato nell’Appendice 1, paragrafo 3, uno degli standard maggiormente seguiti negli Stati Uniti per assicurare la correttezza sostanziale delle operazioni con parti correlate è la costituzione da parte del consiglio di amministrazione di un comitato di soli amministratori indipendenti incaricato non solo dell’approvazione dell’operazione ma anche

⁵⁶ Si rappresenta che nei *Principles of Corporate Governance* redatti dall’OCSE è previsto che “*The Board should be able to exercise objective independent judgement on corporate affairs*” (Principle VI.E.) e che “*Boards should consider assigning a sufficient number of non-executive board members capable of exercising independent judgement to tasks where there is a potential for conflict of interest*” (Principle VI.E.1).

della negoziazione della stessa⁵⁷. Tale comitato deve essere dotato dei mezzi necessari per portare a termine l'incarico e, in particolare, a spese della società, deve potersi avvalere di esperti indipendenti dallo stesso scelti e nominati⁵⁸.

25. Ciò posto, si ritiene che la partecipazione degli amministratori indipendenti alla conduzione delle trattative delle operazioni rilevanti con parti correlate sia essenziale per consentire agli stessi di fornire un contributo significativo e non formale nella gestione di tali operazioni. Infatti, per un giudizio "consapevole" sulla congruità delle condizioni dell'operazione e sull'effettivo interesse della società al compimento della stessa⁵⁹, si ritiene necessario un coinvolgimento *ab initio* degli indipendenti al fine di consentire loro di acquisire una conoscenza diretta e non mediata di tutti gli aspetti rilevanti dell'operazione e di ridurre l'asimmetria informativa che sussiste tra esecutivi e non esecutivi. Dalla prassi applicativa sono, infatti, emersi dubbi che un parere preventivo degli indipendenti elaborato sulla base di informazioni ricevute - a trattative pressoché concluse e a ridosso della stessa pronuncia (se non il giorno stesso) - da amministratori esecutivi portatori di interessi rilevanti ai sensi dell'art. 2391 c.c., possa essere qualificato come un giudizio realmente consapevole e, quindi, indipendente.

26. Anche la nomina di *advisor* individuati, ad esempio, per consuetudine di rapporti, dagli stessi amministratori esecutivi con interessi nell'operazione, può far sorgere dubbi sulla effettiva indipendenza delle *opinion*. A tale ultimo riguardo si ritiene, pertanto, essenziale che gli indipendenti, per poter adempiere ai predetti compiti e poter esprimere un giudizio consapevole, oltre ad essere soggetti ovviamente qualificati, abbiano direttamente il potere di scegliere e nominare, a spese della società, degli esperti indipendenti.

⁵⁷ Per la giurisprudenza americana (soprattutto quella dello Stato del Delaware) l'uso di un comitato di amministratori indipendenti per la negoziazione delle operazioni con parti correlate è una delle tecniche fondamentali per assicurare la correttezza sostanziale delle stesse, tanto da comportare l'inversione dell'onere della prova della non correttezza dell'operazione a carico degli investitori che agiscono per far valere la responsabilità dell'organo amministrativo.

⁵⁸ Come già rappresentato, anche il Codice di Autodisciplina indica tra le tecniche di *best practice* che sono utilizzate, anche cumulativamente, per assicurare la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate - oltre alla riserva di competenza a favore del consiglio per l'approvazione delle operazioni di maggiore rilievo e alla previsione di un parere preventivo del comitato per il controllo interno - "l'affidamento delle trattative ad uno o più amministratori indipendenti (o comunque privi di legami con la parte correlata), il ricorso ad esperti indipendenti (eventualmente selezionati da amministratori indipendenti)."

⁵⁹ Le condizioni economiche di un'operazione con parte correlata potrebbero anche essere congrue in quanto in linea con condizioni di mercato oggettivamente riscontrabili ma la società potrebbe non avere alcun'utilità, ad esempio, alla vendita di un *asset* alla controllante. Come rappresentato nell'Appendice 1, paragrafo 3, per la giurisprudenza americana la *substantive fairness* di un'operazione non consiste solo nella correttezza economica della stessa, valutata rispetto alle normali condizioni di mercato che le andrebbero applicate, ma anche nella "utilità" per la società che deve realizzare l'operazione ("*beneficial to the corporation*").

27. Da tali considerazioni, sono derivate le seguenti scelte di fondo:

- a) è stata introdotta una definizione di “amministratori indipendenti” rilevante per il Regolamento Emittenti mutuata dall’articolo 147- *ter*, comma 4, del TUF. In particolare, è stato precisato che sono da considerarsi amministratori indipendenti gli amministratori in possesso dei requisiti di indipendenza stabiliti per i sindaci dall'articolo 148, comma 3, del Testo unico 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;
- b) è stato previsto un ruolo determinante degli indipendenti nell’individuazione delle procedure volte a garantire la correttezza sostanziale delle operazioni in oggetto. In mancanza di un amministratore indipendente, come potrebbe avvenire, ad esempio, nell’ambito delle società con azioni diffuse, è previsto che il ruolo determinante sia svolto dall’organo di controllo (cfr. articolo x.2 della bozza di articolato);
- c) per le operazioni rilevanti con parti correlate (individuate secondo i criteri prima indicati), le società dovranno dotarsi di una procedura più rigorosa che preveda (cfr. articolo x.4 della bozza di articolato):
 - i) una riserva di competenza a deliberare (qualora l’operazione non sia di competenza dell’assemblea ai sensi di legge o di statuto) a favore del consiglio di amministrazione ovvero, se l’operazione risulti delegabile, a favore di un comitato costituito da soli amministratori indipendenti privi di interessi nell’operazione. Tale comitato potrebbe anche coincidere con il comitato per il controllo interno, la cui costituzione è raccomandata dal Codice di Autodisciplina, qualora esso sia composto interamente da amministratori indipendenti. La delega all’approvazione delle operazioni rilevanti con parti correlate a favore di un comitato di soli amministratori indipendenti rientra nella facoltà attribuita dall'art. 2381, comma 2, del codice civile, al consiglio di amministrazione di delegare poteri gestori ad uno o più amministratori, se ciò sia approvato da assemblea o consentito dallo statuto. Pertanto, ferma la necessità di una modifica statutaria ove lo statuto già non lo consenta, si ritiene che le procedure possano prevedere, qualora l’operazione sia delegabile, tale riserva di competenza a favore del citato comitato. L’individuazione di precisi compiti e responsabilità degli amministratori indipendenti in materia di parti correlate, oltre ad assicurare una valutazione più “obiettiva” delle operazioni più a rischio di

conflitti d'interessi, non incide in alcun modo sulla collegialità dell'organo amministrativo, rimanendo ferma la funzione di supervisione, prevista dal medesimo articolo 2381 c.c. che deve essere svolta dal collegio sulle attività delegate. E' stato inoltre precisato che le procedure possono prevedere una riserva di competenza a favore del comitato di indipendenti, solo qualora l'operazione sia delegabile ai sensi di legge o ai sensi di discipline di settore di riferimento. Ciò in quanto vi sono discipline di settore, come quella bancaria, che individuano specifiche materie, oltre a quelle previste dal citato articolo 2381 c.c., non delegabili. Si fa in particolare riferimento alle recenti *“Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche”* del 4.3.2008 che indicano alcune materie le quali, *“oltre alle attribuzioni non delegabili per legge, non possono formare oggetto di delega”*;

- ii) nel caso in cui la competenza a deliberare sia attribuita al Consiglio di Amministrazione, la procedura dovrà altresì attribuire agli amministratori indipendenti un ruolo determinante nella conduzione delle trattative, nell'istruttoria della deliberazione e, ove delegabile, nell'approvazione dell'operazione (prevedendo, ad esempio, un parere vincolante degli indipendenti ovvero prevedendo che per l'approvazione dell'operazione sia necessario il voto favorevole della maggioranza degli indipendenti). Nell'ipotesi in cui l'operazione non sia delegabile a sensi di legge o comunque di discipline di settore, in luogo del ruolo determinante nell'approvazione dell'operazione è previsto un parere preventivo degli amministratori indipendenti. Si precisa, inoltre, che il ruolo determinante degli amministratori indipendenti nella conduzione delle trattative comporta una partecipazione attiva di quest'ultimi nelle negoziazioni senza che sia necessariamente richiesta l'esclusione dalle trattative degli amministratori con deleghe⁶⁰.
- iii) a supporto dell'attività degli indipendenti è prevista la facoltà di quest'ultimi di individuare e nominare degli esperti indipendenti a spese della società. A tale ultimo riguardo, si rappresenta che, per non imporre ulteriori costi aggiuntivi, si è preferito fare riferimento ad una facoltà degli indipendenti piuttosto che imporre

⁶⁰ Come esposto nell'Appendice 1, paragrafo 3, si rappresenta che la giurisprudenza americana ritiene *unfair* un'operazione conclusa anche con la partecipazione dell'amministratore in conflitto di interessi alla negoziazione o all'approvazione della stessa, quando sia evidente che tale partecipazione abbia influenzato gli altri amministratori e inficiato l'indipendenza anche dell'autorizzazione espressa dagli amministratori indipendenti.

alle società l'individuazione di operazioni per le quali necessariamente richiedere delle *opinion* di esperti indipendenti (cfr. art. x.4 della bozza di articolato);

- d) per le operazioni diverse da quelle rilevanti, le società potranno individuare procedure meno rigorose, che prevedano un ruolo degli amministratori indipendenti non più nella fase delle trattative o nella fase istruttoria, ma nella sola fase dell'approvazione dell'operazione, con la previsione di un parere preventivo degli stessi. In linea con tale previsione si considerano le procedure che, in attuazione delle raccomandazioni del Codice di Autodisciplina, prevedono una riserva di competenza in capo al consiglio di amministrazione e un parere preventivo non vincolante da parte di un comitato composto da una maggioranza di indipendenti. Anche nell'ambito di tali procedure dovrà essere prevista la facoltà per gli indipendenti di nominare degli esperti indipendenti ai quali richiedere dei pareri (cfr. art. x.5 della bozza di articolato);
- e) dovranno essere pubblicati gli eventuali pareri degli amministratori indipendenti. Si ritiene, infatti, che solo con l'individuazione di specifici compiti per gli amministratori indipendenti e l'obbligo di rendere noti i pareri dagli stessi espressi, si potrà avere una maggiore responsabilizzazione di tale categoria di amministratori nelle operazioni dove è più a rischio il perseguimento dell'interesse sociale;
- f) come già esposto, è prevista anche la pubblicazione dei pareri degli *advisor* indipendenti;
- g) accanto all'informativa verso il mercato, le procedure interne devono prevedere specifici flussi informativi endosocietari prima dell'approvazione dell'operazione, a beneficio dei soggetti che sono competenti a deliberare sulla stessa, e dopo l'esecuzione della medesima operazione;
- h) con riguardo alla motivazione dell'operazione, è previsto che le procedure interne richiedano un approfondito e documentato esame, nella fase istruttoria e nella fase deliberativa, delle motivazioni dell'operazione, dell'interesse della società al suo compimento, della convenienza e della correttezza delle condizioni della stessa. E' inoltre previsto, in linea con i principi contabili internazionali⁶¹, che qualora le condizioni economiche dell'operazione, ad esito dell'istruttoria, siano definite equivalenti a quelle di mercato o standard, ossia analoghe a quelle usualmente praticate nei confronti di parti non correlate di corrispondente natura e rischio, la documentazione predisposta debba contenere oggettivi elementi di riscontro.

⁶¹ Ai sensi dello IAS 24, paragrafo 21, “*le informazioni integrative in cui si specifica che le operazioni con parti correlate sono state effettuate a condizioni equivalenti a quelle prevalenti in libere transazioni, sono fornite soltanto se tali condizioni possono essere comprovate*”.

28. Si ritiene, inoltre, di precisare che l'attribuzione del ruolo sopra descritto agli amministratori indipendenti nelle trattative, nella fase istruttoria e nella fase deliberativa delle sole operazioni con parti correlate (peraltro, con riguardo alle più rilevanti) non possa compromettere la stessa indipendenza di tali amministratori rendendoli "esecutivi". Ciò sulla base delle seguenti considerazioni:

- è la stessa definizione di amministratori esecutivi contenuta nel Codice di Autodisciplina che porta ad escludere da tale categoria gli indipendenti che dovessero gestire le sole operazioni rilevanti con parti correlate. Infatti, risulta significativo che il Codice escluda dalla nozione di esecutivi gli amministratori che non abbiano un coinvolgimento sistematico nella gestione corrente dell'emittente e che non ricevano un compenso notevolmente incrementato rispetto a quello degli altri amministratori non esecutivi;
- considerato che nella disciplina qui proposta non vi sarebbe un "coinvolgimento sistematico" degli amministratori indipendenti "nella gestione corrente dell'emittente" ma solo un ruolo, anche se determinante, nelle operazioni più delicate con parti correlate, non si ritiene che gli stessi possano perdere i requisiti d'indipendenza;
- come detto, anche nella disciplina americana, agli indipendenti vengono attribuiti compiti come quelli ipotizzati nella disciplina di cui trattasi, senza che venga ipotizzata una perdita dell'indipendenza;
- lo stesso Codice di Autodisciplina, esemplificando la *best practice* attuativa del principio di correttezza sostanziale e procedurale nelle operazioni con parti correlate, indica, tra le diverse opzioni che le società possono adottare, l'affidamento agli indipendenti delle trattative⁶²;
- ragionando altrimenti, si potrebbe anche sostenere che i consiglieri di sorveglianza che possono deliberare su piani strategici, a causa di tale competenza definita di "alta amministrazione" possano perdere i requisiti di indipendenza;
- ovviamente, se in forza di tale ruolo venisse attribuito agli indipendenti una sostanziosa remunerazione aggiuntiva rispetto a quella prevista in via generale per

⁶² Nel Codice di Autodisciplina si legge: "*La prassi, sul punto, ha individuato diverse tecniche che possono essere utilizzate, anche cumulativamente, per assicurare la correttezza sostanziale e procedurale di tali operazioni; si segnalano, a titolo indicativo: la riserva alla competenza del consiglio dell'approvazione delle operazioni di maggiore rilievo, la previsione di un parere preventivo del comitato per il controllo interno, l'affidamento delle trattative ad uno o più amministratori indipendenti (o comunque privi di legami con la parte correlata), il ricorso ad esperti indipendenti (eventualmente selezionati da amministratori indipendenti)*".

gli amministratori, bisognerebbe domandarsi se non si ricada in una delle fattispecie che ai sensi del Codice, di norma, possono precludere l'indipendenza⁶³.

Disciplina per determinate tipologie di società: le società con azioni diffuse, società quotate di minori dimensioni e neo quotate

29. Come già accennato per le società con azioni diffuse, anche per le società con azioni quotate di minori dimensioni e le società di recente quotazione - ferma la disciplina della trasparenza già descritta di cui all'articolo x.3 - è prevista la facoltà di adottare anche per le operazioni "rilevanti" la procedura meno rigorosa indicata nell'articolo x.5 (che prevede, tra l'altro, un parere preventivo degli amministratori indipendenti) invece che la disciplina più stringente di cui all'articolo x.4 (che prevede, tra l'altro, un ruolo determinante degli indipendenti nelle trattative, nell'istruttoria e nella fase deliberativa) (cfr. articolo x.6 della bozza di articolato).
30. Tale previsione è volta a consentire, da un lato, alle società con azioni diffuse e alle società quotate più piccole, normalmente meno strutturate sul piano della *corporate governance*⁶⁴, di poter attuare i principi stabiliti dalla Consob secondo modalità meno onerose sotto il profilo organizzativo; dall'altro, alle società neoquotate, indipendentemente dalla loro dimensione, di poter disporre di un sufficiente periodo di tempo per adeguare la struttura e l'organizzazione dei propri organi di amministrazione e controllo alle funzioni e alle responsabilità richieste dai principi fissati dalla Consob. E' stato però previsto, limitatamente alle società con azioni quotate, che non possano avvalersi della facoltà di adottare le procedure meno rigorose le società che, pur rientrando nelle fattispecie sopra indicate, siano soggette ad attività di direzione e coordinamento o siano controllate, anche indirettamente, da una società italiana o estera con azioni quotate in mercati regolamentati⁶⁵. Questa esclusione è coerente con la presunzione che in tali situazioni le esigenze di tutela

⁶³Nel Codice di Autodisciplina è rappresentato: "Un amministratore non appare, di norma, indipendente.....: d) se riceve, o ha ricevuto nei precedenti tre esercizi, dall'emittente o da una società controllata o controllante una significativa remunerazione aggiuntiva rispetto all'emolumento "fisso" di amministratore non esecutivo dell'emittente, ivi inclusa la partecipazione a piani di incentivazione legati alla performance aziendale, anche a base azionaria".

⁶⁴ Al riguardo, si evidenzia che anche dalla lettura del Sesto rapporto Assonime sullo stato di attuazione del codice di autodisciplina delle società quotate in Italia (28 febbraio 2007), emerge un grande divario organizzativo nella *corporate governance* delle grandi e medie imprese quotate rispetto alle piccole.

⁶⁵ Le società con azioni diffuse al 1° gennaio 2008 sono 86. Le società quotate di minori dimensioni, al 31 dicembre 2007, sono 171. Per le società di recente quotazione, una prima stima può essere effettuata considerando le società che si sono quotate a partire dall'1/1/2006 e che, quindi, potrebbero avvalersi delle procedure semplificate almeno fino all'approvazione del bilancio 2008. Le società quotate dopo tale data e non risultanti dalla fusione o dalla scissione di una o più società con azioni quotate sono 49. Al netto della sovrapposizioni dovute al fatto che alcune società sono sia di minori dimensioni che di recente quotazione, l'insieme delle società quotate che rientrano nelle due definizioni è di 184 società. Escludendo poi le società soggette a direzione e coordinamento e quelle controllate da una società quotata, le società quotate (neoquotate e di minori dimensioni) che possono avvalersi della facoltà di adottare le procedure semplificate sarebbero quindi 145 (cfr. Appendice 4).

degli azionisti di minoranza nelle operazioni con parti correlate siano più forti, in considerazione dei maggiori conflitti di interesse cui può trovarsi esposto il *management*. Si è ritenuto, invece, di non applicare tale ultima previsione alle società con azioni diffuse – che, quindi, potranno applicare le procedure meno rigorose di cui all’articolo x.5 anche se soggette a direzione e coordinamento o controllate da società quotate – in quanto per tali società il coinvolgimento nel capitale di azionisti di minoranza è solitamente meno intenso e, pertanto, gli interessi dei soggetti controllanti tendono ad essere maggiormente allineati con quelli delle minoranze.

31. Si precisa, inoltre, che per individuare le società di minori dimensioni si è fatto riferimento alla capitalizzazione di mercato. In particolare, sono società di minori dimensioni le società con azioni quotate per le quali la Consob, ai sensi dell’articolo 144-*septies*, comma 1, del Regolamento Emittenti, abbia accertato, con riguardo all’esercizio 2007, una capitalizzazione di mercato inferiore o uguale a 500 milioni di euro in attuazione della disciplina del voto di lista per l’elezione degli organi di amministrazione e controllo. Sono anche previste disposizioni per evitare alle società che si trovano al limite dei 500 milioni di dover modificare con una certa frequenza le procedure interne. Più precisamente, per gli esercizi successivi al 2007, per perdere la qualifica di società di minori dimensioni sarà necessario avere superato per tre anni consecutivi tale soglia e viceversa.

32. Le società sono definite “di recente quotazione” a partire dalla data di inizio delle negoziazioni fino alla data di approvazione del bilancio relativo al secondo esercizio successivo a quello di quotazione. Decorso tale periodo, le società acquisiscono la qualifica di società di minori dimensioni nel caso in cui la capitalizzazione di mercato relativa all’ultimo esercizio sia inferiore alla soglia di 500 milioni di euro. E’ stato, infine, precisato che non possono definirsi società di recente quotazione le società risultanti dalla fusione o dalla scissione di una o più società con azioni quotate che non siano a loro volta di recente quotazione.

Casi di esclusione

33. Come già accennato, nel regolamento è previsto che nell’individuare le operazioni “rilevanti” soggette alla disciplina della trasparenza di cui all’articolo x.3 e alle procedure di cui all’articolo x.4 nonché le altre operazioni soggette alle procedure più flessibili di cui all’articolo x.5, le società possano prevedere alcuni casi di esclusione (cfr. articolo x.8 della

bozza di articolato).

34. In particolare, è prevista la facoltà di escludere dalla disciplina della trasparenza di cui all'articolo x.3 e dalle procedure di cui agli articoli x.4 e x.5, ferma l'applicabilità della dell'informativa analitica sulle operazioni rilevanti nella relazione intermedia (e annuale) sulla gestione di cui all'articolo x.4, comma 2, :

- a) le operazioni con società controllate, anche non al 100%, purché in tali controllate non vi siano interessi di altre parti correlate (quali, ad esempio, partecipazioni degli amministratori, ovvero forme di remunerazione legate ai risultati della controllata gestita da un amministratore che sia anche amministratore della società controllante). Viene data, quindi, la possibilità, al fine di non creare un "irrigidimento" nella gestione ordinaria, di escludere le operazioni con società controllate che risultano molto frequenti nell'organizzazione dei gruppi di società e che non presentano particolari profili di rischio;
- b) le operazioni svolte in attuazione di piani di compensi basati su strumenti finanziari approvati dall'assemblea ai sensi dell'art. 114-*bis* del Testo unico. Ciò in quanto tali piani, oltre all'approvazione assembleare, sono già soggetti alle regole di trasparenza previste dal combinato disposto dell'art. 114-*bis* e dell'art. 84-*bis* del Regolamento Emittenti. Le società potrebbero, comunque, decidere di non escludere tali operazioni che possono coinvolgere parti correlate (dirigenti con responsabilità strategiche secondo la definizione dello IAS 24) dalla disciplina di cui trattasi attribuendo, ad esempio, nella fase di approvazione della proposta da sottoporre all'assemblea, i compiti previsti per gli amministratori indipendenti ad un comitato di remunerazione composto da soli indipendenti⁶⁶.

35. Inoltre, come già esposto, le procedure possono individuare, motivandone la scelta, criteri per l'identificazione di "operazioni di importo esiguo" che non rientrano: i) tra le operazioni "rilevanti" sulla base dei criteri qualitativi, e ii) che non rientrano tra le operazioni soggette alla procedura meno rigorosa di cui all'articolo x.5. Le società potrebbero individuare anche criteri differenti per i due casi (ad esempio, due soglie quantitative diverse, rispettivamente, per le operazioni rilevanti sulla base di criteri qualitativi e per le altre operazioni che sarebbero soggette alla procedura di cui all'art. x.5). Ulteriori differenziazioni potrebbero essere definite sulla base di altri fattori quali la tipologia della controparte o dell'operazione.

⁶⁶ Il Codice di Autodisciplina raccomanda la costituzione di un Comitato per la remunerazione composto da amministratori non esecutivi la maggioranza dei quali indipendenti.

Operazioni di competenza assembleare

36. Per le operazioni “rilevanti” che, per legge o per statuto, sono di competenza assembleare sono previste due procedure alternative che possono essere adottate dalle società per assicurare la correttezza procedurale e sostanziale di tali operazioni.
37. La prima procedura prevede congiuntamente:
- che nella fase di approvazione della proposta da sottoporre all’assemblea da parte dell’organo amministrativo sia seguita la procedura meno rigorosa di cui all’articolo x.5 (che prevede, tra l’altro, un parere preventivo degli amministratori indipendenti), in quanto compatibile;
 - che l’efficacia della deliberazione assembleare, fermo quanto previsto dagli articoli 2368, comma 3, e 2373 del codice civile, sia subordinata a modalità di approvazione volte ad evitare che l’esito della votazione sia determinato dalle parti correlate interessate all’operazione o da soggetti alle stesse correlati che risultino a loro volta correlati alle società.
38. Si tratta di una disposizione che si ispira a quanto previsto in altri ordinamenti al fine di garantire la correttezza sostanziale delle operazioni con parti correlate: l’esclusione dal processo decisionale del soggetto in conflitto d’interessi ovvero l’approvazione dell’operazione con il voto determinante dei soci “disinteressati”. In particolare, in Inghilterra, secondo le *Listing Rules* adottate dalla FSA (*Listing Rule n. 11*), le operazioni rilevanti con parti correlate devono essere approvate dall’assemblea e, qualora la parte correlata interessata sia titolare di diritti di voto, essa non può partecipare alla votazione; tale procedura che richiede l’approvazione dell’operazione da parte degli “*independent shareholders*” viene definita “*whitewash*”. Anche in Francia, secondo il Codice di Commercio, alcune operazioni con parti correlate richiedono una ratifica assembleare, l’interessato non può prendere parte al voto e le sue azioni non possono essere prese in considerazione per il calcolo del *quorum* e della maggioranza. Infine, negli Stati Uniti, viene escluso (sia da alcune leggi statali che dalla giurisprudenza) che un’operazione con parte correlata possa essere invalidata o dare luogo ad un risarcimento del danno, con un’inversione dell’onere della prova, qualora la stessa sia stata approvata dalla maggioranza dei soci “disinteressati” (per maggiori dettagli sulla disciplina estera cfr. Appendice 1. paragrafo 3).
39. Nella disposizione in esame, che può essere attuata secondo procedure che non

necessariamente prevedano un'esclusione dal voto delle parti correlate interessate, è, inoltre, previsto che le procedure interne possano disporre che tale ultima condizione sia applicabile solo se in assemblea risulti presente almeno una "minoranza qualificata", al fine di evitare che sia attribuito un ruolo determinante ad azionisti che non abbiano un reale interesse nella società (c.d. disturbatori d'assemblea). Tale minoranza dovrà essere individuata sulla base di una quota del capitale sociale, calcolata escludendo le partecipazioni detenute dalle parti correlate interessate all'operazione o da soggetti alle stesse correlati che risultino a loro volta correlati alle società. Tale quota non potrà essere superiore alle quote di partecipazione individuate e pubblicate dalla Consob ai sensi dell'articolo 144-*septies*, comma 1, del Regolamento Emittenti per la presentazione delle liste per l'elezione degli organi di amministrazione e controllo.

40. La seconda procedura, alternativa alla prima, prevede l'applicazione delle disposizioni più rigorose dell'articolo x.4, in quanto compatibili, che prevedono un ruolo determinante degli amministratori indipendenti nella fase della conduzione delle trattative, nella fase istruttoria e nella fase di approvazione della proposta da sottoporre all'assemblea da parte del consiglio di amministrazione (ovvero un parere preventivo degli amministratori indipendenti nella fase deliberativa, qualora l'operazione non sia delegabile dal consiglio). In tale procedura, per l'approvazione della delibera assembleare, non è richiesta l'assunzione della delibera senza il voto determinante delle parti correlate.
41. E' infine previsto, per entrambe le procedure, che le società mettano a disposizione del pubblico, presso la sede sociale e la società di gestione del mercato, il documento informativo di cui all'articolo x.3 con gli eventuali aggiornamenti, almeno dieci giorni dell'assemblea convocata per deliberare su un'operazione "rilevante" con parte correlata.

Delibere-quadro

42. E' stata presa in considerazione la possibilità, frequente soprattutto nell'operatività infragruppo, che alcune operazioni con parti correlate siano oggetto di delibere-quadro. Anche per tali ipotesi è stato richiesto che le società individuino specifiche procedure volte a garantire la correttezza sostanziale delle operazioni che rientrano in tali delibere. Al riguardo, le procedure devono almeno prevedere:
- regole che tengano conto di quanto previsto per le operazioni rilevanti in materia di trasparenza (di cui all'articolo x.3) e di procedure (di cui all'articolo x.4 e x.5), a seconda del prevedibile ammontare delle operazioni da realizzare nel periodo di riferimento. Si applicano anche alle delibere-quadro i casi di esclusione di cui all'articolo x.8;
 - che le delibere-quadro non abbiano efficacia superiore a un anno e si riferiscano a

operazioni sufficientemente determinate, riportando almeno l'ammontare prevedibile delle operazioni da realizzare nel periodo di riferimento e la motivazione delle condizioni previste;

- che le singole operazioni concluse nell'ambito di delibere-quadro siano oggetto di completa ed adeguata comunicazione al consiglio d'amministrazione almeno ogni tre mesi.

Sistema di amministrazione e controllo dualistico

43. E' stata introdotta una specifica disposizione per le società che adottano il sistema di amministrazione e controllo dualistico (cfr. art. x.10 della bozza di articolato).

44. In primo luogo, è stato previsto che le norme del regolamento che fanno riferimento al consiglio di amministrazione e ai suoi componenti si applicano al consiglio di gestione e ai suoi componenti e le norme che fanno riferimento all'organo di controllo si applicano al consiglio di sorveglianza. Da ciò discende che le società che hanno uno o più consiglieri di gestione indipendenti possono utilizzare le stesse procedure previste per il sistema tradizionale. Tuttavia, considerata la peculiarità di tali sistemi, che dovrebbero portare a consigli di gestione ristretti costituiti per la quasi totalità da *manager*, si è tenuta in considerazione la possibilità che le società non ritengano opportuno costituire un comitato composto da consiglieri di gestione indipendenti. Pertanto, è stata data la facoltà di prevedere che i pareri preventivi di cui agli articoli x.4. (per le operazioni rilevanti nell'ambito delle procedure più rigorose) e x.5 (per le operazioni diverse da quelle rilevanti nell'ambito delle procedure più flessibili) siano rilasciati, invece che da un comitato composto da consiglieri di gestione indipendenti, dal comitato di controllo interno, o da altro comitato, eventualmente costituito nell'ambito del consiglio di sorveglianza. Al riguardo, si rappresenta che anche il Codice di Autodisciplina, per le società che adottano il dualistico, prevede che, di norma, i comitati raccomandati dallo stesso Codice, come il comitato per il controllo interno, siano costituiti all'interno dell'organo di controllo.

45. In secondo luogo, si è introdotta una particolare disposizione per le operazioni con parti correlate su cui deve deliberare il consiglio di sorveglianza. In particolare, in tali casi:

- le procedure di cui agli articoli x.4, x.5 e x.6, si applicano, in quanto compatibili, nella fase di conduzione delle trattative, nella fase istruttoria e nella fase di approvazione da parte del consiglio di gestione delle proposte da sottoporre al consiglio di sorveglianza;
- le operazioni sono approvate dal consiglio di sorveglianza, previo parere del comitato di controllo interno, o di altro comitato, costituito nell'ambito dello stesso consiglio, ove presente.

46. E' stato, inoltre, precisato che, ove i consiglieri di sorveglianza abbiano un interesse, per

conto proprio o di terzi, nell'operazione, devono darne notizia agli altri consiglieri, precisandone la natura, i termini, l'origine e la portata. Inoltre, la deliberazione del consiglio di sorveglianza deve sempre adeguatamente motivare le ragioni e la convenienza per le società dell'operazione. Tali previsioni sono mutate dall'art. 2391 del codice civile ("*Interessi degli amministratori*"), norma che, nel dualistico, ai sensi del codice civile, risulta applicabile ai consiglieri di gestione e non ai consiglieri di sorveglianza.

47. Infine, per le ipotesi in cui non vi siano consiglieri di gestione indipendenti privi di interessi nell'operazione ai sensi dell'articolo 2391 del codice civile, è stato previsto che le procedure definiscano regole che assicurino la correttezza sostanziale dell'operazione, disponendo almeno:

- che l'operazione sia approvata previo parere del comitato di controllo interno, o di altro comitato, costituito nell'ambito del consiglio di sorveglianza, ove presente;
- per le operazioni rilevanti con parti correlate, che il consiglio di sorveglianza nomini, a spese della società, un esperto indipendente individuato dal comitato per il controllo interno costituito nell'ambito dello stesso consiglio ovvero, in assenza di tale comitato, individuato con il voto favorevole del consigliere di sorveglianza ovvero della maggioranza dei consiglieri di sorveglianza eletti dalle minoranze, ove presenti.

48. Non si è, invece, ritenuto necessario prevedere specifiche disposizioni per il sistema monistico in quanto le previsioni relative al consiglio di amministrazione, agli amministratori indipendenti e all'organo di controllo sono facilmente applicabili a tale sistema. Le società dovranno valutare, anche in linea con quanto richiesto dal Codice di Autodisciplina, se attribuire i compiti previsti dalla disciplina in esame per il comitato di amministratori indipendenti al comitato per il controllo sulla gestione, costituito da soli indipendenti⁶⁷.

Società quotate soggette ad attività di direzione e coordinamento

49. Si è ritenuto, infine, opportuno prevedere una modifica dell'attuale disciplina sulle "*Condizioni che inibiscono la quotazione di azioni di società controllate sottoposte all'attività di direzione e coordinamento di altra società*" contenuta nell'art. 37 del Regolamento Mercati. Tale disposizione, in attuazione dell'art. 62, comma 3, lett. 3-*bis* del TUF, prevede i requisiti che inibiscono la quotazione di azioni di società controllate sottoposte all'attività di direzione e coordinamento di altra società⁶⁸.

⁶⁷ Il Codice di Autodisciplina, nei commenti relativi alla facoltà di attribuire le funzioni previste per il comitato di controllo interno al comitato per il controllo sulla gestione, precisa come "*la soluzione indicata risponde all'esigenza di evitare la compresenza, all'interno del consiglio di amministrazione, di due comitati con funzioni, seppur non uguali, evidentemente simili, soluzione ritenuta poco funzionale e possibile fonte di inefficienza.*"

⁶⁸ In particolare il comma 1, lett. d), dell'art. 37 del Regolamento Mercati, prevede che le azioni delle predette società non possono essere quotate se "*non dispongano di amministratori indipendenti, in numero tale da garantire che il loro*

50. Per tali società⁶⁹, caratterizzate strutturalmente da un grado di autonomia decisionale condizionato dall'essere sottoposte all'attività di direzione e coordinamento, si è inteso rafforzare l'efficacia dei presidi interni al fine di assicurare l'effettività delle previsioni relative ai principi di trasparenza e correttezza procedurale e sostanziale per la realizzazione di operazioni con parti correlate. In particolare, la proposta prevede:

- che tali società debbano disporre di un comitato di controllo interno composto interamente da amministratori indipendenti;
- che, nell'ipotesi in cui vi siano ulteriori comitati raccomandati da codici di comportamento promossi da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria, essi siano composti esclusivamente da amministratori indipendenti;
- che, qualora il soggetto che esercita l'attività di direzione e coordinamento sia una società quotata, il consiglio di amministrazione della società sia composto in maggioranza da amministratori indipendenti;
- che, ai fini di tale disposizione, non possano essere qualificati amministratori indipendenti coloro che ricoprono la carica di amministratore nella società o nell'ente che esercita attività di direzione e coordinamento o nelle società quotate controllate da tale società o ente;
- per le società che adottano il sistema di amministrazione e controllo dualistico, in sostituzione dei precedenti requisiti, è richiesta la costituzione di un comitato per il controllo interno nell'ambito del consiglio di sorveglianza. Si prevede inoltre che il comitato sia presieduto da un consigliere eletto dalla minoranza, ove presente, in analogia con quanto previsto per il collegio sindacale nel sistema tradizionale.

giudizio abbia un peso significativo nell'assunzione delle decisioni consiliari. Ai fini della valutazione dell'indipendenza e dell'adeguatezza del numero dei predetti amministratori si fa riferimento ai criteri generali stabiliti dalle società di gestione dei mercati regolamentati, tenuto conto delle migliori prassi disciplinate dai codici di comportamento redatti dalle medesime società o da associazioni di categoria.”

⁶⁹ Le società quotate che al 31.12.2007 dichiaravano di essere soggette ad attività di direzione e coordinamento erano 59 a fronte di 207 società controllate di diritto o di fatto. Tra queste 21 erano soggette ad attività di direzione e coordinamento di altre società quotate (cfr. Appendice 4).

APPENDICI

Appendice 1: L'attuale quadro normativo in materia di operazioni con parti correlate e l'applicazione dell'art. 2391-bis c.c.

1. Premessa - Art. 2391-bis del codice civile e delega regolamentare alla Consob
2. La disciplina vigente in materia di operazioni con parti correlate
 - 2.1. *La disciplina Consob sulla trasparenza in materia di operazioni con parti correlate*
 - 2.2. *Le informazioni su operazioni con parti correlate nei principi contabili internazionali: lo IAS 24, la definizione di "parte correlata" e di "operazione"*
 - 2.3. *Delibera e Comunicazione Consob del luglio 2006 sugli schemi di bilancio*
 - 2.4. *Le informazioni sulle operazioni rilevanti con parti correlate nelle relazioni finanziarie ai sensi dell'art. 154-ter del TUF*
 - 2.5. *Le operazioni con parti correlate nel Codice di Autodisciplina delle società quotate.*
 - 2.6. *Le operazioni con parti correlate e la disciplina bancaria*
 - 2.7. *La disciplina degli interessi degli amministratori di cui all'art. 2391 c.c. e la disciplina dell'attività di direzione e coordinamento di cui agli artt. 2497 e ss. c.c.*
3. La disciplina delle operazioni con parti correlate nel diritto estero
 - 3.1. *L'ordinamento inglese*
 - 3.2. *L'ordinamento francese*
 - 3.3. *L'ordinamento statunitense*
 - 3.4. *L'ordinamento tedesco*

1. Premessa - art. 2391-bis del codice civile e delega regolamentare alla Consob

La nuova disciplina in materia di operazioni con parti correlate effettuate da società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio di cui all'art. 2391-bis del codice civile è stata introdotta dal decreto legislativo 28 dicembre 2004, n. 310 avente ad oggetto "*integrazioni e correzioni alla disciplina del diritto societario ed al testo unico in materia bancaria e creditizia*".

Tenuto anche conto che il decreto non prevedeva specifici termini per l'attuazione delle deleghe regolamentari ivi disposte, la Consob ha ritenuto opportuno dare attuazione alla delega contenuta nell'art. 2391-bis c.c. una volta completato il quadro regolamentare di attuazione della c.d. riforma per la tutela del risparmio - introdotta con la legge n. 262 del 28 dicembre 2005 e da ultimo modificata con il d.lgs n. 303 del 29 dicembre 2006 (c.d. decreto Pinza) - al fine di poter disporre di

un contesto normativo della disciplina societaria sufficientemente stabile e organico nel quale inserire le disposizioni regolamentari in materia di operazioni con parti correlate⁷⁰. In particolare si è ritenuto opportuno definire preliminarmente le misure attuative delle nuove disposizioni introdotte dalla riforma in materia di elezione e composizione degli organi di amministrazione e controllo, anche in considerazione del ruolo che essi sono chiamati a svolgere nel dare concreta attuazione ai principi fissati dalla Consob. L'art. 2391-bis, infatti, attribuisce un ruolo essenziale alla autoregolamentazione delle singole società le quali, attraverso gli organi amministrativi e nel quadro dei principi generali determinati dalla Consob, devono stabilire regole puntuali e dettagliate in materia.

Nelle società facenti appello al pubblico risparmio, le operazioni con parti correlate – particolarmente frequenti nel mercato italiano caratterizzato dalla presenza di gruppi piramidali, di rilevanti intrecci azionari nonché di incroci nella partecipazione a patti parasociali – potrebbero determinare significativi pregiudizi per gli investitori. Nell'ambito di tali operazioni, infatti, la presenza di conflitti di interesse risulta “fisiologica” e aumentano i rischi di comportamenti contrari all'interesse sociale e dannosi per gli azionisti di minoranza.

Considerate tali criticità, la Consob fin dal 1993 ha adottato numerose Comunicazioni volte a garantire trasparenza sulle operazioni con parti correlate compiute da società quotate e sui loro effetti⁷¹. Come meglio di seguito specificato, nel 2002 la Consob ha inserito nel Regolamento n. 11971/1999 (“Regolamento Emittenti”) una disciplina volta ad assicurare una circostanziata

⁷⁰ Si rammenta, inoltre, che nelle varie versioni della riforma che si sono succedute nel tempo era anche prevista l'abrogazione della delega regolamentare alla Consob e l'introduzione di una disciplina interamente dettata dalla normativa primaria. In particolare, si rammenta che il Disegno di legge unificato del 25 novembre 2004 recante “*Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari*” prevedeva una disciplina del seguente tenore: art. 2391-bis. (“*Operazioni con parti correlate*”) “1. *Le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio non possono contrarre, direttamente o indirettamente, obbligazioni di qualsiasi natura, né compiere atti di compravendita, di valore complessivo superiore a centomila euro nel corso di ciascun esercizio sociale, con chiunque detenga, direttamente o indirettamente, una partecipazione di controllo nel loro capitale, con chiunque eserciti su di esse un'influenza notevole, ai sensi del terzo comma dell'articolo 2359, e con chi svolga presso di esse funzioni di amministrazione, direzione o controllo ovvero con le società controllate dai predetti soggetti, salva espressa autorizzazione del consiglio d'amministrazione o del consiglio di gestione, deliberata senza la partecipazione del soggetto interessato e previo parere favorevole dell'organo di controllo assunto all'unanimità. 2 Sono nulli gli atti compiuti in difformità dall'autorizzazione di cui al primo comma, ovvero quando essa manchi o sia stata deliberata senza l'osservanza di quanto ivi prescritto*».

⁷¹ Si fa riferimento, tra le altre, alla Comunicazione n. 93002422 del 31-3-1993, con la quale la Consob ha invitato le società di revisione a prestare particolare attenzione a tali operazioni tenuto conto che “*possono non rispondere ai canoni della regolarità degli atti sociali*” e, pertanto, rientrare tra i fatti censurabili; nonché alle numerose successive comunicazioni in materia di controlli societari e informativa: la Comunicazione n. 97001574 del 20-2-1997, (“*Raccomandazioni in materia di controlli societari*”), la Comunicazione n. 98015554 del 2-3-1998 (“*Comunicazione in materia di informazioni di bilancio concernenti le operazioni con parti correlate*”), la Comunicazione n. 1025564 del 6-4-2001 (“*Comunicazione sui contenuti della relazione del collegio sindacale all'assemblea di cui agli artt. 2429, comma 3, del codice civile e 153, comma 1, del d.lgs. 58/98 - Scheda riepilogativa dell'attività di controllo svolta dai collegi sindacali*”).

informativa al pubblico, con la predisposizione di un apposito documento informativo, sulle più rilevanti operazioni con parti correlate realizzate da società quotate (cfr. art. 71-bis).

Con il nuovo art. 2391-bis c.c. la Consob è delegata a disciplinare tali operazioni non più solo dal punto di vista della trasparenza, ma avendo altresì riguardo alla correttezza sostanziale e procedurale delle stesse.

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."

Pertanto, si demanda alla potestà regolamentare della 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 rischio*" (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.), "*direttamente*" o "*tramite società controllate*". Tali principi generali devono individuare una disciplina delle operazioni in parola con riguardo alla "*competenza decisionale*", alle "*motivazioni*" e alla "*documentazione*".

L'art. 2391-bis, come sopra esposto, non delega in via esclusiva alla Consob il compito di dettare la disciplina di cui trattasi; un ruolo essenziale viene affidato alla autoregolamentazione delle singole società le quali, attraverso gli organi amministrativi e nel quadro dei principi generali determinati dalla Consob, devono stabilire regole puntuali e dettagliate in materia.

Al fine di dare attuazione alla predetta delega regolamentare si è in primo luogo provveduto ad esaminare le discipline attualmente vigenti in materia nonchè ad esaminare le normative applicabili alle operazioni con parti correlate in alcuni ordinamenti esteri.

Nel successivo paragrafo 2 è esposta una breve sintesi della disciplina attualmente applicabile alle società quotate in materia di operazioni con parti correlate, distinguendo il profilo informativo, di cui si occupano principalmente, pur nell'ambito delle proprie specifiche finalità, la disciplina Consob (art. 71-*bis* del Regolamento Emittenti), nonché i principi contabili internazionali (gli IAS), e gli aspetti sostanziali e procedurali di tali operazioni affrontati dal Codice di Autodisciplina. Sono esposti inoltre in modo sintetico la specifica disciplina bancaria sulle operazioni con parti correlate, nonché le norme civilistiche in materia di interessi degli amministratori (art. 2391 c.c.) e di attività di direzione e coordinamento in seno ai gruppi (artt. 2497 e ss. c.c).

Nel paragrafo 3 è riportata una breve sintesi delle discipline in materia di operazioni con parti correlate vigenti in alcuni ordinamenti esteri (disciplina inglese, francese, americana, tedesca).

2. La disciplina vigente in materia di operazioni con parti correlate

2.1 La disciplina Consob sulla trasparenza in materia di operazioni con parti correlate (art. 71-*bis* del regolamento emittenti)

Con riguardo alla trasparenza delle operazioni con parti correlate delle società con italiane azioni quotate, la disciplina Consob già prevede una specifica disciplina informativa. In particolare, con delibera n. 13616 del 12 giugno 2002, la Consob, in attuazione dell'art. 114 del TUF, ha introdotto l'obbligo⁷² per società quotate di pubblicare un apposito documento informativo per le operazioni con parti correlate di una certa rilevanza, ossia per le operazioni che “*per oggetto, corrispettivo, modalità o tempi di realizzazione possono avere effetti sulla salvaguardia del patrimonio aziendale o sulla completezza e correttezza delle informazioni, anche contabili, relative all'emittente*”.

Più specificamente, il vigente art. 71-*bis* del Regolamento Emittenti prevede quanto segue:

“1. In occasione di operazioni con parti correlate, concluse anche per il tramite di società controllate, che per oggetto, corrispettivo, modalità o tempi di realizzazione possono avere effetti sulla salvaguardia del patrimonio aziendale o sulla completezza e correttezza delle informazioni, anche contabili, relative all'emittente, gli emittenti azioni mettono a disposizione del pubblico un documento informativo redatto in conformità all'Allegato 3B. Tale obbligo non sussiste se le informazioni sono inserite nel comunicato eventualmente diffuso ai sensi dell'articolo 66 o nel documento informativo previsto dagli articoli 70 e 71.

⁷² Entrato in vigore l'1 gennaio 2003.

2. Il documento informativo è depositato presso la sede sociale e la società di gestione del mercato entro quindici giorni dalla conclusione delle operazioni. Del deposito è data immediata notizia mediante avviso pubblicato su almeno un quotidiano a diffusione nazionale.”.

Tale norma, quindi, in coerenza con la finalità della norma primaria alla quale dà attuazione (art. 114 del TUF), è tesa ad assicurare una trasparenza informativa sulle operazioni con parti correlate in grado di incidere in modo rilevante sulla situazione economica dell'emittente.

Le principali informazioni che devono essere fornite nel documento informativo (o nel comunicato stampa sostitutivo)⁷³ sono:

- i rischi connessi ai potenziali conflitti d'interesse delle parti correlate con cui è effettuata l'operazione, in un apposito paragrafo denominato “Avvertenze”;
- una descrizione sintetica delle caratteristiche, modalità, termini e condizioni dell'operazione;
- l'indicazione delle parti correlate con cui l'operazione è stata posta in essere, del relativo grado di correlazione, della natura e della portata degli interessi di tali parti nell'operazione;
- l'indicazione delle motivazioni economiche della società emittente al compimento dell'operazione;
- le modalità di determinazione del prezzo dell'operazione e valutazioni circa la sua congruità rispetto ai valori di mercato di operazioni similari, indicando l'eventuale esistenza di valutazioni

⁷³ Lo schema di documento informativo relativo ad operazioni con parti correlate contenuto nell'Allegato 3B al Regolamento Emittenti prevede, più precisamente, quanto segue:

“Nei casi in cui l'emittente quotato ponga in essere con parti correlate le operazioni indicate nell'articolo 71-bis del regolamento, il documento informativo deve riportare i seguenti elementi:

Indice

1. Avvertenze

Evidenziare, in sintesi, i rischi connessi ai potenziali conflitti di interesse delle parti correlate con cui è effettuata l'operazione descritta nel documento informativo.

2. Informazioni relative all'operazione

2.1 Descrizione sintetica delle caratteristiche, modalità, termini e condizioni dell'operazione.

2.2. Indicazione delle parti correlate con cui l'operazione è stata posta in essere, del relativo grado di correlazione, della natura e della portata degli interessi di tali parti nell'operazione.

2.3. Indicazione delle motivazioni economiche della società emittente al compimento dell'operazione.

2.4. Modalità di determinazione del prezzo dell'operazione e valutazioni circa la sua congruità rispetto ai valori di mercato di operazioni similari. Al riguardo indicare l'eventuale esistenza di valutazioni svolte da professionisti a supporto della congruità di tale prezzo e gli esiti finali delle medesime, precisando se dette valutazioni sono state appositamente commissionate dall'emittente.

2.5. Effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'operazione.

2.6. Se l'ammontare dei compensi dei componenti dell'organo di amministrazione dell'emittente e/o di società da questo controllate è destinato a variare in conseguenza dell'operazione, dettagliate indicazioni delle variazioni. Se non sono previste modifiche, inserimento, comunque, di una dichiarazione in tal senso.

2.7. Nel caso di operazioni ove le parti correlate coinvolte siano i componenti degli organi di amministrazione e di controllo direttori generali e dirigenti dell'emittente, informazioni relative agli strumenti finanziari dell'emittente medesimo detenuti dai soggetti sopra individuati e agli interessi di questi ultimi in operazioni straordinarie, previste dai paragrafi 2.8, 2.9 e 2.10 dello schema n. 1 del prospetto riportato nella parte terza dell'Allegato 1B del presente regolamento.

svolte da professionisti a supporto della congruità di tale prezzo e gli esiti finali delle medesime, precisando se dette valutazioni sono state appositamente commissionate dall'emittente;

- gli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'operazione;
- dettagliate indicazioni dei compensi dei componenti dell'organo di amministrazione dell'emittente e/o di società da questo controllate se l'ammontare di questi è destinato a variare in conseguenza dell'operazione.

Prima dell'abrogazione con delibera n. 14990 del 14 aprile 2005, il comma 3 del predetto articolo delegava la Consob ad individuare "la nozione di parti correlate tenendo anche conto dei principi contabili riconosciuti in ambito internazionale". Con Comunicazione n. DEM/2064231 del 30.9.2002 la Commissione aveva fornito una definizione di parti correlate⁷⁴ avente valenza generale (applicabile a tutti gli adempimenti societari rilevanti verso la Consob ed il mercato), allineandosi sostanzialmente (con adattamenti connessi alle specifiche nozioni giuridiche del diritto italiano) al principio contabile internazionale "International Accounting Standard 24 - Related Party Disclosures" (IAS 24) che al momento era in corso di revisione da parte dell'International Accounting Standard Board.

Una volta adottato il nuovo IAS 24 la Consob, con la citata delibera del 14 aprile 2005, ha abrogato il predetto comma 3 dell'art. 71-bis nonché la citata Comunicazione DEM/2064231 e ha richiamato la definizione di parte correlata contenuta nello IAS 24 come la definizione rilevante per tutti

⁷⁴ Secondo la richiamata comunicazione Consob DEM/2064231: «Le parti correlate sono definite come segue:

- a) i soggetti che controllano, sono controllati da, o sono sottoposti a comune controllo con l'emittente;
- b) gli aderenti, anche in via indiretta, a patti parasociali di cui all'art. 122, comma 1, del D.Lgs. n. 58/98, aventi per oggetto l'esercizio del diritto di voto, se a tali patti è conferita una partecipazione complessiva di controllo;
- c) i soggetti collegati all'emittente e quelli che esercitano un'influenza notevole sull'emittente medesimo;
- d) coloro ai quali sono attribuiti poteri e responsabilità in ordine all'esercizio delle funzioni di amministrazione, direzione e controllo nell'emittente;
- e) gli stretti familiari delle persone fisiche ricomprese nelle lettere a), b), c) e d);
- f) i soggetti controllati dalle persone fisiche ricomprese nelle lettere b), c), d) ed e), o sui quali le persone fisiche ricomprese nelle lettere a), b), c), d) ed e) esercitano un'influenza notevole;
- g) i soggetti che hanno in comune con l'emittente la maggioranza degli amministratori.

Ai fini di quanto disposto dalla suindicata definizione si precisa che:

- per controllo si intende quello previsto dall'art. 93 del D.Lgs. n. 58/98;
- per collegamento ed influenza notevole si intendono quelli previsti dall'art. 2359, comma 3, del codice civile;
- tra i soggetti di cui alla lettera d) si intendono compresi i componenti degli organi sociali, i direttori generali e i dirigenti dotati di poteri conferiti dal Consiglio di Amministrazione;
- per stretti familiari si intendono quelli potenzialmente in grado di influenzare la persona fisica correlata all'emittente, o esserne influenzati, nei loro rapporti con l'emittente medesimo, tra cui i conviventi; in ogni caso si considerano stretti familiari il coniuge non legalmente separato, i parenti e gli affini entro il secondo grado».

adempimenti informativi (di tipo istantaneo, periodico ovvero straordinario) a cui sono tenuti gli emittenti quotati nei confronti del pubblico e della Consob⁷⁵.

2.2. Le informazioni su operazioni con parti correlate nei principi contabili internazionali: lo IAS 24, la definizione di “parte correlata” e di “operazione”

Anche la disciplina contenuta nei principi contabili internazionali si occupa delle operazioni con parti correlate sotto il profilo informativo.

In particolare, la finalità del principio IAS 24 “è quella di assicurare che il bilancio di un’entità contenga le informazioni integrative necessarie a evidenziare la possibilità che la situazione patrimoniale-finanziaria ed il suo risultato economico possano essere stati alterati dall’esistenza di parti correlate e da operazioni e saldi in essere con tali parti”⁷⁶.

A tal fine, si richiede di inserire nei bilanci informazioni sulla natura delle relazioni con le parti correlate, sulle caratteristiche delle operazioni e sui saldi in essere, necessarie per comprendere i potenziali effetti di tali relazioni sugli stessi bilanci. Tali informazioni, indicate separatamente per categorie di parti correlate espressamente indicate (ad esempio, controllante, controllate, collegate, dirigenti con responsabilità strategiche ecc.), devono almeno includere:

- a) l’ammontare delle operazioni;
- b) l’ammontare dei saldi in essere,

⁷⁵ Ai sensi dell’art. 2, comma 2, lett. h), del Regolamento Emittenti per “parti correlate” s’intendono: “i soggetti definiti tali dal principio contabile internazionale concernente l’informativa di bilancio sulle operazioni con parti correlate, adottato secondo la procedura di cui all’articolo 6 del regolamento (CE) n. 1606/2002”.

⁷⁶ Più precisamente nello IAS 24 sotto la voce “Scopo dell’informativa di bilancio sulle operazioni con parti correlate” si legge: “5. I rapporti fra parti correlate sono aspetti ordinari delle attività commerciali e gestionali. Ad esempio, le entità spesso svolgono una parte delle proprie attività avvalendosi di società controllate, joint venture o società collegate. In tali circostanze, la capacità di influire sulle politiche finanziarie e gestionali della partecipata viene esercitata attraverso il controllo, il controllo congiunto o l’influenza notevole.

6. Un rapporto con una parte correlata può avere un effetto sulla situazione patrimoniale-finanziaria ed il risultato economico dell’entità. Le parti correlate possono effettuare operazioni che società indipendenti non effettuerebbero. Per esempio, un’entità che vende merci alla sua controllante al costo, potrebbe non vendere alle stesse condizioni ad altri clienti. Inoltre, operazioni con parti correlate possono non essere effettuate ai medesimi corrispettivi rispetto a quelli intercorrenti fra parti indipendenti.

7. Il risultato economico e la situazione patrimoniale-finanziaria di un’entità possono essere influenzati da rapporti con parti correlate anche nel caso in cui non si verificano operazioni con le stesse. La semplice esistenza del rapporto può essere sufficiente ad influire sulle operazioni dell’entità con parti terze. Per esempio, una controllata può interrompere i propri rapporti con una controparte commerciale a partire dal momento dell’acquisizione da parte della capogruppo di un’altra controllata che svolge la stessa attività della precedente controparte. In alternativa, una parte può astenersi dal compiere determinate operazioni a causa dell’influenza notevole di un’altra; per esempio, una controllata può essere istruita dalla sua controllante a non impegnarsi in attività di ricerca e sviluppo.

8. Per tali ragioni, la conoscenza di operazioni, saldi e rapporti in essere con parti correlate può incidere sulla valutazione delle attività di un’entità ivi inclusi i rischi e le opportunità a cui l’entità va incontro.”.

- (i) le loro condizioni⁷⁷ ed i termini contrattuali, ivi incluse eventuali garanzie esistenti e la natura del corrispettivo da riconoscere al momento del regolamento;
 - (ii) dettagli di qualsiasi garanzia fornita o ricevuta;
- c) accantonamenti per crediti dubbi relativi all'ammontare dei saldi in essere;
- d) la perdita rilevata nell'esercizio, relativa ai crediti inesigibili o dubbi dovuti da parti correlate.

Secondo il richiamato principio contabile internazionale una “operazione” con parte correlata “è un trasferimento di risorse, servizi o obbligazioni fra parti correlate, indipendentemente dal fatto che sia stato pattuito un corrispettivo”⁷⁸.

Per “parte correlata” s'intende un'entità se:

- (a) direttamente o indirettamente, attraverso uno o più intermediari, la parte:
- (i) controlla l'entità, ne è controllata, oppure è soggetta al controllo congiunto⁷⁹(ivi incluse le entità controllanti, le controllate e le consociate)⁸⁰;
 - (ii) detiene una partecipazione nell'entità tale da poter esercitare un'influenza notevole⁸¹ su quest'ultima;

⁷⁷ Nello IAS 24 è, inoltre, rappresentato che “*le informazioni integrative in cui si specifica che le operazioni con parti correlate sono state effettuate a condizioni equivalenti a quelle prevalenti in libere transazioni, sono fornite soltanto se tali condizioni possono essere comprovate*”.

⁷⁸ Come esempi di operazioni delle quali deve essere data informativa se effettuate tra parti correlate si riportano le seguenti :

- j) acquisti o vendite di beni (finiti o semilavorati);
- k) acquisti o vendite di immobili e altre attività;
- l) prestazioni o ottenimento di servizi;
- m) leasing;
- n) trasferimenti per ricerca e sviluppo;
- o) trasferimenti a titolo di licenza;
- p) trasferimenti a titolo di finanziamenti (ivi inclusi i prestiti e gli apporti di capitale in denaro o natura);
- q) clausole di garanzia o pegno;
- r) estinzione di passività per conto dell'entità ovvero da parte dell'entità per conto di un'altra parte.

⁷⁹ Nella versione inglese si legge “*under common control*”, soggetta a comune controllo.

⁸⁰ Lo IAS 24 stabilisce che «*Il controllo è il potere di determinare le politiche finanziarie e gestionali di un'entità al fine di ottenerne benefici dalla sua attività*» (art 9, 5° co., IAS 24).

Secondo lo IAS 27 il controllo si presume quando “*la capogruppo possiede direttamente o indirettamente attraverso le proprie controllate, più della metà dei diritti di voto di un'entità a meno che, in casi eccezionali, possa essere chiaramente dimostrato che tale possesso non costituisce controllo. Il controllo esiste anche quando la capogruppo possiede la metà, o una quota minore, dei voti esercitabili in assemblea se essa ha: a) il controllo di più della metà dei diritti di voto in virtù di un accordo con altri investitori; b) il potere di determinare le politiche finanziarie e operative dell'entità in virtù di una clausola statutaria o di un contratto; c) il potere di nominare o di rimuovere la maggioranza dei membri del consiglio di amministrazione o dell'equivalente organo di governo societario, ed il controllo dell'entità è detenuto da quel consiglio o organo; d) il potere di esercitare la maggioranza dei diritti di voto nelle sedute del consiglio di amministrazione o dell'equivalente organo di governo societario, ed il controllo dell'entità è detenuto da quel consiglio o organo.*”.

⁸¹ «*L'influenza notevole è il potere di partecipare alla determinazione delle politiche finanziarie e gestionali di un'entità senza averne il controllo. Un'influenza notevole può essere ottenuta attraverso il possesso di azioni, tramite clausole statutarie o accordi*» (art. 9, 8° co., IAS 24).

- (iii) controlla congiuntamente l'entità⁸²;
- (b) la parte è una società collegata (secondo la definizione dello IAS 28 – Partecipazioni in società collegate) dell'entità⁸³;
- (c) la parte è una joint venture in cui l'entità è una partecipante (cfr. IAS 31 – Partecipazioni in joint venture);
- (d) la parte è uno dei dirigenti con responsabilità strategiche dell'entità o la sua controllante⁸⁴;
- (e) la parte è uno stretto familiare⁸⁵ di uno dei soggetti di cui ai punti (a) o (d)
- (f) la parte è un'entità controllata, controllata congiuntamente o soggetta ad influenza notevole da uno dei soggetti di cui ai punti (d) o (e), ovvero tali soggetti detengono, direttamente o indirettamente, una quota significativa di diritti di voto⁸⁶;
- (g) la parte è un fondo pensionistico per i dipendenti dell'entità, o di una qualsiasi altra entità ad essa correlata.

Ai sensi dello IAS 28 “6. Se una partecipante possiede, direttamente o indirettamente (per esempio tramite società controllate), il 20 % o una quota maggiore dei voti esercitabili nell'assemblea della partecipata, si suppone che la partecipante abbia un'influenza notevole, a meno che non possa essere chiaramente dimostrato il contrario. Di contro, se la partecipante possiede, direttamente o indirettamente (per esempio tramite società controllate), una quota minore del 20 % dei voti esercitabili nell'assemblea della partecipata, si suppone che la partecipante non abbia un'influenza notevole, a meno che tale influenza non possa essere chiaramente dimostrata. Anche se un'altra partecipante possiede la maggioranza assoluta o relativa, ciò non preclude necessariamente a una partecipante di avere un'influenza notevole.

7. L'esistenza di influenza notevole da parte di una partecipante è solitamente segnalata dal verificarsi di una o più delle seguenti circostanze:

- (a) la rappresentanza nel consiglio di amministrazione, o nell'organo equivalente, della partecipata;
- (b) la partecipazione nel processo decisionale, inclusa la partecipazione alle decisioni in merito ai dividendi o ad altro tipo di distribuzione degli utili;
- (c) il verificarsi di rilevanti operazioni tra la partecipante e la partecipata;
- (d) l'interscambio di personale dirigente;
- (e) la fornitura di informazioni tecniche essenziali. ».

Si rammenta che ai sensi dell'art. 2359, comma 3, del codice civile la presunzione di esercizio di influenza notevole si ha, per le società con azioni quotate in mercati regolamentati, con la titolarità di almeno il 10% dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria.

⁸² «Il controllo congiunto è la condivisione, stabilita contrattualmente, del controllo su un'attività economica» (art 9, 6° co., IAS 24).

⁸³ «Una società collegata è un'entità, anche senza personalità giuridica come nel caso di una partnership, in cui la partecipante detiene una influenza notevole e che non è né una controllata né una partecipazione a controllo congiunto». (IAS 28)

⁸⁴ «I dirigenti con responsabilità strategiche sono quei soggetti che hanno il potere e la responsabilità, direttamente o indirettamente, della pianificazione, della direzione e del controllo delle attività dell'entità, compresi gli amministratori (esecutivi o meno) dell'entità stessa» (art. 9, 7° co., IAS 24). Lo IAS 24, all'art 16, specifica, inoltre, che nel bilancio devono essere fornite informazioni integrative circa la retribuzioni dei dirigenti con qualità strategiche (in totale e suddivise per categorie predeterminate).

⁸⁵ «Si considerano familiari stretti di un soggetto quei familiari che ci si attende possano influenzare, o essere influenzati, dal soggetto interessato, nei loro rapporti con l'entità. Essi possono includere: (a) il convivente e i figli del soggetto; (b) i figli del convivente; e (c) le persone a carico del soggetto o del convivente» (art. 9, 3° co., IAS 24).

⁸⁶ Lo IAS 24 non definisce la nozione di “quota significativa di diritti di voto”. Al riguardo non si registrano orientamenti univoci e, pertanto, alcune società quotate hanno ritenuto che in mancanza di un'univoca interpretazione la soglia di significatività possa “essere stabilita almeno al livello che denota in via presuntiva l'esistenza di una stabile posizione di influenza (20%)” (così si legge nel regolamento sulle operazioni con parti correlate di recente adottato da Intesa San Paolo S.p.A.).

Nell'individuare i predetti rapporti di correlazione, precisa lo IAS 24, *“l'attenzione deve essere rivolta alla sostanza del rapporto e non semplicemente alla sua forma giuridica”*.

2.3. Delibera e Comunicazione Consob del luglio 2006 in materia di schemi di bilancio

Con delibera n. 15519 del 27 luglio 2006 (*“Disposizioni in materia di schemi di bilancio da emanare in attuazione dell'art. 9, comma 3, del decreto legislativo n. 38 del 28 febbraio 2005⁸⁷”*), la Consob ha individuato gli schemi di bilancio per gli emittenti strumenti finanziari quotati in mercati regolamentati italiani e gli emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico di cui all'art. 116 del TUF, diversi dalle imprese bancarie e assicurative. Tali schemi di bilancio, redatti secondo i principi contabili internazionali, prevedono, tra l'altro, che debbano essere evidenziate, qualora di importo significativo, oltre a quanto indicato nello IAS 1 *“Presentazione del bilancio”*, le sottovoci di seguito indicate:

- nei prospetti di stato patrimoniale, conto economico e rendiconto finanziario, l'ammontare delle posizioni o transizioni con parti correlate, distintamente dalle voci di riferimento. Tale indicazione può essere omessa per singole voci qualora la presentazione non sia significativa ai fini della comprensione della posizione finanziaria e patrimoniale, del risultato economico e dei flussi finanziari dell'impresa e/o del gruppo;
- nel prospetto di conto economico, i componenti di reddito (positivi e/o negativi) derivanti da eventi od operazioni il cui accadimento risulta non ricorrente ovvero da quelle operazioni o fatti che non si ripetono frequentemente nel consueto svolgimento dell'attività. Tali componenti di reddito devono essere evidenziate distintamente nelle voci di costo o di ricavo di riferimento.

Con Comunicazione n. 6064293 del 28 luglio 2006, ai sensi dell'art. 114, comma 5, del TUF, *“al fine di completare il quadro sistematico di riferimento in materia di bilanci, nonché di relazione semestrale”*, è stato richiesto agli emittenti strumenti finanziari quotati in mercati regolamentati italiani ed alle società aventi strumenti finanziari diffusi tra il pubblico di cui all'art. 116 del TUF, di fornire nei predetti documenti contabili alcune specifiche informazioni sugli effetti delle operazioni con parti correlate, degli eventi e operazioni significative non ricorrenti e delle

⁸⁷ L'art. 9, comma 3, del decreto legislativo n. 38 del 28 febbraio 2005 (*“Esercizio delle opzioni previste dall'articolo 5 del regolamento (CE) n. 1606/2002 in materia di principi contabili internazionali”*), delega la Consob a prevedere gli schemi di bilancio degli emittenti strumenti finanziari quotati in mercati regolamentati italiani e degli emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico di cui all'art. 116 del TUF, diversi dalle imprese bancarie e assicurative.

operazioni atipiche e/o inusuali⁸⁸. Nella predetta Comunicazione viene inoltre ribadita la definizione di operazioni atipiche e/o inusuali già contenuta nella Comunicazione n. 1025564 del 6 aprile 2001 relativa ai contenuti della relazione dell'organo di controllo all'assemblea di cui all'art. 153 del TUF⁸⁹.

2.4. Le informazioni sulle operazioni rilevanti con parti correlate nelle relazioni finanziarie ai sensi dell'art. 154-ter del TUF

Il d.lgs n. 195 del 6.11.2007 ("Attuazione della direttiva 2004/109/CE sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato") ha introdotto nel Testo Unico della Finanza l'art. 154-ter ("Relazioni finanziarie") che, nel secondo comma, prevede specifici obblighi informativi sulle operazioni rilevanti con parti correlate.

Più specificamente, l'art. 5 ("Relazioni finanziarie semestrali"), paragrafo 4, della Direttiva 2004/109/CE (c.d. "Direttiva *Transparency*" di primo livello) prevede che: "La relazione intermedia sulla gestione contiene almeno un riferimento agli eventi importanti che si sono

⁸⁸ In particolare, la citata Comunicazione prevede, tra l'altro, che :

1) nelle note illustrative:

a) gli emittenti strumenti finanziari quotati in mercati regolamentati italiani e gli emittenti con strumenti finanziari diffusi, inclusi quelli bancari e assicurativi, devono fornire le seguenti informazioni:

a.1) con riguardo alle operazioni con parti correlate - in aggiunta a quanto previsto dal principio contabile internazionale in materia di "Informativa di bilancio sulle operazioni con parti correlate" (IAS 24) - le informazioni dell'incidenza che le operazioni o posizioni con parti correlate, così come classificate dallo stesso IAS 24, hanno sulla situazione patrimoniale e finanziaria, sul risultato economico nonché sui flussi finanziari della società e/o del gruppo, con una tabella riepilogativa di tali effetti;

a.2) con riferimento agli eventi e alle operazioni significative non ricorrenti, le informazioni dell'incidenza che gli eventi od operazioni il cui accadimento risulta non ricorrente ovvero da quelle operazioni o fatti che non si ripetono frequentemente nel consueto svolgimento dell'attività hanno sulla situazione patrimoniale e finanziaria, sul risultato economico nonché sui flussi finanziari della società e/o del gruppo, con una tabella riepilogativa di tali effetti;

a.3) con riguardo alle posizioni o transizioni derivanti da operazioni atipiche e/o inusuali, l'impatto patrimoniale ed i flussi finanziari ed economici connessi a tali operazioni, qualora significative.

b) Gli emittenti con titoli negoziati sui mercati regolamentati nonché gli emittenti con strumenti finanziari diffusi, diversi da quelli bancari ed assicurativi, devono fornire le seguenti informazioni:

b.1.) posizione finanziaria netta. Nelle note illustrative deve essere indicato l'ammontare della posizione finanziaria netta riportando il dettaglio delle sue principali componenti e l'indicazione delle posizioni di debito e di credito verso parte correlate;

2) nella relazione sulla gestione

⁸⁹ Per operazioni atipiche e/o inusuali si intendono quelle operazioni che per significatività/rilevanza, natura delle controparti, oggetto della transazione, modalità di determinazione del prezzo di trasferimento e tempistica dell'accadimento (prossimità alla chiusura dell'esercizio) possono dare luogo a dubbi in ordine: alla correttezza/completezza dell'informazione in bilancio, al conflitto d'interesse, alla salvaguardia del patrimonio aziendale, alla tutela degli azionisti di minoranza. Rispetto alla definizione contenuta nella Comunicazione del 2001 manca la precisazione secondo cui "le operazioni straordinarie (fusioni, scissioni, OPA aumenti e/o abbattimenti di capitale, conferimenti, ecc.), di per sé, non costituiscono operazioni atipiche".

verificati nei primi sei mesi dell'esercizio finanziario e alla loro incidenza sul bilancio abbreviato, unitamente a una descrizione dei principali rischi e incertezze per i sei mesi restanti dell'esercizio finanziario. Per gli emittenti di azioni, la relazione intermedia sulla gestione contiene altresì le operazioni rilevanti con parti correlate.”.

L'art. 4 (“Operazioni rilevanti con parti correlate”) della Direttiva *Transparency* di secondo livello prevede che: “1. *Nelle relazioni intermedie sulla gestione, gli emittenti di azioni comunicano almeno quanto segue come operazioni rilevanti con parti correlate:*

a) le operazioni con parti correlate che si sono svolte nei primi sei mesi dell'esercizio finanziario corrente e che hanno influito in misura rilevante sulla situazione patrimoniale o i risultati dell'impresa durante tale periodo;

b) qualsiasi modifica delle operazioni con parti correlate descritte nell'ultima relazione annuale che potrebbe avere un effetto rilevante sulla situazione patrimoniale o i risultati dell'impresa nei primi sei mesi dell'esercizio finanziario corrente.

2. *Se l'emittente di azioni non è tenuto a redigere i conti consolidati, comunica quanto meno le operazioni con parti correlate di cui all'articolo 43, paragrafo 1, punto 7 ter, della direttiva 78/660/CEE.*”.

In attuazione della citata disciplina comunitaria il nuovo art. 154-ter, comma 2, del TUF, dispone quanto segue: “....2. *Entro sessanta giorni dalla chiusura del primo semestre dell'esercizio, gli emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine pubblicano una relazione finanziaria semestrale comprendente il bilancio semestrale abbreviato, la relazione intermedia sulla gestione e l'attestazione prevista dall'articolo 154-bis, comma 5.....*

3.....

4. *La relazione intermedia sulla gestione contiene almeno riferimenti agli eventi importanti che si sono verificati nei primi sei mesi dell'esercizio e alla loro incidenza sul bilancio semestrale abbreviato, unitamente a una descrizione dei principali rischi e incertezze per i sei mesi restanti dell'esercizio. Per gli emittenti azioni quotate aventi l'Italia come Stato membro d'origine, la relazione intermedia sulla gestione contiene, altresì, informazioni sulle operazioni rilevanti con parti correlate.*

5.....

6. *La Consob, in conformità alla disciplina comunitaria, stabilisce con regolamento:*

c) il contenuto delle informazioni sulle operazioni rilevanti con parti correlate di cui al comma 4;.....”.

Ciò posto nell'ambito dell'attuazione della delega regolamentare di cui all'art. 2391-*bis* del codice civile di cui trattasi si provvederà a dare attuazione anche alla delega di cui all'art. 154-*ter*, comma 6, del TUF.

2.5. Le operazioni con parti correlate nel Codice di Autodisciplina delle società quotate

Particolarmente importante, al fine di trarre indicazioni per l'attuazione della delega di cui all'art. 2391-*bis* c.c, risulta l'esame del Codice di Autodisciplina delle società quotate. Infatti, a fronte della descritta disciplina dettata dalla Consob e dai principi contabili internazionali concernente il mero profilo della trasparenza informativa in materia di operazioni con parti correlate, il predetto Codice – seppur sul piano non vincolante della autodisciplina – a seguito della revisione effettuata nel 2002, ha dettato delle disposizioni concernenti gli aspetti della correttezza procedurale e sostanziale.

Nell'ultima revisione del Codice del marzo 2006 tale disciplina è stata meglio specificata distinguendo tra principi, criteri applicativi e relativi commenti nell'ambito dell'art. 9 (*“Interessi degli amministratori e operazioni con parti correlate”*) che tratta sia delle operazioni con parti correlate in genere, sia delle particolari operazioni in cui sono gli stessi amministratori ad essere portatori di interessi in proprio o per conto terzi.

Passando ad esaminare le specifiche regole previste dal Codice, si fa presente che già l'art. 1, che disciplina il ruolo del Consiglio di Amministrazione, stabilisce che all'organo di gestione, in sede collegiale, spetta la competenza in materia di operazioni di parti correlate di significativo rilievo. Più specificamente, nei criteri applicativi di tale art. 1, è previsto che il consiglio di amministrazione *“esamina e approva preventivamente le operazioni dell'emittente e delle sue controllate, quando tali operazioni abbiano un significativo rilievo strategico, economico, patrimoniale o finanziario per l'emittente stesso, prestando particolare attenzione alle situazioni in cui uno o più amministratori siano portatori di un interesse per conto proprio o di terzi e, più in generale, alle operazioni con parti correlate; a tal fine stabilisce criteri generali per individuare le operazioni di significativo rilievo”*.

In materia di operazioni con parti correlate, il **principio 9.P.1** afferma che *“il consiglio di amministrazione⁹⁰ adotta misure volte ad assicurare che le operazioni nelle quali un*

⁹⁰ Ovvero il consiglio di gestione nel sistema dualistico.

amministratore sia portatore di un interesse, per conto proprio o di terzi, e quelle poste in essere con parti correlate vengano compiute in modo trasparente e rispettando criteri di correttezza sostanziale e procedurale.”

Pertanto, come ora previsto obbligatoriamente per tutte le società che fanno appello al mercato del capitale di rischio dallo stesso art. 2391-*bis* c.c.:

- è l'organo di gestione, in sede collegiale, a dover fissare delle regole per le operazioni con parti correlate;
- tali regole devono perseguire gli obiettivi della trasparenza e della correttezza sostanziale e procedurale.

Nei **criteri applicativi 9.C.1.e 9.C.2** il Codice precisa che:

- l'organo di gestione, sentito il comitato per il controllo interno⁹¹, deve stabilire le modalità di approvazione e di esecuzione delle operazioni poste in essere dall'emittente, o dalle sue controllate, con parti correlate. In particolare, l'organo di gestione deve definire le specifiche operazioni (ovvero deve determinare i criteri per individuare le operazioni) che debbono essere approvate previo parere dello stesso comitato per il controllo interno e/o con l'assistenza di esperti indipendenti;
- l'organo di gestione deve adottare le soluzioni operative idonee ad agevolare l'individuazione ed una adeguata gestione delle situazioni in cui un amministratore sia portatore di un interesse per conto proprio o di terzi.

Nella parte di **commento**, al fine di definire la *best practice* in materia, il Codice chiarisce alcuni aspetti relativi alle modalità di gestione delle operazioni in oggetto:

a) si raccomanda che l'organo di gestione si avvalga del supporto del comitato per il controllo interno nel definire le modalità di approvazione e di esecuzione delle predette operazioni;

⁹¹ Con specifico riguardo alla composizione del comitato di controllo interno, si rammenta che l'art. 8 del Codice raccomanda che tale comitato sia costituito all'interno del consiglio di amministrazione, da amministratori non esecutivi, in maggioranza indipendenti (ovvero esclusivamente indipendenti, nel caso di emittente controllato da altra società quotata) e che almeno un componente abbia una adeguata esperienza in materia contabile e finanziaria. Nel Codice si specifica, tra l'altro, che il ruolo di tale comitato - che si caratterizza per un'attività istruttoria e di supporto al C.d.A. nelle decisioni e nelle valutazioni sul sistema di controllo interno - rimane distinto da quello attribuito dalla legge al collegio sindacale, caratterizzato invece da una funzione di verifica prevalentemente *ex post* (ancorché ai lavori di tale comitato sia chiamato a partecipare il presidente del collegio sindacale o altro sindaco da quest'ultimo designato).

b) a titolo esemplificativo vengono indicate alcune tecniche, individuate dalla prassi, che possono essere utilizzate, anche cumulativamente, per assicurare la correttezza sostanziale e procedurale di tali operazioni:

- (i) la riserva alla competenza del consiglio dell'approvazione delle operazioni di maggiore rilievo;
- (ii) la previsione di un parere preventivo del comitato per il controllo interno;
- (iii) l'affidamento delle trattative ad uno o più amministratori indipendenti (o comunque privi di legami con la parte correlata);
- (iv) il ricorso ad esperti indipendenti (eventualmente selezionati da amministratori indipendenti).

Al riguardo si precisa, inoltre, che *“la concreta articolazione di questi o analoghi presidi non può che essere lasciata al potere di autoregolamentazione del consiglio – sia pure nel rispetto dei principi generali indicati dalla Consob ai sensi dell’art. 2391-bis cod. civ. – in funzione della tipologia e della rilevanza, sotto il profilo economico e/o strategico, delle operazioni, nonché della natura ed estensione delle relazioni esistenti con le controparti.”*;

c) con riguardo alle particolari operazioni con parti correlate in cui un amministratore abbia, per conto proprio o di terzi, un interesse, si raccomanda che l’organo di gestione *“ricerchi soluzioni che contemperino l’esigenza di trasparenza e correttezza sottesa alle norme di legge con l’opportunità di non appesantire l’attività dell’organo di gestione con adempimenti eccessivamente onerosi; ciò, in particolare, nei casi in cui l’amministratore dell’emittente sia esponente della società o dell’ente che esercita sull’emittente attività di direzione e coordinamento, tenuto conto che in tale circostanza gli artt. 2497 e ss. cod. civ. prevedono penetranti presidi a tutela degli azionisti.”*⁹².

In via generale, nei casi in cui l’amministratore sia portatore di un interesse in quanto membro dell’organo di amministrazione di una società legata all’emittente da un rapporto di controllo (o di comune controllo), si ritiene ammissibile *“che eventuali obblighi informativi e/o di motivazione relativi ad operazioni che rientrano nella normale operatività del gruppo siano adempiuti in modo generale e sintetico anche in via preventiva, salva la necessità di informazioni integrative a fronte di operazioni di particolare rilievo”*. Sempre con riguardo alla gestione delle operazioni in cui gli amministratori sono portatori di un interesse, si fa presente che spesso nella prassi l’amministratore interessato – pur in mancanza di un vincolo di legge in tal senso (come noto l’art. 2391 c.c. dopo le modifiche apportate dalla riforma del diritto societario non prevede più un obbligo di astensione) –

⁹² Per un breve esame della disciplina di cui all’art. 2497 c.c. si veda il successivo par. 2.7.

è chiamato ad astenersi dal voto o ad allontanarsi dalla riunione al momento della discussione e della deliberazione.

2.6. Le operazioni con parti correlate e la disciplina bancaria

Nell'individuare i principi generali in materia di operazioni con parti correlate, al fine di avere una visione d'insieme del contesto nel quale si vengono ad inserire, occorre tener presente che nel settore bancario vi è una specifica disciplina che, al fine di prevenire i rischi derivanti da operazioni in conflitto d'interessi, stabilisce limiti e condizioni dell'operatività delle banche nei confronti di soggetti collegati – tra cui sono comprese “parti correlate” secondo una definizione più ampia rispetto a quella contenuta nello IAS 24 – nonché specifici limiti per le obbligazioni contratte da coloro che esercitano poteri di amministrazione, direzione e controllo nel gruppo bancario.

Volendo in questa sede esporre solo una breve sintesi della complessa disciplina bancaria, si rammenta che il recente d.lgs n. 303 del 29 dicembre 2006 (c.d. “decreto Pinza”) è intervenuto sulla predetta materia dei conflitti di interesse nell'attività bancaria incidendo sulle disposizioni del d.lgs. n. 385/1993 (“TUB”) che riguardano i rapporti con soggetti collegati (art. 53 TUB) e le obbligazioni degli esponenti bancari (art. 136 TUB).

Con specifico riguardo alla disciplina di cui all'art. 53, commi 4 e ss, del TUB che delega la Banca d'Italia, sulla base di delibere del CICR, ad individuare limiti e condizioni per le attività di rischio nei confronti di soggetti collegati, si rappresenta che, prima dell'entrata in vigore del decreto legislativo n. 303, tale disciplina conteneva un'analitica elencazione dei soggetti collegati alla banca⁹³. In attuazione di tale previgente norma il CICR, con delibera n. 240 del 22 febbraio 2006

⁹³ Il previgente testo dell'art. 53, commi 4 e ss., del TUB – come di recente già modificato dall'art. 8 della legge n. 262/05 – era il seguente: “4. Le banche devono rispettare le condizioni indicate dalla Banca d'Italia, in conformità alle deliberazioni del CICR, per le attività di rischio nei confronti di:

a) soggetti che, direttamente o indirettamente, detengono una partecipazione rilevante o comunque il controllo della banca o della società capogruppo;

b) soggetti che sono in grado di nominare, anche sulla base di accordi, uno o più componenti degli organi di amministrazione o controllo della banca o della società capogruppo;

c) coloro che svolgono funzioni di amministrazione, direzione o controllo presso la banca o presso la società capogruppo;

d) società controllate dai soggetti indicati nelle lettere a), b) e c) o presso le quali gli stessi svolgono funzioni di amministrazione, direzione o controllo;

e) altri soggetti che sono comunque collegati alla banca, secondo quanto stabilito dalla Banca d'Italia»;

4-bis. Le condizioni di cui al comma 4 sono determinate tenuto conto:

a) dell'entità del patrimonio della banca;

b) dell'entità della partecipazione eventualmente detenuta;

c) dell'insieme delle attività di rischio del gruppo bancario nei confronti dei soggetti di cui al comma 4 e degli altri soggetti ai medesimi collegati secondo quanto stabilito dalla Banca d'Italia.

(“Disciplina delle attività di rischio delle banche e dei gruppi bancari nei confronti di soggetti collegati”), ha previsto che per “soggetti collegati” debbano intendersi le parti correlate nonché i soggetti alle stesse connessi. Ai fini di tale specifica disciplina il CICR ha dettato un’ampia definizione di parte correlata che, come detto, non coincide con quella individuata dai principi contabili internazionali descritta nel precedente par. 2.2. (IAS 24) ⁹⁴.

Considerato che, come si legge nella relazione di accompagnamento al d.lgs n. 303/06, “la tecnica legislativa di estremo dettaglio” contenuta nel previgente art. 53, determinava “ un irrigidimento della disciplina” non “coerente con l’impostazione delegificante prevalente nel TUF e nel TUB” e non “ in linea con gli standard internazionali di vigilanza”, con il predetto decreto legislativo è

4-ter. La Banca d’Italia individua i casi in cui il mancato rispetto delle condizioni di cui al comma 4 comporta la sospensione dei diritti amministrativi connessi con la partecipazione.

4-quater. La Banca d’Italia, in conformità alle deliberazioni del CICR, disciplina i conflitti d’interessi tra le banche e i soggetti indicati nel comma 4, in relazione alle altre attività bancarie”.

⁹⁴ Più precisamente, la Delibera CICR 22 febbraio 2006, n. 240 individua come “soggetti collegati” alla banca le parti correlate nonché i soggetti connessi ad una parte correlata dettando le seguenti definizioni: “Ai fini della presente delibera si intende per:

1) parte correlata:

- a) il titolare di una partecipazione rilevante ai sensi del capo I della deliberazione del CICR del 19 luglio 2005 nella banca o nella società capogruppo e chi esercita i diritti a essa inerenti, nonché chi comunque detenga il controllo della banca; la Banca d’Italia può stabilire soglie quantitative inferiori a quelle previste ai sensi della medesima delibera;
- b) i soggetti che sono in grado di nominare, anche sulla base di accordi, uno o più componenti degli organi di amministrazione o controllo della banca o della società capogruppo;
- c) coloro che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso la banca o la società capogruppo;
- d) altri soggetti che sono comunque correlati alla banca secondo quanto stabilito dalla Banca d’Italia;

2) soggetti connessi a una parte correlata:

- a) le società controllate da una parte correlata;
- b) le società presso le quali le parti correlate svolgono funzioni di amministrazione, direzione o controllo;
- c) gli altri soggetti connessi alle parti correlate individuati dalla Banca d’Italia.”.

Nell’art. 2, che disciplina i limiti alle attività di rischio nei confronti di una parte correlata e dell’insieme dei soggetti a essa connessi, si legge: “1. La Banca d’Italia determina i limiti alle attività di rischio delle banche e dei gruppi bancari, in conformità dei seguenti criteri:

- a) nei confronti di soggetti definiti <-parti-> <-correlate-> in relazione alla proprietà di azioni della banca, il limite è fissato in una percentuale del patrimonio di vigilanza rapportata alla quota di capitale sociale posseduta;
- b) nei confronti di <-parti-> <-correlate-> diverse da quelle di cui alla lettera a), il limite è riferito a una percentuale del patrimonio di vigilanza della banca;
- c) i limiti di cui alle lettere a) e b) non sono comunque superiori al 20 per cento del patrimonio di vigilanza della banca e possono variare a seconda della natura dei rapporti tra la parte correlata e la banca;
- d) le attività di rischio complessive di una banca nei confronti di una parte correlata e dell’insieme dei soggetti a essa connessi devono essere inferiori a una percentuale del patrimonio di vigilanza fissata dalla Banca d’Italia, comunque non superiore al 20 per cento;
- e) l’esposizione complessiva delle società di un gruppo bancario nei confronti di una parte correlata e dell’insieme dei soggetti a essa connessi deve essere inferiore a una percentuale del patrimonio di vigilanza consolidato fissata dalla Banca d’Italia, comunque non superiore al 20 per cento. Fermo restando il rispetto del limite consolidato fissato dalla Banca d’Italia, quest’ultima può prevedere per le singole banche appartenenti al gruppo limiti diversi da quelli fissati ai sensi delle lettere a), b), c) e d), comunque non superiori al 20 per cento del patrimonio di vigilanza individuale;
- f) la Banca d’Italia può prevedere limiti diversi da quelli generali per le attività di rischio di banche costituite in forma cooperativa;
- g) la Banca d’Italia può non applicare i limiti alle attività di rischio nei confronti di altre società appartenenti al medesimo gruppo bancario.”.

stato, tra l'altro, abrogato l'analitico elenco di soggetti collegati che vincolava la disciplina secondaria.

In particolare, la nuova disciplina di cui ai commi 4 e ss. dell'art. 53, del TUB prevede che: “(...) 4. *La Banca d'Italia, in conformità delle deliberazioni del CICR, disciplina condizioni e limiti per l'assunzione, da parte delle banche, di attività di rischio nei confronti di coloro che possono esercitare, direttamente o indirettamente, un'influenza sulla gestione della banca o del gruppo bancario nonché dei soggetti a essi collegati. Ove verifichi in concreto l'esistenza di situazioni di conflitto di interessi, la Banca d'Italia può stabilire condizioni e limiti specifici per l'assunzione delle attività di rischio. 4-bis (abrogato). 4-ter. La Banca d'Italia individua i casi in cui il mancato rispetto delle condizioni di cui al comma 4 comporta la sospensione dei diritti amministrativi connessi con la partecipazione. 4-quater. La Banca d'Italia, in conformità alle deliberazioni del CICR, disciplina i conflitti d'interessi tra le banche e i soggetti indicati nel comma 4, in relazione ad altre tipologie di rapporti di natura economica”.*

Ciò posto, dopo le modifiche dell'art. 53 del TUB introdotte dal d.lgs. n. 303/06 è attesa una revisione della delibera CICR del febbraio 2006 e, sulla base delle disposizioni del CICR, l'emanazione della disciplina secondaria della Banca d'Italia. Nell'agosto 2007, la Banca d'Italia “*in vista della formulazione di una proposta di delibera*” al CICR, ha diffuso un documento di consultazione contenente le linee guida in materia di attività di rischio verso soggetti collegati, dove è precisato, tra l'altro, che la disciplina di cui trattasi “*terrà altresì conto di quanto previsto ai sensi dell'art. 2391-bis del codice civile*”.

Considerato che per le banche con azioni quotate e diffuse la disciplina di cui all'art. 53 del TUB e la disciplina di cui all'art. 2391-bis c.c. potranno avere una contestuale applicazione, Consob e Banca d'Italia hanno avviato un'attività di coordinamento nell'individuazione delle disposizioni in materia di procedure al fine di garantire organicità e coerenza al quadro regolamentare minimizzando al contempo gli oneri organizzativi dei soggetti sottoposti alle due discipline.

Con riguardo alle obbligazioni degli esponenti aziendali delle banche l'art. 136 del TUB prevede una stringente disciplina, sanzionata penalmente, secondo la quale “*chi svolge funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso una banca non può contrarre obbligazioni di qualsiasi natura o compiere atti di compravendita, direttamente o indirettamente, con la banca che amministra, dirige e controlla, se non previa deliberazione dell'organo di amministrazione presa*

all'unanimità e con il voto favorevole di tutti i componenti dell'organo di controllo fermi restando gli obblighi previsti dal codice civile in materia di interessi degli amministratori e di operazioni con parti correlate ” (comma 1) . Pertanto, come indicato espressamente nella citata norma, la disciplina speciale del settore bancario si affianca e non si sostituisce alla disciplina generale prevista dal codice civile in materia di interessi di amministratori di cui all'art. 2391 c.c. e - come aggiunto di recente dall'art. 1 del d.lgs. n. 303/06 - alla disciplina di cui all'art. 2391-bis c.c. sulle operazioni con parti correlate di cui trattasi.

I commi 2 e 2-bis dell'art. 136 del TUB estendono l'ambito di applicazione della predetta disciplina alle obbligazioni contratte con la banca o società del relativo gruppo da parte di coloro che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo in qualunque società del gruppo bancario (comma 2) e alle obbligazioni intercorrenti tra il gruppo bancario e le società controllate dai citati esponenti aziendali (comma 2-bis)⁹⁵.

Con il d.lgs. n. 303/06, nel comma 2-bis dell'art. 136 del TUB è stato, da una parte, eliminato il riferimento alle società collegate con quella controllata dall'esponente bancario o che la controlla, *“al fine di collegare la fattispecie penale alle ipotesi in cui l'esponente aziendale sia in grado con maggiore probabilità di venire a conoscenza dell'assunzione delle obbligazioni rilevanti; dall'altra sono stati esclusi dall'applicazione del comma 2-bis i rapporti tra società dello stesso gruppo bancario, tenuto conto del fatto che il gruppo si configura come un unico soggetto economico, nonché quelli tra banche per le operazioni sul mercato interbancario, considerato che queste presentano limitati rischi di inquinamento del processo decisionale.”*⁹⁶ .

⁹⁵ Più precisamente i commi 2 e 2-bis dell'art. 136 del TUB prescrivono quanto segue: *“2. Le medesime disposizioni si applicano anche a chi svolge funzioni di amministrazione, direzione e controllo, presso una banca o società facenti parte di un gruppo bancario, per le obbligazioni e per gli atti indicati nel comma 1 posti in essere con la società medesima o per le operazioni di finanziamento poste in essere con altra società o con altra banca del gruppo. In tali casi l'obbligazione o l'atto sono deliberati, con le modalità previste dal comma 1, dagli organi della società o banca contraente e con l'assenso della capogruppo.*

2-bis. Per l'applicazione dei commi 1 e 2 rilevano anche le obbligazioni intercorrenti con società controllate dai soggetti di cui ai medesimi commi o presso le quali gli stessi soggetti svolgono funzioni di amministrazione, direzione o controllo, nonché con le società da queste controllate o che le controllano (n.d.r il d.lgs n. 303/06 ha eliminato il riferimento alle società collegate e aggiunto la successiva esclusione). Il presente comma non si applica alle obbligazioni contratte tra società appartenenti al medesimo gruppo bancario ovvero tra banche per operazioni sul mercato interbancario.”.

⁹⁶ Così si legge nella relazione di accompagnamento al d.lgs. n. 303/06.

2.7. La disciplina degli interessi degli amministratori di cui all'art. 2391 c.c. e la disciplina dell'attività di direzione e coordinamento di cui agli artt. 2497 e ss. c.c.

Considerato che tra le parti correlate individuate secondo la definizione dello IAS 24 vi sono gli amministratori e le società del gruppo di una società⁹⁷, al fine di individuare i principi generali di cui all'art. 2391-bis c.c., si è provveduto ad esaminare la disciplina vigente in materia di interessi degli amministratori di cui all'art. 2391 c.c. nonché quella relativa ai gruppi di società di cui agli artt. 2497 e ss. c.c. per valutare se vi siano problemi di coordinamento tra le stesse. Si riporta di seguito una breve sintesi delle citate disposizioni civilistiche.

L'art. 2391 c.c. (rubricato "*Interessi degli amministratori*"⁹⁸) prevede, come noto, una specifica disciplina per le operazioni nelle quali un amministratore abbia, per conto proprio o di terzi, un interesse che non deve necessariamente essere in conflitto con quello della società. In particolare quando un amministratore è portatore di un interesse in una determinata operazione⁹⁹:

- deve darne notizia agli altri amministratori ed al collegio sindacale precisandone "*la natura, i termini, l'origine e la portata*";
- se si tratta di un amministratore delegato, deve inoltre astenersi dal compiere l'operazione investendo della stessa l'organo collegiale;
 - in entrambi i casi il consiglio di amministrazione deve adeguatamente motivare le ragioni e la convenienza per la società dell'operazione;
 - non è più previsto, dopo le modifiche introdotte dalla c.d. Riforma del Diritto Societario, che l'amministratore interessato si astenga dalla votazione, ferma restando l'annullabilità della

⁹⁷ Nel presupposto che a tale definizione si faccia riferimento per l'individuazione delle parti correlate.

⁹⁸ La rubrica è stata modificata con la Riforma del Diritto Societario sostituendo la dizione "*Conflitto di interessi*" con quella "*Interessi degli amministratori*".

⁹⁹ Art. 2391 c.c. ("*Interessi degli amministratori*") "*L'amministratore deve dare notizia agli altri amministratori e al collegio sindacale di ogni interesse che, per conto proprio o di terzi, abbia in una determinata operazione della società, precisandone la natura, i termini, l'origine e la portata; se si tratta di amministratore delegato, deve altresì astenersi dal compiere l'operazione, investendo della stessa l'organo collegiale, se si tratta di amministratore unico, deve darne notizia anche alla prima assemblea utile. 2. Nei casi previsti dal precedente comma la deliberazione del consiglio di amministrazione deve adeguatamente motivare le ragioni e la convenienza per la società dell'operazione. 3. Nei casi di inosservanza a quanto disposto nei due precedenti commi del presente articolo ovvero nel caso di deliberazioni del consiglio o del comitato esecutivo adottate con il voto determinante dell'amministratore interessato, le deliberazioni medesime, qualora possano recare danno alla società possono essere impugnate dagli amministratori e dal collegio sindacale entro novanta giorni dalla loro data; l'impugnazione non può essere proposta da chi ha consentito con il proprio voto alla deliberazione se sono stati adempiuti gli obblighi di informazione previsti dal primo comma. In ogni caso sono salvi i diritti acquistati in buona fede dai terzi in base ad atti compiuti in esecuzione della deliberazione. 4. L'amministratore risponde dei danni derivati alla società dalla sua azione od omissione. 5. L'amministratore risponde altresì dei danni che siano derivati alla società dalla utilizzazione a vantaggio proprio o di terzi di dati, notizie o opportunità di affari appresi nell'esercizio del suo incarico.*".

delibera assunta con il suo voto determinante, ovvero qualora non siano stati rispettati i citati obblighi informativi, se la stessa risulta potenzialmente dannosa per la società.

Come noto, con la Riforma del Diritto Societario è stata introdotta una disciplina relativa ai gruppi societari sotto il profilo della trasparenza e della responsabilità della capogruppo. In sintesi tale normativa prevede quanto segue¹⁰⁰:

1) si presume, salvo prova contraria, che l'attività di direzione e coordinamento di società sia esercitata da società o enti tenuti alla redazione del bilancio consolidato nonché da soggetti che comunque le controllano;

2) dal punto di vista della responsabilità:

a) la società che esercita direzione e coordinamento è responsabile per i danni arrecati ai soci e ai creditori delle società soggetta a tale influenza in caso di violazione di principi di corretta gestione;

¹⁰⁰ Per chiarezza espositiva si riportano di seguito le norme di riferimento contenute nel libro V, capo IX "Direzione e coordinamento" del codice civile:

Art. 2497 c.c. "Responsabilità" "1. Le società o gli enti che, esercitando attività di direzione e coordinamento di società agiscono nell'interesse imprenditoriale proprio o altrui in violazione dei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale delle società medesime, sono direttamente responsabili nei confronti dei soci di queste per il pregiudizio arrecato alla redditività ed al valore della partecipazione sociale, nonché nei confronti dei creditori sociali per la lesione cagionata all'integrità del patrimonio della società. Non vi è responsabilità quando il danno risulta mancante alla luce del risultato complessivo dell'attività di direzione e coordinamento ovvero integralmente eliminato anche a seguito di operazioni a ciò dirette.

2. Risponde in solido chi abbia comunque preso parte al fatto lesivo e, nei limiti del vantaggio conseguito, chi ne abbia consapevolmente tratto beneficio.

3. Il socio ed il creditore sociale possono agire contro la società o l'ente che esercita l'attività di direzione e coordinamento, solo se non sono stati soddisfatti dalla società soggetta alla attività di direzione e coordinamento.

4. Nel caso di fallimento, liquidazione coatta amministrativa e amministrazione straordinaria di società soggetta ad altrui direzione e coordinamento, l'azione spettante ai creditori di questa è esercitata dal curatore o dal commissario liquidatore o dal commissario straordinario."

Art. 2497-bis c.c. ("Pubblicità"): "1. La società deve indicare la società o l'ente alla cui attività di direzione e coordinamento è soggetta negli atti e nella corrispondenza, nonché mediante iscrizione, a cura degli amministratori, presso la sezione del registro delle imprese di cui al comma successivo.

2. E' istituita presso il registro delle imprese apposita sezione nella quale sono indicate le società o gli enti che esercitano attività di direzione e coordinamento e quelle che vi sono soggette.

3. Gli amministratori che omettono l'indicazione di cui al comma primo ovvero l'iscrizione di cui al comma secondo, o le mantengono quando la soggezione è cessata, sono responsabili dei danni che la mancata conoscenza di tali fatti abbia recato ai soci o ai terzi.

4. La società deve esporre, in apposita sezione della nota integrativa, un prospetto riepilogativo dei dati essenziali dell'ultimo bilancio della società o dell'ente che esercita su di essa l'attività di direzione e coordinamento.

5. Parimenti, gli amministratori devono indicare nella relazione sulla gestione i rapporti intercorsi con chi esercita l'attività di direzione e coordinamento e con le altre società che vi sono soggette, nonché l'effetto che tale attività ha avuto sull'esercizio dell'impresa sociale e sui suoi risultati."

Art. 2497-ter c.c. ("Motivazione delle decisioni"): "Le decisioni delle società soggette ad attività di direzione e coordinamento, quando da questa influenzate, debbono essere analiticamente motivate e recare puntuale indicazione delle ragioni e degli interessi la cui valutazione ha inciso sulla decisione. Di esse viene dato adeguato conto nella relazione di cui all'articolo 2428 (n.d.r. relazione sulla gestione)."

- b) non vi è responsabilità quando il danno risulta mancante alla luce del risultato complessivo dell'attività di direzione e coordinamento (c.d. teoria dei vantaggi compensativi) ovvero integralmente eliminato anche a seguito di operazioni a ciò dirette;
- c) i soci e i creditori possono agire contro la società che esercita l'attività di direzione e coordinamento, solo se non sono stati soddisfatti dalla società soggetta a tale attività;

3) con riguardo alla pubblicità:

- a) la società deve rendere pubblica la società o l'ente alla cui attività di direzione e coordinamento è soggetta negli atti e nella corrispondenza e con iscrizione presso una apposita sezione del registro delle imprese;
- b) in apposita sezione della nota integrativa al bilancio, deve essere riportato un prospetto riepilogativo dei dati essenziali dell'ultimo bilancio della società o dell'ente che esercita l'attività di direzione e coordinamento;
- c) gli amministratori devono indicare nella relazione sulla gestione i rapporti intercorsi con chi esercita l'attività di direzione e coordinamento e con le altre società che vi sono soggette, nonché l'effetto che tale attività ha avuto sull'esercizio dell'impresa sociale e sui suoi risultati;

4) è previsto che le decisioni delle società soggette ad attività di direzione e coordinamento, quando da questa influenzate, debbono essere analiticamente motivate e recare puntuale indicazione delle ragioni e degli interessi la cui valutazione ha inciso sulla decisione. Di esse deve essere dato adeguato conto nella relazione sulla gestione.

3. La disciplina delle operazioni con parti correlate nel diritto estero

Sicuramente utile per l'individuazione dei principi generali di cui trattasi può risultare l'esame della regolamentazione in materia di operazioni con parti correlate vigente in altri Paesi. Si riporta di seguito una sintesi della disciplina inglese (applicabile alle società con strumenti di capitale quotati in uno dei mercati del *London Stock Exchange*), della disciplina francese contenuta nel *code du commerce* ("*conventions réglementées*"), una sintesi della disciplina sulle operazioni con parti correlate vigente nell'ordinamento statunitense e, infine, la normativa prevista dall'ordinamento tedesco.

3.1. L'ordinamento inglese

Con riguardo alla disciplina britannica contenuta nella *Listing Rule* n. 11 (“*Related party transactions*”) adottata dalla *Financial Services Authority* (“FSA”), si rappresenta quanto segue:

- a) la disciplina di cui alla *Listing Rule* n. 11 (“LR 11”) non si applica alle “*small transactions*” e alle transazioni che non presentano caratteristiche inusuali (“*unusual features*”), come definite in una appendice alla predetta Rule¹⁰¹;
- b) se una società quotata prende parte ad un’operazione con una parte correlata¹⁰² in cui almeno uno degli indicatori di significatività (“*percentage ratios*”, cfr. nota 36) è superiore al 5% deve (LR 11.1.7.):

¹⁰¹ Per “*small transactions*” (ovvero operazioni di ammontare limitato) s’intendono le transazioni dove ciascuno dei “*percentage ratios*” è uguale o inferiore a 0,25%. I “*percentage ratios*” sono degli indicatori di significatività delle operazioni espressi in percentuale, che si ricavano da alcuni calcoli chiamati *class tests* che fanno riferimento all’attivo lordo, ai profitti, ai prezzi della transazione (ad esempio, un indice si ricava dal rapporto tra il valore complessivo delle attività della quotata e il valore degli *assets* oggetto della transazione, c.d. “*the gross assets test*”).

Tra le operazioni che non presentano caratteristiche inusuali si fa riferimento, in sintesi, a:

- 1) operazioni di cui beneficiano tutti gli azionisti in misura paritaria (come emissioni di nuove azioni per diritti di sottoscrizione o conversione spettanti in opzione a tutti i soci);
- 2) emissioni di nuove azioni che fanno parte di più ampie operazioni in precedenza già approvate dall’assemblea generale dei soci;
- 3) concessione ad amministratori di società del gruppo di diritti di opzione o altri diritti per acquisire “*any asset*” (incluso “*cash*” o strumenti finanziari della quotata o di sue controllate) in conformità a “*an employees' share scheme or a long-term incentive scheme*”;
- 4) concessione di crediti (compresa la concessione di garanzie per ottenere prestiti) a parti correlate a normali condizioni di mercato (“*on normal commercial terms*”); concessione di crediti ad amministratori a condizioni e ammontare non diversi da quelli offerti generalmente ai dipendenti del gruppo; ricezione di crediti da parti correlate a normali condizioni di mercato;
- 5) concessione di indennità o stipula di contratti di assicurazione a favore di amministratori della quotata o delle sue controllate, se le condizioni sono conformi a quanto prescritto in materia dal *Companies Act* del 1985;
- 6) sottoscrizione di tutti o una parte di strumenti finanziari di nuova emissione della quotata o di sue controllate da parte soggetti correlati se il prezzo da pagare è allineato a “*the usual commercial underwriting consideration*” ed è lo stesso che sarebbe pagato da altri eventuali sottoscrittori;
- 7) un accordo di investimento congiunto con una parte correlata se: a) l’investimento di quest’ultima non è superiore al 25% dell’investimento della quotata o di sue controllate, b) la quotata ha informato preventivamente e per iscritto la FSA che tali condizioni sono rispettate; c) un consulente ritenuto indipendente dalla FSA ha preventivamente rilasciato alla stessa FSA un parere scritto in cui si attesta che i termini e le condizioni previsti per l’investimento della quotata o di sue controllate non sono meno favorevoli di quelli previsti per la parte correlata;
- 8) le operazioni non significative che riguardano le controllate della quotata concluse con un amministratore o un azionista rilevante di quest’ultime alle seguenti condizioni: a) la controllata o le controllate di cui trattasi devono fare parte del gruppo della quotata almeno da un anno b) le predette controllate devono contribuire per meno del 10% ai profitti della quotata e devono rappresentare meno del 10% dell’attivo della stessa nel periodo di riferimento (se fanno parte da meno di tre anni del gruppo, si considera ciascun esercizio precedente alla transazione, se fanno parte da tre o più anni del gruppo, si fa riferimento ai tre esercizi precedenti alla transazione).

¹⁰² Per parte correlata di una quotata ai sensi della LR 11.1.4 s’intendono:

- coloro che sono o sono stati negli ultimi dodici mesi azionisti rilevanti (“*substantial shareholder*”). Si tratta di coloro che posseggono o hanno posseduto negli ultimi dodici mesi almeno il 10% dei diritti di voto nella quotata o in società del relativo gruppo;
- coloro che sono o sono stati negli ultimi dodici mesi amministratori o amministratori “ombra” o “di fatto” (“*director or shadow director*”, ovvero coloro alle cui indicazioni si attengono solitamente gli amministratori per agire) della quotata, delle controllate, della controllante, o delle controllate di quest’ultima;
- i soggetti che possono esercitare una significativa influenza;

- b.1) fare una comunicazione al Regulatory Information Service (“RIS”)¹⁰³, il più presto possibile non appena vi sia un’intesa sui termini della transazione; la comunicazione deve indicare, tra l’altro, il nominativo della parte correlata e i dettagli della natura e dell’estensione dell’interesse della parte correlata nell’operazione;
- b.2.) mettere a disposizione degli azionisti un documento informativo (“*circular*”) dove sono descritti in modo dettagliato tutti gli aspetti principali dell’operazione tra cui i benefici, i rischi, la natura e la misura dell’interesse della parte correlata, una valutazione indipendente se la transazione riguarda una acquisizione o disposizione di un bene sociale e non siano disponibili appropriate informazioni finanziarie, una dichiarazione con cui gli amministratori disinteressati attestano che l’operazione è conforme all’interesse sociale e che tale conformità è stata verificata da un consulente indipendente e qualificato;
- b.3) ottenere l’approvazione degli azionisti prima della conclusione della transazione ovvero, se l’esecuzione della transazione è espressamente condizionata al consenso degli azionisti, prima di tale esecuzione;
- b.4) assicurarsi che la parte correlata, qualora sia titolare di diritti di voto, non partecipi alla votazione;
- b.5.) fare tutto ciò che sia ragionevolmente possibile affinché gli associati della parte correlata (“*related party’s associates*”¹⁰⁴) non partecipino al voto;
- c) per operazioni con parti correlate meno rilevanti (“*smaller related party transactions*”), ovvero per quelle operazioni in cui ciascuno dei “*percentage ratios*” è inferiore al 5% ma uno o più di tali *ratios* supera lo 0,25%, non si applicano le norme indicate *sub b*), bensì gli adempimenti meno rigorosi previsti alla *rule* LR 11.1.10. In particolare, la società quotata deve:
- c.1.) comunicare preventivamente per iscritto alla FSA i dettagli dell’operazione che intende concludere;
- c.2) fornire alla FSA una attestazione, scritta da un consulente considerato indipendente dalla stessa FSA, che i termini delle proposta di transazione con la parte correlata sono equi e ragionevoli;

-
- un associato di una parte correlata. S’intendono per associati della parte correlata, tra gli altri, il coniuge, il convivente e i figli (“*the individual’s family*”), i *trust* di cui sono beneficiari la parte correlata o i citati familiari, ogni società in cui la parte correlata o i suoi familiari dispongono di almeno il 30% dei diritti di voto, ovvero hanno, in via generale, il potere di nominare o revocare amministratori e dispongono della maggioranza dei diritti di voto nei consigli di amministrazione; se la parte correlata è una società, sono associate tutte le società del relativo gruppo, ovvero le controllate, la controllante e le società “*sorelle*”.

¹⁰³ Si tratta di un Servizio di diffusione di informazioni regolamentate (*Primary Information Provider*, “PIP”), analogo al NIS gestito dalla Borsa Italiana, approvato dalla FSA e che è iscritto in una lista di *Regulated Information Services* tenuto dalla stessa FSA. Tale Servizio diffonde informazioni che devono essere rese note al mercato ai sensi della Direttiva *Transparency*, della Direttiva *Market Abuse* e delle stesse *Listing Rules*.

¹⁰⁴ Per la definizione di associato della parte correlata si rinvia alla precedente nota 102.

c.3) impegnarsi per iscritto con la FSA a includere i dettagli dell'operazione nei conti annuali che verranno prossimamente pubblicati, includendo, se rilevante, il nominativo della parte correlata, la valutazioni effettuate e tutte le altre rilevanti circostanze della transazione.

d) se una società quotata conclude più operazioni con una stessa parte correlata in dodici mesi e queste non state approvate dall'assemblea degli azionisti, tali operazioni devono essere aggregate: se qualcuno dei *percentage ratios* riferiti all'aggregato è uguale o superiore al 5%, la società deve conformarsi alle prescrizioni di cui alla LR 11.1.7., descritte nel punto b), con riguardo all'ultima operazione da realizzare. In tal caso il documento informativo da pubblicare dovrà contenere i dettagli di tutte le operazioni realizzate con la stessa parte correlata. Nell'ipotesi in cui le operazioni da aggregare sono *small transactions* secondo quanto riportato al precedente punto a), se i *percentage ratios* dell'aggregato sono tutti inferiori al 5% ma uno o più superano lo 0,25%, la società quotata si deve conformare alle prescrizioni di cui alla LR 11.1.10, descritte nel precedente punto c)¹⁰⁵.

Va, inoltre, sottolineato che il nuovo Companies Act 2006, entrato in vigore a fine 2007, contiene una specifica disciplina delle operazioni con parti correlate relativa alle procedure da seguire per l'approvazione o la ratifica delle stesse (CA 2006, Part 10, Charter 2, 3 e 4)¹⁰⁶. La disciplina prevede:

- a) l'obbligo generale per l'amministratore, che sia in qualsiasi modo portatore di un interesse, diretto o indiretto, in una transazione con la società, di dichiarare la natura e l'entità dell'interesse agli altri amministratori, ma solo se tale interesse può ragionevolmente essere ritenuto in conflitto con quello della società (CA 2006, Part 10, Chap. 2, sec. 177(6)(a));
- b) che le transazioni tra un amministratore e la società siano approvate dall'assemblea dei soci, qualora rientrino in una delle seguenti tipologie: contratti di lavoro stipulati dalla società con i propri amministratori, se di durata superiore ai due anni¹⁰⁷; transazioni che abbiano ad oggetto beni non in denaro¹⁰⁸; contratti di concessione di crediti o garanzie, anche nel caso in cui sia la società beneficiaria o concessionaria del credito o delle garanzie da parte dell'amministratore¹⁰⁹.

¹⁰⁵ In particolare si deve adeguare alla prescrizione descritte nei punti c.1. e c.3 con riguardo all'aggregato delle "*small transactions*", si deve adeguare alla prescrizione descritta nel punto c.2. con riferimento all'ultima "*small transaction*".

¹⁰⁶ La disciplina relativa alle operazioni in conflitto di interessi e con parti correlate sarà applicabile solo a partire dal 1° ottobre 2009, in attesa dell'emanazione delle norme d'attuazione da parte del BERR (Department for Business Enterprise & Regulatory Reform).

¹⁰⁷ Vedi sec. 188 CA 2006, "*Directors' long-term service contracts*".

¹⁰⁸ Vedi sec. 190 CA 2006, "*Substantial property transactions*". La disposizione si applica alle transazioni con le quali la società acquisisca da un suo amministratore, o viceversa, beni *non-cash* di valore superiore a 10.000£ o superiore al 10% del patrimonio sociale e a 5.000£ (sec. 191).

¹⁰⁹ Vedi secc. 197, 198 e 201 CA 2006 (*loan, quasi-loan and credit transactions*).

- c) che la violazione dei generali doveri imposti agli amministratori non è fonte di responsabilità per gli stessi se la fattispecie richiede obbligatoriamente l'approvazione da parte dei soci e questa è stata data regolarmente (CA 2006, Part 10, Chap. 4).

3.2. L'ordinamento francese

Con specifico riguardo all'ordinamento francese si rappresenta che una disciplina relativa alle operazioni con specifiche parti correlate ("*conventions réglementées*") è contenuta nel codice di commercio francese (cfr. *articles* L 225-38 – L 225-42) ed è applicabile non solo alle società quotate. Tale disciplina, in sintesi, prevede quanto segue:

- a) ogni accordo ("*convention*") che interviene direttamente o per interposta persona tra una società e il suo direttore generale, uno dei suoi direttori generali delegati, uno dei suoi amministratori ovvero uno dei suoi azionisti che dispone di una frazione dei diritti di voto superiore al 10% (se si tratta di una società azionista, anche la società che la controlla), deve essere sottoposta all'autorizzazione preventiva del consiglio d'amministrazione;
- b) tale autorizzazione preventiva è necessaria anche per gli accordi ai quali una delle persone indicate al punto a) è indirettamente interessata;
- c) devono essere sottoposte alla predetta autorizzazione preventiva anche le convenzioni che intervengono tra la società ed un'impresa, se il direttore generale, uno dei direttori generali delegati o uno degli amministratori della società è proprietario, socio a responsabilità illimitata, direttore, amministratore, membro del consiglio di sorveglianza o, in via generale, dirigente di quest'impresa;
- d) l'interessato è tenuto ad informare il consiglio, appena è a conoscenza di un accordo al quale sono applicabili le predette disposizioni; qualora il soggetto interessato sia un amministratore non può prendere parte al voto per la citata autorizzazione preventiva;
- e) il presidente del consiglio di amministrazione deve fornire un parere ai revisori dei conti su tutte le convenzioni autorizzate e le deve sottoporre all'approvazione dell'assemblea generale ("*Le président du conseil d'administration donne avis aux commissaires aux comptes de toutes les conventions autorisées et soumet celles-ci à l'approbation de l'assemblée générale*", si tratta quindi di una ratifica successiva da parte dell'assemblea). I revisori dei conti devono presentare un rapporto speciale all'assemblea sulle convenzioni su cui quest'ultima deve deliberare ("*Les commissaires aux comptes présentent, sur ces conventions, un rapport spécial à l'assemblée, qui statue sur ce rapport.*"). L'interessato non può prendere parte al voto e le sue azioni non sono prese in considerazione per il calcolo del *quorum* e della maggioranza;
- f) gli accordi approvati dall'assemblea, così come quelli non approvati, producono i loro effetti nei confronti dei terzi, salvo quando sono annullati in caso di frode; anche in assenza di frode le

conseguenze pregiudizievoli per la società degli accordi non approvati possono essere poste a carico dell'interessato e, eventualmente, degli altri membri del consiglio di amministrazione;

g) ferma la responsabilità dell'interessato, gli accordi soggetti alla predetta disciplina che sono stati conclusi senza autorizzazione preliminare del consiglio di amministrazione possono essere annullati se hanno avuto delle conseguenze dannose per la società¹¹⁰. La nullità può essere sanata da un voto dell'assemblea generale che interviene sulla base di un rapporto speciale dei revisori dei conti nel quale devono essere esposte le circostanze per le quali la procedura di autorizzazione non è stata seguita;

h) le predette disposizioni non si applicano agli accordi che concernono operazioni correnti e concluse a normali condizioni (“*opérations courantes et conclues à des conditions normales.*”). Tuttavia, questi accordi, salvo che a causa del loro oggetto o delle loro implicazioni finanziarie non siano significativi per nessuna delle parti, sono comunicati dall'interessato al presidente del consiglio di amministrazione. L'elenco e l'oggetto dei suddetti accordi sono comunicati dal presidente del consiglio di amministrazione ai membri del consiglio di amministrazione e ai revisori dei conti.

3.3 L'ordinamento statunitense

Anche nell'ordinamento statunitense sono previsti, per le operazioni con parti correlate, obblighi sia di trasparenza che procedurali, tesi a garantire la correttezza sostanziale di tali operazioni.

Sotto il primo aspetto, vanno richiamate innanzi tutto le norme regolamentari emanate dalla SEC, che impongono particolari obblighi di *disclosure* sulle operazioni con parti correlate sia nei documenti finanziari sia negli altri documenti pubblicati dai soggetti vigilati in attuazione della disciplina loro applicabile. Tali norme, naturalmente, trovano applicazione nei confronti delle società soggette all'obbligo di registrazione presso la SEC e, dunque, principalmente delle società emittenti titoli quotati.

La *Regulation S-X* (17 CFR 210.4-08k) prevede, infatti, che nelle relazioni finanziarie siano indicate le operazioni con parti correlate realizzate dalla società, ma la norma regolamentare non include alcuna definizione di tali operazioni o limitazione del suo ambito di applicazione. A questi fini, trattandosi di relazioni finanziarie, si fa riferimento a quanto previsto nei principi contabili del FASB (*Financial Accounting Standards Board*), in particolare al FAS 57¹¹¹.

¹¹⁰ L'azione in nullità si prescrive in tre anni, a partire dalla data dell'accordo. Tuttavia, se l'accordo è stato dissimulato, il termine della prescrizione decorre dal giorno in cui è stata rivelato.

¹¹¹ Secondo il principio contabile FAS 57, sono considerate parti correlate i membri del *management*, i detentori di più del 10% dei diritti di voto esercitabili nella società e i loro familiari, anche adottivi, le società controllate o soggette a comune controllo. Il principio contabile, inoltre, specifica che vanno rese noti la natura della correlazione, una

La *Regulation S-K*, invece, disciplina in via generale gli obblighi di trasparenza da rispettare nella redazione degli altri documenti previsti dalla regolamentazione primaria e secondaria (*registration statement*, *proxy statement*, relazioni annuali). Il §229.404 (*Item 404(a)*) impone che nei documenti da pubblicare siano rese note informazioni riguardanti natura, parti, ammontare, condizioni e natura dell'interesse in conflitto, relativi alle operazioni con parti correlate di ammontare superiore a 120.000\$¹¹². Inoltre, ai sensi dell'*Item 404(b)*, vanno rese note le politiche e le procedure adottate dalla società per l'autorizzazione, la ratifica o il riesame delle operazioni con parti correlate, indicando, in particolare, i tipi di operazioni sottoposti a tali politiche o procedure e quelli che non lo sono, i criteri applicati nell'esecuzione delle stesse, o i membri del board o di altri organi responsabili della loro applicazione.

Infine, sono tenute ai medesimi obblighi di *disclosure* stabiliti dall'*Item 404(a)* anche le *smaller reporting company*, società di minori dimensioni individuate sulla base dei criteri quantitativi fissati dall'*Item 10(f)(1)*, Part 229¹¹³.

Sotto il secondo aspetto, la disciplina sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate si ricava da regole di fonte diversa, tanto di fonte legislativa quanto di fonte giurisprudenziale.

Per quanto concerne la disciplina di fonte legislativa, va ricordato che negli Stati Uniti il diritto societario è regolato dalle leggi statuali dei singoli Stati federali¹¹⁴. Diversi organismi di livello

descrizione della transazione, l'ammontare dell'operazione e l'entità dei rapporti di debito-credito con le parti correlate risultanti dal bilancio.

¹¹² L'*Item 404(a)* della Regulation S-K (17 CFR, Part 229) considera *transaction with related person* le operazioni realizzate nell'anno fiscale di ammontare superiore a 120.000\$, nelle quali la società sia parte e una *related person* abbia un interesse patrimoniale diretto o indiretto. Di tali operazioni vanno indicati: (1) il nome della parte correlata e ragioni della correlazione; (2) l'interesse della parte correlata nell'operazione; (3) l'ammontare approssimativo dell'operazione; (4) l'ammontare approssimativo, se quantificabile, dell'interesse nell'operazione della parte correlata; (5) in caso di rapporto di debito, le caratteristiche e i termini del rapporto; (6) ogni altra informazione sull'operazione che sia rilevante per gli investitori in relazione alle particolari caratteristiche della stessa.

Secondo le *Instructions to Item 404(a)* sono *related person*: a) ogni amministratore o dirigente ; b) ogni persona che sia titolare di almeno il 5% di qualsiasi strumento finanziario della società che attribuisca il diritto di voto, i parenti in linea retta (anche acquisiti o adottati) e il coniuge di questa, e ogni altra persona convivente con la prima, qualora abbiano un interesse patrimoniale diretto o indiretto nell'operazione; c) ogni persona che ricopra una posizione o abbia una relazione con un'impresa o un ente che sia controparte della società in una transazione, a meno che l'interesse nella transazione non derivi esclusivamente dalla circostanza di essere amministratore di tale ente o detentore, direttamente e indirettamente, di meno del 10% del capitale azionario dello stesso.

Sono escluse dalla predetta disciplina le transazioni che, per legge o provvedimento amministrativo, vengono concluse a condizioni prefissate (*Instructions to item 404(a).7*).

¹¹³ Sono *smaller reporting company* le società con flottante inferiore a 75 milioni di dollari (alla data della chiusura del secondo trimestre fiscale) o, nel caso sia impossibile calcolare il flottante, con un fatturato inferiore a 50 milioni di dollari nell'ultimo anno fiscale (*Item 10(f)(1)*). Non possono essere qualificate *smaller reporting company* le *investment company* e gli emittenti titoli cartolarizzati (*asset-backed issuer*). I criteri ora indicati per l'individuazione delle *smaller reporting company* sono stati introdotti dalla SEC alla fine del 2007 ed hanno ampliato, rispetto alle norme previgenti, l'area delle società che vi rientrano e che, quindi, possono scegliere di ottemperare agli obblighi di trasparenza meno rigorosi appositamente previsti per questa categoria di società (Release No. 33-8876, 19 dicembre 2007, "*Smaller Reporting Company Regulatory Relief and Simplification*": le norme sono entrate in vigore il 4 febbraio 2008). Peraltro, solo per quanto concerne la disciplina delle parti correlate, gli obblighi di trasparenza imposti a tali società possono rivelarsi anche più rigorosi di quelli applicati alle società di maggiori dimensioni, poiché l'*Item 404(d)(1)* prevede che gli obblighi di *disclosure* descritti nel testo si applicano a tutte le operazioni con parti correlate di ammontare superiore a 120.000\$ o, se minore, all'1% del valore medio del patrimonio sociale negli ultimi due anni fiscali.

federale si sono adoperati nel tentativo di promuovere una maggiore uniformità tra le regole societarie vigenti nei diversi Stati, redigendo “modelli” di leggi societarie o raccolte di principi guida indirizzati tanto ai legislatori statali, quanto alle singole società per la formazione dei propri statuti. L’esempio più importante è quello del Model Business Corporation Act (MBCA), un modello molto articolato di *corporation act* redatto dall’American Bar Association nel 1950 e frequentemente aggiornato¹¹⁵, che molti Stati hanno fatto proprio.

Per queste ragioni, viene esaminata, in materia di operazioni con parti correlate, la disciplina dettata nel MBCA, basata sul riconoscimento di un vero e proprio *safe harbor* relativamente al compimento di operazioni in conflitto di interessi da parte degli amministratori, a condizione che queste ultime siano realizzate secondo le procedure ivi previste. L’approccio incentiva, evidentemente, a decidere ed eseguire le predette operazioni secondo procedure ritenute adeguate a garantirne la correttezza sostanziale.

In particolare, il §8.61(b) del MBCA esclude che un’operazione in conflitto di interessi¹¹⁶ dell’amministratore possa essere invalidata o dare luogo ad un risarcimento del danno in favore della società o dei soci, qualora: (1) l’operazione sia stata autorizzata, sulla base di un’adeguata informazione, dalla maggioranza degli amministratori *disinterested*¹¹⁷ che siedono nel consiglio di amministrazione o da un comitato interno formato esclusivamente da amministratori indipendenti (§8.62, *directors’ action*)¹¹⁸; oppure (2) l’operazione sia stata approvata dalla maggioranza dei soci “disinteressati” (§8.63, *shareholders’ action*)¹¹⁹.

¹¹⁴ Le leggi federali più importanti che possono incidere sulla regolamentazione delle società sono quelle relative alla disciplina dell’accesso ai mercati regolamentati e al pubblico risparmio: il *Securities Act 1933* e *Securities Exchange Act 1934*.

¹¹⁵ L’ultima versione, alla quale si fa riferimento nel testo, è quella del 2005.

¹¹⁶ Va sottolineato che, ai sensi del MBCA, le operazioni con parti correlate prese in considerazione sono quelle che comportano un conflitto di interessi dell’amministratore per via della “correlazione” intercorrente tra la controparte dell’operazione con la società e l’amministratore stesso. Infatti il §8.60(1) MBCA considera “*director’s conflicting interest transaction*” quella transazione proposta o compiuta in nome della società nella quale: (i) l’amministratore è parte o (ii) ha un *material financial interest* rispetto alla stessa e ne è a conoscenza; o (iii) è parte o ha un interesse patrimoniale una *related person* e l’amministratore è a conoscenza di tale circostanza. Secondo la definizione contenuta nel §8.60(5), sono *related person*: (i) il coniuge dell’amministratore, (ii) i figli, naturali o acquisiti, i nipoti, i genitori, naturali o acquisiti, i fratelli e le sorelle, naturali o acquisiti, gli zii e le zie (o i coniugi di ognuno di essi) dell’amministratore o del suo coniuge; (iii) un individuo che convive con l’amministratore; (iv) un ente (diverso dalla società o dalle sue controllate) controllato dall’amministratore o da una delle persone indicate nei paragrafi precedenti; (v) enti o società commerciali o *no-profit*, nazionali o straniere, delle quali l’amministratore sia amministratore, socio o membro dell’organo amministrativo, o persone, amministrazioni fiduciarie o patrimoni dei quali l’amministratore sia il fiduciario, il legale rappresentante o il curatore; (vi) una persona, o un ente da questa controllato, che sia datore di lavoro dell’amministratore.

¹¹⁷ Il §8.62 MBCA parla di *qualified director*, i quali sono definiti dal §1.43(a)(3) MBCA: sono *qualified* gli amministratori per i quali la transazione non è una “*director’s conflicting interest transaction*” (secondo la definizione del §8.60) o quelli che non hanno, con gli altri amministratori in conflitto di interessi, una relazione familiare, patrimoniale, di lavoro o altra idonea ad inficiare l’indipendenza di giudizio dell’amministratore.

¹¹⁸ Ai sensi del §8.62(a), l’autorizzazione deve essere approvata dalla maggioranza (non meno di due) dei *qualified director* membri del *board*, che devono deliberare senza la partecipazione di altri amministratori e in loro assenza; nel caso in cui l’autorizzazione sia adottata da un comitato, questo è composto esclusivamente dai *qualified director* dell’organo amministrativo, da tutti o solo da quelli nominati sempre dalla maggioranza dei *qualified director*.

La protezione accordata dalla regola esaminata è pari a quella garantita dall'applicazione della *business judgement rule*¹²⁰, rendendo immune da attacchi sia l'*interested director* sia l'operazione, ma solo sul piano dell'esistenza del conflitto di interessi: ciò significa che l'amministratore o l'operazione possono essere comunque censurati sotto gli altri profili che consentono il superamento della *business judgement rule* – in particolare, assenza di adeguata informazione degli amministratori (*gross negligence*) e assenza di qualsiasi giustificazione economica per l'operazione (*waste test*)¹²¹.

Inoltre, l'operatività del *safe harbor* è condizionata al rispetto delle norme procedurali (§§ 8.62 e 8.63): l'operazione, perciò, resta censurabile qualora l'autorizzazione sia votata da amministratori che non integrano i requisiti previsti per i *qualified director* o, ancora, qualora la condotta degli amministratori che hanno autorizzato l'operazione integri una violazione dei tradizionali doveri fiduciari loro imposti (*duty of care* e *duty of loyalty*). In tali casi, comunque, l'onere della prova sull'inapplicabilità del *safe harbor* resta a carico dell'attore.

Altrettanto essenziale, perché l'autorizzazione sia pienamente efficace, è che la stessa venga espressa sulla base di un'adeguata informazione. A tal fine, è imposto all'amministratore in conflitto di interessi un obbligo di rendere note ai *qualified director* (i) l'esistenza e la natura dell'interesse in conflitto e (ii) tutte le informazioni di cui dispone sull'operazione che un amministratore non in conflitto di interessi ragionevolmente riterrebbe importanti per decidere in merito alla stessa (c.d. *required disclosure*, §8.60(7)).

¹¹⁹ Per integrare i requisiti del *safe harbor*, l'autorizzazione da parte dei soci, ai sensi del §8.63(a) MBCA, deve essere approvata dalla maggioranza dei voti relativi alle *qualified shares*, dopo che (i) gli azionisti siano stati informati sull'autorizzazione richiesta, (ii) l'amministratore abbia dichiarato quali e quante azioni non sono *qualified* e (iii) l'amministratore abbia fornito agli azionisti la *required disclosure*, come definita alla nota precedente. Sono *qualified shares* le azioni con diritto di voto che non siano detenute da un amministratore in conflitto di interessi in relazione alla transazione o da una *related person* (come definita dal §8.60(5)) dello stesso amministratore (§8.63(c)). Nel caso in cui l'amministratore abbia omesso, per negligenza e non con l'intenzione di influenzare il voto, di dichiarare le azioni da lui detenute o da una sua parte correlata e queste non siano state determinanti per il risultato della votazione, il giudice potrebbe comunque riconoscere efficace, ai fini del *safe harbor*, l'autorizzazione così deliberata, secondo un'adeguata valutazione delle circostanze (§8.63(e)).

¹²⁰ In sintesi, il principio di derivazione giurisprudenziale noto come "*Business Judgement Rule*", implica l'insindacabilità in sede giurisdizionale delle scelte di gestione compiute dagli amministratori, quando le stesse non si siano tradotte in operazioni totalmente irragionevoli, e tali da far di per sé presumere la violazione degli obblighi inerenti all'ufficio da essi ricoperto. In particolare, in *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805, 812 (Del.1984) "*the business judgment rule is a presumption that in making decision the directors of a corporation acted on an informed basis, in good faith and in the honest belief that the action taken was in the best interests of the company... Absent an abuse of discretion, that judgment will be respected by the courts. The burden is on the party challenging the decision to establish facts rebutting the presumption*".

¹²¹ Sebbene questa sembri essere l'interpretazione più aderente alla lettera del MBCA (§§8.31 e 8.61(b)) e alle stesse indicazioni contenute nell'Official Comment che accompagna il testo, l'applicazione giurisprudenziale del *safe harbor* in esame è meno uniforme: in alcuni casi, infatti, la corte, una volta addotta dal *defendant* (l'amministratore) la copertura data da una delle procedure esaminate (§§8.62 e 8.63), ha ritenuto di non poter prendere in considerazione neanche gli altri profili di impugnazione relativi alle violazioni del *duty of care* diverse dal conflitto di interessi (in particolare, il *waste test*). V. *Fischer v. State Mutual Insurance Company*, 290 F.3d 1256 (XI Cir. 2002, Georgia) e analoghe considerazioni in PALMITER, *Corporations: examples and explanations*, New York, 2003, 231-232. Per evitare ambiguità, i *Principles of corporate governance* redatti dall'American Law Institute nel 1994 - i quali adottano lo stesso approccio dal MBCA - prevedono espressamente che la ricorrenza del *safe harbor* non rende immune l'operazione o l'amministratore dall'esame delle altre violazioni del *duty of care* dedotte in giudizio (§5.02). Anche gli *ALI's Principles*, come il MBCA, costituiscono una raccolta di principi redatti al fine di promuovere una maggiore uniformità tra i diritti societari dei vari Stati nazionali, ma forniscono un utile modello di disciplina anche per l'autonomia statutaria nelle singole società.

Nel caso in cui l'operazione in conflitto di interessi non sia coperta dal *safe harbor*, non essendo state adottate le procedure indicate, l'amministratore potrà, comunque, difenderne la validità dimostrando la *fairness* della stessa (§8.61(b)(3))¹²².

Anche gli Stati che non hanno adottato l'impostazione del MBCA incentivano l'adozione di procedure analoghe che tendano a garantire la correttezza sostanziale delle operazioni in conflitto di interessi. In questo caso, però, l'incentivo è costituito dal fatto che alla preventiva autorizzazione da parte del *board* o degli amministratori *disinterested* o, ancora, dei soci viene riconosciuto l'effetto di invertire l'onere della prova, ponendo in capo all'attore che agisce per l'annullamento dell'operazione o per il riconoscimento di un risarcimento del danno l'onere di superare la presunzione di correttezza dell'operazione e di dimostrare, quindi, l'*unfairness* della stessa.

Un esempio di tale approccio regolamentare è offerto dalla disciplina dello Stato del Delaware, il cui diritto societario, come noto, è quello prescelto dalla maggior parte delle società statunitensi quotate, che decidono a tal fine di stabilire in questo Stato la propria sede legale anche quando è diversa da quella amministrativa¹²³.

¹²² La definizione di *fairness* contenuta nel MBCA (§8.60(6)) corrisponde, sostanzialmente, a quella adottata dalla giurisprudenza anche degli Stati che non adottano il MBCA. Secondo la *section* indicata, l'operazione deve essere *fair* sia sul piano delle condizioni contrattuali (*substantive fairness* o *fair price*), sia su quello delle modalità procedurali con cui è stata decisa e realizzata (*procedural fairness* o *fair dealing*): queste due componenti del *fairness test* integrano gli elementi della nozione di *entire fairness* di fonte giurisprudenziale: v., in particolare, *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701 (Del. 1983). La *substantive fairness*, tuttavia, non consiste solo nella correttezza economica dell'operazione, valutata rispetto alle normali condizioni di mercato che le andrebbero applicate, ma anche nell'"utilità" per la società che l'operazione deve realizzare (*beneficial to the corporation*). In aggiunta alla *substantive fairness*, l'amministratore convenuto è chiamato a dimostrare anche la *procedural fairness* dell'operazione (o l'*unfairness* quando è a carico dell'attore l'onere della prova), che le corti ricostruiscono valutando tre elementi: trasparenza sulle caratteristiche dell'operazione e sugli interessi in conflitto dell'amministratore; ricorrenza di un'approvazione da parte di amministratori indipendenti; ruolo dell'amministratore in conflitto di interessi nella definizione dell'operazione. Quanto a quest'ultimo elemento, la giurisprudenza ritiene *unfair* l'operazione definita anche con la partecipazione dell'amministratore in conflitto di interessi alla negoziazione o approvazione della stessa, quando sia evidente che tale partecipazione abbia influenzato gli altri amministratori e inficiato l'indipendenza anche dell'autorizzazione espressa dagli amministratori indipendenti. Analoghe indicazioni per la valutazione della *fairness* dell'operazione sono contenute nell'Official Comment del §8.60(6) MBCA. Al pari dell'autorizzazione rilasciata dagli amministratori indipendenti, anche la definizione e negoziazione dell'operazione da parte di un comitato ristretto e senza la partecipazione dell'amministratore in conflitto di interessi consente di invertire l'onere della prova dell'(un)*fairness* a carico dell'attore.

¹²³ L'incentivo può essere ingenerato da specifiche norme che ricollegano l'inversione dell'onere della prova all'esistenza di un'autorizzazione degli amministratori indipendenti o dei soci sull'operazione: così, ad esempio, la legge societaria dello Stato del Delaware (§144 Del. GCL) prevede:

“(a) *No contract or transaction between a corporation and 1 or more of its directors or officers, or between a corporation and any other corporation, partnership, association, or other organization in which 1 or more of its directors or officers, are directors or officers, or have a financial interest, shall be void or voidable solely for this reason, or solely because the director or officer is present at or participates in the meeting of the board or committee which authorizes the contract or transaction, or solely because any such director's or officer's votes are counted for such purpose, if:*

(1) *The material facts as to the director's or officer's relationship or interest and as to the contract or transaction are disclosed or are known to the board of directors or the committee, and the board or committee in good faith authorizes the contract or transaction by the affirmative votes of a majority of the disinterested directors, even though the disinterested directors be less than a quorum; or*

Di fonte esclusivamente giurisprudenziale sono, invece, le regole operanti con riguardo alle operazioni poste in essere tra la società e i soci della stessa.¹²⁴

In tali casi, la possibilità di riconoscere un'efficacia di copertura all'autorizzazione o ratifica delle operazioni con gli azionisti di controllo, espressa da amministratori indipendenti, sembra essere riconosciuta solo in via potenziale dalla giurisprudenza¹²⁵, mentre maggiore efficacia viene riconosciuta alle autorizzazioni o ratifiche espresse dai soci stessi, soprattutto se di minoranza.

In particolare, le corti statunitensi sembrerebbero applicare la tutela della *business judgement rule* alle operazioni con parti correlate autorizzate o ratificate dagli azionisti di minoranza, ma solo nel caso in cui sia coinvolto nell'operazione un azionista non di controllo¹²⁶, giacché in tal caso la capacità della parte correlata di influenzare la valutazione dei soci *disinterested* appare decisamente minore che nel caso in cui parte dell'operazione sia un socio di controllo.

Infatti, in presenza di operazioni con il socio di controllo, sebbene le opinioni dei giudici siano spesso contrastanti sul punto, la giurisprudenza statunitense non riconosce altra efficacia all'autorizzazione (o ratifica), espressa vuoi dai soci di minoranza vuoi da un comitato di amministratori indipendenti, se non quella di invertire l'onere della prova a carico dell'attore, il quale dovrà pertanto dimostrare l'*unfairness* dell'operazione¹²⁷.

(2) *The material facts as to the director's or officer's relationship or interest and as to the contract or transaction are disclosed or are known to the shareholders entitled to vote thereon, and the contract or transaction is specifically approved in good faith by vote of the shareholders; or*

(3) *The contract or transaction is fair as to the corporation as of the time it is authorized, approved or ratified, by the board of directors, a committee or the shareholders.*

(b) *Common or interested directors may be counted in determining the presence of a quorum at a meeting of the board of directors or of a committee which authorizes the contract or transaction.*"

La previsione, in realtà, è oggetto di diverse interpretazioni e rari casi giurisprudenziali hanno, in passato, attribuito alla stessa l'efficacia di un vero e proprio *safe harbor*: (v. *Marciano v. Nakash*, 535 A.2d 400, 1987). Ma, come visto, il medesimo effetto deriva anche dall'applicazione dei criteri di valutazione della *procedural fairness* dell'operazione individuati dalla giurisprudenza, che riconoscono all'autorizzazione dell'operazione espressa da parte di amministratori indipendenti l'effetto di invertire l'onere della prova: *supra* nota 122.

¹²⁴ Secondo la giurisprudenza anche nei confronti dei soci di controllo possono trovare applicazione alcuni doveri fiduciari nei confronti degli azionisti di minoranza e della società, soprattutto nelle società chiuse. V. *Donahue v. Rodd Electrotype Company of New England Inc.*, 328 N.E.2d 505 (Corte Suprema del Massachusetts, 1975) e, per le società aperte, *Jones v. H. F. Ahmanson & Co.*, 1 C.R.3d 93 (1969). Altri rimedi applicati nei confronti di abusi della maggioranza ai danni della minoranza e della società consistono, invece, nel provocare lo scioglimento della stessa o di pretendere un indennizzo per il pregiudizio sofferto.

¹²⁵ *Kahn v. Lynch Communications Systems, Inc.*, 638 A.2d 1110 (Del. 1994). Tale possibilità, sebbene ammessa in via teorica, appare poco praticabile agli occhi della Corte per via dell'influenza esercitabile dall'azionista di controllo sugli amministratori, per cui difficilmente questi ultimi potrebbero essere considerati effettivamente *disinterested*.

¹²⁶ E' quanto affermato nel caso deciso dalla Chancery Court del Delaware *In re Wheelabrator Technologies, Inc. Shareholders Litigation*, 663 A.2d 1194 (Del. Ch. 1995). Va sottolineato, tuttavia, che in questo caso il socio in questione deteneva il 22% del capitale.

¹²⁷ In questo senso, *Rosenblatt v. Getty Oil Co.*, 493 A.2d 929 (Del. 1985); *Citron v. E.I. DuPont de Nemours & Co.*, 584 A.2d 490, 500 (Del. Ch. 1990); *Kahn v. Lynch Communications Systems, Inc.*, 638 A.2d 1110 (Del. 1994).

3.4 L'ordinamento tedesco

Anche la disciplina tedesca prevede alcune regole sulle operazioni con parti correlate, sia imponendo obblighi di trasparenza, sia norme procedurali tese a garantire un maggiore livello di correttezza sostanziale delle stesse.

In particolare, il *German Corporate Governance Code* prevede per le società quotate uno specifico obbligo di *disclosure* per i membri del *Vorstand* (consiglio di gestione), i quali devono dichiarare al *supervisory board*, l'*Aufsichtsrat* (consiglio di sorveglianza) i conflitti di interessi di cui siano portatori¹²⁸. Obbligo¹²⁹ analogo esiste per i singoli membri dell'*Aufsichtsrat*, mentre l'organo nel suo insieme, nella relazione annuale, dovrà informare l'assemblea dei soci di tutti i conflitti di interessi emersi nell'anno di riferimento e di come essi siano stati gestiti¹³⁰.

Non esistono, invece, particolari obblighi di *disclosure* per le operazioni tra la società e i propri soci di controllo, a dispetto della struttura concentrata della proprietà azionaria nelle società tedesche. Solo nella disciplina applicabile ai gruppi di società è previsto un obbligo di informazione, relativamente alle operazioni infragrupo, nella relazione annuale da presentare anche nelle società controllate¹³¹.

Inoltre, la disciplina dei gruppi di società (*Konzernrecht*) prevede un'ulteriore forma di tutela per i soci delle società controllate¹³². Nel caso in cui una società controllata sia stata indotta dalla controllante a stipulare con quest'ultima una transazione non vantaggiosa, è previsto che venga determinata e versata alla società una forma di compensazione, entro la fine dell'anno fiscale in corso (§311 AktG). Al *Vorstand* della controllata è imposto l'obbligo di riferire nella relazione annuale le caratteristiche e le condizioni delle operazioni concluse con la società controllante, indicando, in particolare, se vi sia stata una compensazione o se questa fosse adeguata¹³³. Tale relazione è sottoposta al controllo dei revisori contabili e del *supervisory board*, il quale ne riferisce

¹²⁸ *German Corporate Governance Code* (giugno 2007), 4.3.4.

¹²⁹ Il codice tedesco di *corporate governance* condivide la natura non vincolante tipica dei codici di autodisciplina, la cui efficacia applicativa è riassunta nella regola “*comply or explain*”, o affidata alle regolamentazioni dei mercati regolamentati, nel caso in cui richiedano il rispetto delle regole di *best practice* in essi dettate ai fini della quotazione negli stessi. Il codice tedesco distingue, tuttavia, tra semplici raccomandazioni che la società è libera di seguire, e obblighi il cui rispetto, invece, si ritiene necessario ai fini dell'adozione del codice: in questo senso viene usata nel testo la parola “obbligo”, non potendo in alcun modo riconoscersi a tali disposizioni un'efficacia pari a quella degli obblighi di natura normativa.

¹³⁰ *German Corporate Governance Code*, 5.5.2 e 5.5.3.

¹³¹ V. §312 I AktG. Nelle *Gesellschaft mit beschränkter Haftung* (GmbH) – tipo societario analogo, a grandi linee, al tipo societario della società a responsabilità limitata italiana, che si contrappone alle *Aktiengesellschaft* (AG), il cui statuto normativo è costruito essenzialmente sul tipo della grande società per azioni - i soci di minoranza vengono a conoscenza delle operazioni concluse con i soci di controllo in occasione dell'approvazione del bilancio annuale da parte dell'assemblea (§42a(1) GmbH-Gesetz), nel quale i prestiti dati o ricevuti dagli azionisti devono essere indicati separatamente o nella nota integrativa (§42(3) GmbH-Gesetz): in questo senso si può ritenere che questo tipo di operazioni riceve un'approvazione *ex post* da parte dei soci riuniti in assemblea.

¹³² La disciplina richiamata si applica solo nel caso dei gruppi societari *de facto*, non in quelli di fonte contrattuale ammessi nel diritto tedesco.

¹³³ V. §312 AktG.

poi in assemblea. A garanzia del rispetto degli obblighi informativi imposti ai membri del *Vorstand* e della correttezza della loro valutazione, oltre che dei doveri del consiglio di sorveglianza, viene prevista la responsabilità sociale, anche solidale, dei membri dei due organi in caso di violazione dei propri doveri fiduciari e per la redazione della relazione inerente alle operazioni con la società controllante¹³⁴.

Obblighi di approvazione delle operazioni con parti correlate sono previsti limitatamente a casi specifici e solo nelle *Aktiengesellschaft* (AG). Innanzi tutto, nel caso di transazioni tra la società e i propri *manager*, solo i membri dell'*Aufsichtsrat* hanno la rappresentanza della società nei confronti dei membri del *Vorstand*¹³⁵. Inoltre, le operazioni concluse tra la società e i membri del consiglio di gestione o di sorveglianza devono essere approvate da quest'ultimo qualora si tratti di operazioni relative a prestazioni d'opera, a servizi di particolare rilevanza o alla concessione di prestiti¹³⁶; solo per i compensi ricevuti dai membri del consiglio di sorveglianza è prevista, invece, l'approvazione assembleare¹³⁷.

¹³⁴ V. §318 AktG.

¹³⁵ V. §112 AktG.

¹³⁶ V. §§89, 114 e 115 AktG. Un obbligo analogo è previsto nel *German Corporate Governance Code* per le operazioni con i membri del consiglio di sorveglianza (5.5.4), mentre per le operazioni concluse con i membri del consiglio di gestione l'approvazione da parte dell'*Aufsichtsrat* è richiesta per le operazioni rilevanti indipendentemente dalla tipologia (4.3.4).

¹³⁷ V. §113 AktG.

Appendice 2: Analisi dell'efficacia della regolamentazione prevista dal Codice di Autodisciplina

Si riportano in questa prima appendice i principali risultati dell'analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina, per la disciplina relativa alle operazioni con parti correlate, presso un campione di 30 società quotate.

L'esperienza applicativa del Codice di Autodisciplina può offrire infatti alcune utili indicazioni sulle tendenze in atto e sui principali problemi aperti, sebbene debbano comunque essere ricordati i limiti strutturali che l'autodisciplina può svolgere nell'area delle operazioni con parti correlate.

Al fine di valutare lo stato di attuazione del Codice di Autodisciplina, il punto di partenza è costituito dall'esame delle relazioni di *corporate governance* che le società quotate sono state chiamate a redigere per dare informazione sullo stato di attuazione dello stesso. È però opportuno premettere che quello appena concluso è stato un anno di transizione che ha visto la compresenza di società che si sono tempestivamente adeguate alla nuova versione del Codice e di altre società che, come espressamente consentito, al momento della pubblicazione della relazione sulla *corporate governance* ancora dovevano completare l'adeguamento. Pertanto la fotografia che emerge dall'analisi, benché le modifiche apportate ai principi di correttezza e trasparenza delle operazioni con parti correlate non appaiano sostanziali, riflette un universo non totalmente omogeneo.

Nel novembre 2007, Assonime e Emittenti Titoli hanno pubblicato la consueta "Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina delle società quotate" che valuta il grado di adesione ai contenuti dello stesso per l'anno 2006¹³⁸.

In relazione alla disciplina prevista per le operazioni con parti correlate, l'analisi Assonime-Emittenti Titoli ha indagato se e rispetto a quali particolari contenuti le società quotate si sono dichiarate conformi e ha approfondito alcuni aspetti di dettaglio delle modalità con cui la correttezza procedurale e sostanziale delle operazioni sia stata attuata. I principali risultati di tale approfondimento possono essere riassunti come segue:

- le società che dichiarano formalmente di avere aderito al Codice di Autodisciplina sono il 93% del totale;
- l'83% delle società che aderiscono al Codice hanno definito delle apposite procedure per le operazioni con parti correlate (l'incidenza è pari al 97 % per le società dell'S&P Mib, 90% per le società del Midex e 85% per quelle che compongono l'indice All Star);

¹³⁸ L'indagine ha riguardato le società che hanno reso pubblica la relazione sulla *corporate governance* entro il mese di luglio 2007, ovvero 275 società, che rappresentano il 98% dell'intero mercato.

- il 94% delle società che hanno definito tali procedure ne hanno fornito una descrizione nella relazione (rispettivamente il 97% delle società dell'S&P Mib, il 100% delle società del Midex e il 90% di quelle dell'All Star);
- in circa il 60% dei casi le procedure contemplano esplicitamente la possibilità di ricorrere ad esperti indipendenti per la realizzazione di *legal e/o fairness opinion* (in particolare, l'84% delle società dell'S&P Mib, il 76% delle società del Midex e il 54% di quelle dell'All Star);
- complessivamente, quasi la metà delle società che descrivono le procedure prevedono l'allontanamento dalla deliberazione del consigliere portatore di un interesse ovvero, più raramente, un mero obbligo di astensione. L'eventuale astensione dalla deliberazione è, tuttavia, in più di un caso su otto rimessa alla valutazione del consiglio.

I risultati sinteticamente riprodotti mettono in luce come da parte delle società quotate vi sia stato già nel 2006 un diffuso adeguamento alle previsioni del Codice di Autodisciplina anche per gli aspetti riguardanti “gli interessi degli amministratori e le operazioni con parti correlate”.

Tuttavia, la sinteticità dei risultati sopra descritti e l'estrema semplificazione con cui gli schemi riassuntivi contenuti nelle relazioni fotografano lo stato dell'arte della *governance* societaria hanno indotto la Consob a compiere degli approfondimenti su alcune specifiche aree di attuazione dell'autodisciplina. Tali approfondimenti hanno riguardato un campione costituito dalle prime dieci società non bancarie¹³⁹, ordinate per capitalizzazione di mercato al 31 dicembre 2007, che compongono gli indici S&P Mib, Midex e All Star (complessivamente 30 società). Il campione così costituito, lungi dall'aver pretese di rappresentatività statistica dell'universo delle quotate, consente tuttavia di confrontare le risposte alle istanze del Codice fornite da società di dimensione diversa.

¹³⁹ Sono state escluse le banche che, essendo già sottoposte anche ad una disciplina specifica di settore, hanno un sistema di *governance* per l'operatività con parti correlate non pienamente omogeneo e confrontabile con quello delle altre società.

La Tabella A2.1 riassume la frequenza con cui le società selezionate in ognuno dei tre indici di mercato hanno risposto affermativamente o negativamente alle domande contenute nella tabella 3¹⁴⁰ della relazione sulla *corporate governance* le quali, in sintesi, richiedono:

- se la società ha adempiuto alla raccomandazione relativa alla definizione dei criteri per individuare le operazioni di significativo rilievo;
- quali procedure sono state adottate per l'esame e l'approvazione delle operazioni con parti correlate;
- se i criteri e le procedure di cui ai punti precedenti sono descritti nella relazione.

Si segnala tuttavia che non tutte le società del campione esaminato hanno redatto le tabelle consigliate dal Codice di Autodisciplina e, pertanto, quattro delle società dell'indice All Star le cui relazioni sono state esaminate non hanno fornito tale schema riepilogativo.

Tabella A2.1. SISTEMA DELLE DELEGHE E OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE: RISPOSTE ALLA TABELLA 3 DELLA RELAZIONE SULLA CORPORATE GOVERNANCE IN TERMINI PERCENTUALI (10 società per ogni indice)								
S&P MIB			MIDEX			ALL STAR		
ADESIONE	NON ADESIONE	RISPOSTA NON PRESENTE	ADESIONE	NON ADESIONE	RISPOSTA NON PRESENTE	ADESIONE	NON ADESIONE	RISPOSTA NON PRESENTE
97,5%	2,5%	0,0%	97,5%	2,5%	0,0%	50,0%	5,0%	45,0%

I dati a disposizione consentono comunque di affermare che il campione di società analizzato dalla Consob, in particolare quelle di dimensione medio-grande, delinea un quadro di adesione molto elevata alle raccomandazioni del Codice relative alle operazioni con parti correlate.

¹⁴⁰ Nello specifico, la tabella 3 raccomandata nella "Guida alla compilazione della relazione sulla *corporate governance*", per la parte che interessa ai fini della presente trattazione, prevede la seguente struttura:

SISTEMA DELLE DELEGHE E OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE	Sì	No	Sintesi delle motivazioni dell'eventuale scostamento dalle raccomandazioni del Codice
Il CdA ha attribuito deleghe definendone:			
a) limiti			
b) modalità d'esercizio			
c) e periodicità dell'informativa?			
Il CdA si è riservato l'esame e approvazione delle operazioni aventi un particolare rilievo economico, patrimoniale e finanziario (incluse le operazioni con parti correlate)?			
Il CdA ha definito linee-guida e criteri per l'identificazione delle operazioni "significative"?			
Le linee-guida e i criteri di cui sopra sono descritti nella relazione?			
Il CdA ha definito apposite procedure per l'esame e approvazione delle operazioni con parti correlate?			
Le procedure per l'approvazione delle operazioni con parti correlate sono descritte nella relazione?			

Un'analisi più approfondita del grado con cui le società in esame si siano effettivamente adeguate alle raccomandazioni del Codice individua, tuttavia, una pluralità di situazioni in cui, a fronte di una formale aderenza ai contenuti (totalità dei sì nella tabella 3 della relazione), emerge una certa vaghezza delle situazioni riscontrate grazie alla lettura della relazione (o degli eventuali ulteriori documenti redatti dall'emittente). Tale circostanza può essere dovuta ad un difetto di trasparenza delle relazioni stesse, la cui profondità descrittiva è stata in taluni casi scarsa, ovvero ad una compilazione formalistica della tabella in questione che nasconde situazioni in cui la reale applicazione delle raccomandazioni è stata debole o addirittura assente.

Entrando nel merito dei contenuti delle relazioni oggetto di approfondimento, sono state valutate le scelte delle società esaminate in merito alla definizione:

- a) dei criteri e delle linee guida per l'identificazione delle "operazioni significative";
- b) delle procedure per l'approvazione delle operazioni con parti correlate.

a) La prima parte dell'analisi si è concentrata sulla valutazione dei criteri generali individuati dalle società per la definizione delle operazioni significative (Tabella A2.2).

Tabella A2.2. DEFINIZIONE DEI "CRITERI GENERALI PER INDIVIDUARE LE OPERAZIONI DI SIGNIFICATIVO RILIEVO" DA SOTTOPORRE A ESAME E APPROVAZIONE PREVENTIVA DA PARTE DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE (10 società per ogni indice)									
	S&P MIB			MIDEX			ALL STAR		
	Sì	NO	NON TRASPARENTE	Sì	NO	NON TRASPARENTE	Sì	NO	NON TRASPARENTE
CRITERI QUANTITATIVI	7	2	1	7	1	2	4	3	3
- differenziati per operazioni infragruppo	2	5	-	4	3	-	2	2	-
ESCLUSIONE OPERAZIONI TIPICHE E USUALI	7	1	2	5	3	2	6	2	2
ESCLUSIONE OPERAZIONI CONCLUSE A CONDIZIONI DI MERCATO	6	2	2	5	3	2	5	3	2

Tale analisi ha messo in luce come nella maggior parte dei casi, e ancora di più per le società medio-grandi, siano state introdotte delle soglie di rilevanza di tipo quantitativo (18 casi su 30).

Un esame più approfondito dei criteri specificatamente prescelti (Tabella A2.3) ha evidenziato, in primo luogo, la prevalenza di soglie di significatività dell'operazione espresse in termini assoluti, al superamento delle quali l'operazione in esame deve essere assoggettata alla procedura *ad hoc* prevista per i rapporti con le parti correlate. Tuttavia, in un numero non trascurabile di casi, e soprattutto per società di dimensioni medio-grandi, a determinazioni quantitative espresse in valore

assoluto si sono accompagnati, in via concorrente, criteri di tipo relativo che raccomandano l'assoggettamento alle procedure in esame ogni qualvolta un predefinito rapporto, calcolato per la specifica operazione, superi la soglia di riferimento. Nell'ipotesi più ricorrente tali rapporti prevedono come numeratore il prezzo/controllo dell'operazione e come denominatore una grandezza di natura contabile o di mercato relativa alla società quotata (capitalizzazione, totale attivo, fatturato)¹⁴¹.

In secondo luogo, un'ulteriore evidenza che emerge dall'analisi dei criteri quantitativi, ove previsti, è la tendenza delle società a differenziare tali criteri a seconda della tipologia delle operazioni e/o della controparte. In relazione alla prima differenziazione, si segnala che è stata frequente la formulazione di tante soglie quantitative (in termini assoluti o relativi a seconda delle circostanze) quante sono state le tipologie di operazione enucleate¹⁴². In relazione alla seconda differenziazione, si è riscontrata con elevata frequenza la previsione di criteri differenziati per operazioni con società che rientrano nel gruppo: in questi casi sono stabilite soglie di significatività più elevate per le operazioni infragruppo, ad indicazione del carattere tipicamente "ordinario" delle stesse. L'operatività con società del gruppo non esaurisce peraltro l'area di differenziazione dei criteri quantitativi per tipo di controparte, dal momento che non sono mancate evidenze di soglie quantitative ridotte (o in certi casi azzerate) per operazioni la cui parte correlata sia un amministratore o il soggetto controllante e le altre entità ad esso correlate.

Tabella A2.3. DIFFERENZIAZIONE E QUALIFICAZIONE DEI CRITERI QUANTITATIVI OSSERVATI			
CRITERI QUANTITATIVI	IN VALORE ASSOLUTO	IN VALORE ASSOLUTO E IN TERMINI RELATIVI	TOTALE
DIFFERENZIATI PER TIPO DI CONTROPARTE	6	2	8
DIFFERENZIATI PER TIPO DI OPERAZIONE	3	2	5
DIFFERENZIATI PER TIPO DI OPERAZIONE E DI CONTROPARTE	-	2	2
NON DIFFERENZIATI	3	-	3
TOTALE	12	6	18

¹⁴¹ In uno dei casi esaminati sono stati definiti dei rapporti di significatività delle operazioni, da applicare ai casi di incorporazioni, fusioni e scissioni, simili a quelli specificati dalle *listing rules* inglesi descritte in Appendice 1. Tali rapporti sono nello specifico:

- totale attivo della società possibile oggetto di incorporazione (o fusione) ovvero delle attività possibile oggetto di scissione sul totale attivo della società;
- risultato prima delle imposte e dei componenti straordinari della società possibile oggetto di incorporazione (fusione) ovvero delle attività possibile oggetto di scissione sul risultato prima delle imposte e dei componenti straordinari della società;
- totale patrimonio netto della società possibile oggetto di incorporazione (fusione) ovvero del ramo d'azienda possibile oggetto di scissione sul patrimonio netto della società.

Il valore di riferimento per la rilevanza di questi rapporti è però pari a tre volte la soglia fissata dalla disciplina inglese.

¹⁴² Le tipologie più comunemente riscontrate sono acquisizioni e dismissioni di beni, prestazione di opere e servizi, concessione di finanziamenti, fusioni e scissioni.

Tornando all'analisi dei dati contenuti nella Tabella A2.2, si rilevano, con frequenza minore, situazioni in cui i criteri di identificazione delle operazioni significative non prevedono determinazioni quantitative (6 casi su 30) e, infine, situazioni in cui la lettura della relazione sulla *corporate governance* (o di eventuali ulteriori documenti) non ha consentito di desumere indicazioni chiare sulla presenza o sull'assenza di tali determinazioni (6 casi su 30).

Con elevata frequenza le società analizzate hanno scelto di escludere dal novero delle operazioni significative quelle aventi natura tipica o usuale e/o quelle realizzate a condizioni di mercato (Tabella A2.2). Tale scelta, di cui si comprende la finalità di non appesantire l'*iter* di operazioni aventi natura ricorrente e condizioni economiche non inique, rischia tuttavia di indebolire in misura anche rilevante le soglie quantitative eventualmente stabilite, laddove la classificazione di un'operazione come, a titolo di esempio, tipica svincola gli amministratori dal rispetto della procedura *ad hoc*, qualunque sia il suo controvalore.

b) L'approfondimento si è quindi concentrato sulle misure di *governance* effettivamente previste dalle società per le operazioni con parti correlate. In particolare si è voluto analizzare con quale frequenza le società si siano ispirate alle soluzioni più specificamente suggerite nel commento al principio 9.P.1¹⁴³.

Tabella A2.4. MODALITÀ DI APPROVAZIONE E DI ESECUZIONE DELLE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE (10 società per ogni indice)									
	S&P MIB			MIDEX			ALL STAR		
	Si	NO	NON TRASPARENTE	Si	NO	NON TRASPARENTE	Si	NO	NON TRASPARENTE
RISERVA DI COMPETENZA AL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE PER L'APPROVAZIONE DELLE OPERAZIONI DI SIGNIFICATIVO RILIEVO	10	-	-	10	-	-	9	-	1
PREVISIONE DI UN PARERE PREVENTIVO DEL COMITATO PER IL CONTROLLO INTERNO	4	5	1	4	5	1	3	5	2
FACOLTÀ DI RICORSO AD ESPERTI INDIPENDENTI RICHIESTI/SELEZIONATI DA AMMINISTRATORI INDIPENDENTI	1	7	2	-	9	1	1	7	2

¹⁴³ Si ricorda che il citato commento recita: “La prassi, sul punto, ha individuato diverse tecniche che possono essere utilizzate, anche cumulativamente, per assicurare la correttezza sostanziale e procedurale di tali operazioni; si segnalano, a titolo indicativo: la riserva di competenza del consiglio dell'approvazione delle operazioni di maggiore rilievo, la previsione di un parere preventivo del comitato per il controllo interno, l'affidamento delle trattative ad uno o più amministratori indipendenti (o comunque privi di legami con la parte correlata), il ricorso ad esperti indipendenti (eventualmente selezionati da amministratori indipendenti)”.

Innanzitutto, dall'osservazione della Tabella A2.4 risulta evidente come l'attribuzione di una riserva di competenza al consiglio di amministrazione per l'approvazione delle operazioni di maggiore rilievo, indicata tra le prassi suggerite dal Codice, sia stata la soluzione prescelta dalla quasi totalità delle società esaminate dalla Consob (nonché dall'86,5% delle società complessivamente analizzate da Assonime ed Emittenti Titoli).

Con riferimento alle ulteriori prassi che il commento al principio 9.P.1 suggerisce quali metodi per assicurare la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate è da riscontrare una adozione molto più debole da parte delle 30 società studiate.

Innanzitutto, il parere del comitato per il controllo interno sull'operazione, non sempre necessario e solo in rarissimi casi vincolante, è stato previsto in circa un terzo delle realtà complessivamente esaminate.

Infine, si è voluto osservare in quanti casi il ricorso a *legal e/o fairness opinion*, accolto da un elevato numero di emittenti (60% del totale secondo l'analisi Assonime-Emittenti Titoli), possa avvenire su iniziativa di amministratori indipendenti e se compete a questi ultimi il potere di selezionare gli esperti. L'analisi delle relazioni sulla *corporate governance* ha messo in luce come in appena due casi la richiesta di *legal e/o fairness opinion* possa essere avanzata da amministratori indipendenti, mentre nella quasi totalità dei casi l'iniziativa spetta all'intero consiglio. Riguardo alla possibilità che gli esperti siano non solo richiesti ma anche selezionati da amministratori indipendenti si rileva che in uno dei due casi in cui questi ultimi hanno un potere di richiesta viene esplicitamente stabilito che la selezione degli esperti compete al consiglio, mentre nell'altro caso non sono fornite chiare indicazioni al riguardo.

L'analisi di dettaglio svolta dalla Consob sul campione di 30 società quotate ha messo in luce alcune evidenze di sicuro interesse per la valutazione dell'efficacia finora mostrata dal Codice di Autodisciplina.

In primo luogo, l'adeguamento alle raccomandazioni del Codice è parso in alcuni casi più formale che sostanziale, soprattutto a causa di una scarsa trasparenza delle relazioni.

In secondo luogo, la valutazione del sistema di *governance* delineato per le operazioni con parti correlate ha mostrato che, nella vasta maggioranza dei casi e senza significativi distinguo per dimensione della società, l'adeguamento non si è spinto oltre il contenuto minimo dei principi e dei criteri applicativi, mentre sono state ignorate quasi del tutto le previsioni più stringenti comunque suggerite dal Codice.

L'osservazione delle prassi adottate ha comunque consentito di individuare degli esempi di *best practice*, riconducibili principalmente ad alcune società ad elevata capitalizzazione appartenenti all'S&P Mib. Tali *best practice* si sono complessivamente caratterizzate per:

- un maggiore grado di dettaglio e differenziazione nella definizione dei criteri (quantitativi) di significatività delle operazioni;
- l'inclusione nell'area delle operazioni di significativo rilievo di transazioni che, per il particolare oggetto e indipendentemente dall'importo, sono da considerarsi rilevanti (es. operazioni aventi ad oggetto beni immateriali);
- l'esplicita previsione della cumulabilità degli importi delle transazioni intercorse con una stessa parte correlata ai fini della verifica della significatività dell'importo;
- un più frequente e sistematico coinvolgimento del comitato per il controllo interno, chiamato per lo più ad esprimere un parere sull'operazione e, in taluni casi, assegnatario di ulteriori (a volte più incisivi) poteri quali la facoltà di:
 - o sottoporre al consiglio operazioni ulteriori rispetto a quelle che superano le soglie di significatività;
 - o compiere una valutazione dell'operazione, prima che sia sottoposta all'esame del consiglio.

Appendice 3. Analisi dell'esperienza applicativa dell'art. 71-bis del Regolamento Emittenti

La presente appendice contiene le evidenze risultanti dall'esame dell'informativa resa dalle società quotate in ottemperanza dell'art. 71-bis R.E. Al fine di valutare l'efficacia dell'esperienza applicativa della Consob con riguardo alla suddetta disciplina, sono state analizzate le informazioni fornite al mercato sulle operazioni con parti correlate ai sensi dell'art. 71-bis a decorrere dal 1° gennaio 2003, data di entrata in vigore della predetta disposizione, fino al 31 dicembre 2007.

La Tabella A3.1 fornisce un'indicazione del numero di operazioni con parti correlate comunicate nel periodo 2003-2007 distinguendole per strumento informativo utilizzato per la comunicazione: documento informativo previsto nell'allegato 3B al Regolamento Emittenti ovvero comunicato stampa contenente le stesse informazioni reso secondo le modalità di cui all'art. 66 dello stesso Regolamento.

ANNO	COMUNICATO STAMPA	DOCUMENTO INFORMATIVO	TOTALE	NUMERO SOCIETÀ SEGNALANTI
2003	6	10	16	15
2004	8	10	18	16
2005	2	12	14	12
2006	2	11	13	13
2007	8	15	23	20
Totale	26	58	84	58

I dati mostrano come ad essere oggetto di comunicazione al mercato sia stato solo un esiguo numero di operazioni, il cui valore medio non raggiunge i 17 casi l'anno.

Lo strumento informativo utilizzato è stato in prevalenza lo schema di documento informativo descritto nell'allegato 3B al Regolamento Emittenti. Per meno di un terzo delle operazioni segnalate, l'emittente ha adempiuto agli obblighi informativi di cui all'art. 71-bis tramite comunicato stampa. In alcuni casi tale scelta è derivata dal mancato riconoscimento della *price sensitivity* della notizia. In altri casi, in realtà, prima della redazione e pubblicazione del documento informativo, l'emittente aveva annunciato al mercato l'operazione con parti correlate, mancando tuttavia di corredare l'informativa *price sensitive* dell'indicazione dei termini dell'operazione¹⁴⁴, sia pure sintetica, che avrebbe reso non necessaria la redazione del documento informativo. Negli

¹⁴⁴ Ovverosia le informazioni contenute nello schema 4 dell'allegato 3B.

ultimi due anni, l’informativa data al mercato tramite il documento informativo è stata preceduta in ben 8 casi su 26 da un comunicato recante notizia sull’operazione.

La Tabella A3.1, inoltre, fornisce evidenza di una circostanza che ha da subito suscitato l’attenzione della Consob: in molti casi è stata una stessa società ad aver comunicato al mercato più operazioni con parti correlate, a volte anche nel corso dello stesso anno solare. L’ultima colonna della Tabella A3.1 riporta, infatti, il numero di emittenti che, su base annua e nell’intero quinquennio analizzato, hanno reso l’informativa sull’operazione con parti correlate. I dati annuali mostrano come l’eventualità che una stessa società abbia comunicato più di una operazione si sia verificata almeno una volta in ogni anno ad esclusione del 2006¹⁴⁵. Il dato complessivo segnala, infine, che le 84 operazioni con parti correlate dell’intero periodo 2003-2007 sono state comunicate da 58 società quotate¹⁴⁶.

Ulteriori approfondimenti possono essere svolti in riferimento alle tipologie di operazioni comunicate e alla parte correlata in esse coinvolta (Tabella A3.2).

Le operazioni, che hanno presentato un’estrema varietà di casi e situazioni, sono state aggregate in alcune macro-tipologie che consentissero di individuare i fenomeni più rilevanti sottostanti.

Anche le varie tipologie di parti correlate, pure estremamente differenziate, sono state riclassificate distinguendo tra soggetti cosiddetti *insider* (comprendenti i controllanti e gli amministratori), società non controllate dall’emittente ma ad esso legate da rapporti significativi (società collegate e soggette a comune controllo) e società controllate.

Tabella A3.2. CLASSIFICAZIONE DELLE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE PER TIPOLOGIA DI OPERAZIONE E DI CONTROPARTE								
PARTE CORRELATA	INSIDER			SOCIETÀ LEGATE DA RAPPORTI SIGNIFICATIVI			SOCIETÀ CONTROLLATE	Totale
	Soggetto controllante	Amministratore	Totale	Società soggette a comune controllo	Società collegate	Totale		
TIPOLOGIA DI OPERAZIONE								
Conferimenti, cessioni e acquisizioni	13	10	23	8	3	11	29	63
Operazioni sul capitale	2	1	3				3	6
Fusioni e scissioni	1		1		1	1	5	7
Operazioni di finanziamento	3	1	4		1	1	3	8
Totale	19	12	31	8	5	13	40	84

¹⁴⁵ Per l’esattezza, in 8 casi l’emittente ha comunicato due diverse operazioni nello stesso anno solare.

¹⁴⁶ Più precisamente, nell’arco dei cinque anni, in 8 casi uno stesso emittente ha comunicato tre diverse operazioni e in 10 casi le operazioni comunicate da una stessa società quotata sono state due.

In tre casi su quattro, l'operazione ha riguardato la dismissione o l'acquisizione di attività, rami d'azienda o partecipazioni. Tali operazioni sono state realizzate in gran parte con società controllate (29 casi su 63) e in misura considerevole anche con i cosiddetti *insider* (23 casi su 63), che in qualità di amministratori o di soci di controllo dispongono di poteri di gestione e di indirizzo della società quotata. In posizione meno rilevante si collocano, infine, le operazioni di acquisizioni o dismissioni di *asset* intercorse con società collegate e con altre entità sottoposte a comune controllo (11 casi su 63).

Le restanti operazioni hanno avuto ad oggetto aumenti di capitale riservati, operazioni di fusione e scissione infragruppo e operazioni di finanziamento per cassa o per firma tra società del gruppo.

Dal punto di vista della parte correlata con la quale l'operazione ha avuto luogo, è in prima analisi da rilevare la prevalenza (oltre il 47%) delle operazioni con società controllate.

Le operazioni poste in essere con il soggetto controllante o con gli amministratori hanno poi una forte rilevanza, ancor più significativa alla luce delle motivazioni e delle finalità della normativa in esame, costituendo oltre un terzo del totale delle operazioni comunicate nel periodo 2003-2007.

Un'incidenza inferiore è, infine, quella delle operazioni in cui la parte correlata è una società legata alla quotata da rapporti che non configurano forme di controllo, le quali costituiscono circa il 15% del totale dei casi esaminati.

L'analisi descrittiva finora svolta, pur fornendo una prima visione d'insieme dell'esperienza finora maturata, non consente di valutare in misura sufficiente la qualità delle operazioni con parti correlate che sono state oggetto di comunicazione e il grado in cui le evidenze che emergono dall'applicazione dell'art. 71-*bis* possano ritenersi rappresentative dell'operatività con parti correlate nel mercato italiano.

Allo scopo di meglio rispondere a queste ultime finalità, alcuni approfondimenti sono stati compiuti riguardo alla dimensione dell'operazione. Tale variabile è stata valutata tramite un indicatore che rapporta il controvalore¹⁴⁷ dell'operazione stessa, come desunto dal documento informativo ovvero dal comunicato stampa, alla capitalizzazione media degli ultimi 6 mesi della società quotata alla data in cui l'informativa è stata resa al mercato.

L'analisi della dimensione del fenomeno ha riguardato un sottoinsieme delle operazioni complessivamente comunicate nel periodo 2003-2007, cioè quelle per le quali è stato possibile

¹⁴⁷ Il controvalore dell'operazione è stato approssimato dall'ammontare pagato dalla/alla controparte, ovvero, nelle operazioni che hanno comportato un aumento di capitale, dal valore nominale delle azioni di nuova emissione maggiorato dell'eventuale sovrapprezzo, ovvero, nelle operazioni di finanziamento, dall'ammontare massimo ottenibile/erogabile ai sensi dell'accordo.

dedurre il controvalore con un ragionevole grado di approssimazione. Di contro, sono state escluse da questa analisi le operazioni che per la loro stessa natura (ad es. fusioni per incorporazione) ovvero per lo scarso livello di dettaglio del documento informativo o comunicato, mal si prestavano ad una agevole determinazione del numeratore dell'indicatore dimensionale. Pertanto l'approfondimento ha avuto ad oggetto un campione di 63 operazioni tra le 84 di cui è stata data informativa nel periodo 2003-2007.

Tabella A3.3. STATISTICHE DESCRITTIVE DELL'INDICATORE DIMENSIONALE DELLE OPERAZIONI				
NUMERO CASI	MEDIA INDICATORE DIMENSIONALE	MIN INDICATORE DIMENSIONALE	MAX INDICATORE DIMENSIONALE	MEDIANA INDICATORE DIMENSIONALE
63	17,32%	0,02%	142,98%	6,60%

Complessivamente le operazioni esaminate hanno comportato, in media, la movimentazione di un ammontare di risorse superiore al sesto (17,32%) della capitalizzazione di mercato della società che le ha comunicate.

Un esame complessivo delle altre statistiche descrittive (Tabella A3.3) della distribuzione delle operazioni in relazione alla loro dimensione relativa mostra un'ampia variabilità degli indicatori dimensionali calcolati, indicando la presenza, accanto ad una serie di operazioni aventi bassa incidenza in rapporto alla capitalizzazione, di alcune operazioni che hanno visto la movimentazione di un ammontare di risorse persino superiore all'intera capitalizzazione della società quotata.

L'analisi può essere ulteriormente approfondita distinguendo i risultati ottenuti per:

- a) tipologia di operazione;
- b) parte correlata coinvolta;
- c) dimensione della società quotata, misurata dalla capitalizzazione¹⁴⁸.

a) Il dettaglio dell'analisi dell'indicatore dimensionale per tipologia di operazione (Tabella A3.4) indica che le operazioni più rilevanti rientrano nelle categorie di conferimenti, cessioni e acquisizioni, e delle operazioni di finanziamento.

¹⁴⁸ Come in precedenza si tratta della capitalizzazione media a 6 mesi, calcolata alla data in cui l'informativa sull'operazione con parti correlate è stata resa.

Tabella A3.4. INDICATORE DIMENSIONALE PER TIPOLOGIA DI OPERAZIONE					
TIPOLOGIA DI OPERAZIONE	NUMERO CASI	MEDIA INDICATORE DIMENSIONALE	MIN INDICATORE DIMENSIONALE	MAX INDICATORE DIMENSIONALE	MEDIANA INDICATORE DIMENSIONALE
Conferimenti, cessioni e acquisizioni	52	15,56%	0,02%	142,98%	6,15%
Operazioni sul capitale	4	6,02%	2,77%	7,81%	7,47%
Operazioni di finanziamento	7	35,02%	3,87%	103,35%	13,92%
Totale	63	17,32%	0,02%	142,98%	6,60%

Le statistiche descrittive riferite alla prima categoria di operazioni mostrano un'ampia variabilità di risultati per l'indicatore dimensionale la cui distribuzione (riferita a 52 osservazioni) risulta simile a quella dell'intero campione (63 osservazioni), ed è pertanto caratterizzata sia da un ampio numero di operazioni di dimensione contenuta, sia da un più ridotto gruppo di operazioni di dimensione molto rilevante.

Le operazioni sul capitale, sebbene la scarsa numerosità non consenta di trarre indicazioni aventi valenza generale, hanno avuto una dimensione molto più contenuta e meno variabile.

La categoria delle operazioni di finanziamento, infine, presenta livelli piuttosto elevati dell'indicatore dimensionale medio, indicando che tali operazioni hanno mediamente comportato la movimentazione di un ammontare di risorse finanziarie pari al 35% della capitalizzazione di mercato della società che le ha dichiarate. Tale risultato deve essere inoltre letto congiuntamente all'osservazione che queste operazioni si sono svolte non solo con società controllate (e pertanto rientranti nell'area di consolidamento) ma, nell'esperienza finora maturata, anche con il soggetto/entità controllante e in un caso con un amministratore¹⁴⁹, ad evidenza della potenziale rischiosità di operazioni estranee a logiche di finanziamento infragruppo e alle quali ha preso parte un soggetto con poteri decisionali o di indirizzo.

Tabella A3.5: OPERAZIONE E CLASSI DI RILEVANZA DELL'INDICATORE DIMENSIONALE						
	MINORE DELL'1%	TRA L' 1% E IL 5%	TRA IL 5% E IL 10%	TRA IL 10% E IL 25%	MAGGIORE DEL 25%	TOTALE
Conferimenti, cessioni e acquisizioni	11	10	12	8	11	52
Operazioni sul capitale	-	1	2	-	1	4
Operazioni di finanziamento	-	1	1	3	2	7
Totale	11	12	15	11	14	63

¹⁴⁹ Cfr. Tabella A3.2.

Un ulteriore dettaglio può essere fornito in relazione alla distribuzione dei risultati ottenuti per gli indicatori dimensionali, raggruppati nella Tabella A3.5 per classi di rilevanza, rispetto al tipo di operazione effettuata.

A fronte di una distribuzione complessivamente omogenea dei risultati per le diverse classi di rilevanza, il dettaglio delle singole categorie fornisce in prima analisi una riprova del già espresso squilibrio verso valori elevati dell'indicatore per le operazioni di finanziamento.

I dati, inoltre, confermano l'evidenza che le operazioni di importo più contenuto rientrano nella categoria delle acquisizioni e dismissioni di *asset*, pur non mancando casi in cui questo stesso tipo di operazioni ha avuto dimensione molto rilevante.

b) Risulta parimenti utile approfondire l'esistenza di eventuali nessi tra dimensione relativa dell'operazione e parte correlata in essa coinvolta (Tabella A3.6).

Tabella A3.6. INDICATORE DIMENSIONALE PER TIPOLOGIA DI PARTE CORRELATA						
		NUMERO CASI	MEDIA INDICATORE DIMENSIONALE	MIN INDICATORE DIMENSIONALE	MAX INDICATORE DIMENSIONALE	MEDIANA INDICATORE DIMENSIONALE
INSIDER		26	20,14%	0,04%	142,98%	6,00%
	Amministratore	11	8,58%	0,26%	29,78%	
	Soggetto controllante	15	29,92%	0,04%	142,98%	
SOCIETÀ LEGATE DA RAPPORTI SIGNIFICATIVI		10	21,47%	0,26%	86,31%	7,41%
	Società collegate	4	17,80%	3,87%	47,06%	
	Società soggette a comune controllo	6	23,91%	0,26%	86,31%	
SOCIETÀ CONTROLLATE		27	13,28%	0,02%	63,22%	6,95%
Totale		63	17,32%	0,02%	142,98%	6,60%

È innanzitutto da osservare come le categorie di parti correlate che presentano i più elevati valori medi dell'indicatore dimensionale siano quella dei soggetti *insider* e delle società legate all'emittente da rapporti significativi.

Per quanto riguarda la prima categoria, le operazioni poste in essere con il soggetto controllante hanno comportato la mobilitazione di un quantitativo di risorse che si attesta, in media, attorno al 30% della capitalizzazione di mercato della società, e che in alcuni casi la supera in misura considerevole. I dati relativi alle operazioni disposte con gli amministratori, o con entità da questi controllate, indicano una dimensione più contenuta delle stesse, seppure per nulla trascurabile alla

luce del fatto che alcune di tali operazioni sono state compiute con persone fisiche. La lettura di questi risultati pone alcune preoccupazioni in ordine all'incidenza dei rapporti con soggetti che controllano o amministrano l'emittente e alla dimensione degli stessi, a conferma del pericolo, affermato dalla letteratura in materia, che lo *status* di socio di controllo e/o di amministratore permetta l'espropriazione di benefici privati a danno degli azionisti di minoranza.

Per ciò che concerne, invece, la categoria di parte correlata delle società legate da rapporti significativi, i valori elevati dell'indicatore dimensionale sono in misura sostanzialmente equa da attribuire alle due classi di controparti individuate: le società collegate, in cui l'emittente esercita un'influenza notevole, e le società controllate dallo stesso soggetto che controlla l'emittente. La potenziale pericolosità di queste operazioni deve essere valutata soprattutto in riferimento alle cosiddette società "sorelle", afferenti alla sfera di interessi del soggetto controllante e, pertanto, concretamente idonee a costituire un veicolo per l'espropriazione di benefici privati del controllo e per il trasferimento di ricchezza a danno degli altri azionisti della società quotata.

Le operazioni compiute con società controllate presentano, infine, una dimensione relativa più contenuta, benché non irrilevante, e una variabilità inferiore rispetto alle precedenti categorie.

Si può infine proporre un'ultima schematizzazione utile a valutare se e in quale misura, sulla base delle evidenze riscontrate, sia ipotizzabile l'esistenza di un legame tra la stima della dimensione relativa dell'operazione e la parte correlata con cui la stessa è stata realizzata. La Tabella A3.7 evidenzia il numero dei casi in cui il valore dell'indicatore dimensionale in esame si è collocato all'interno di ognuna delle classi di rilevanza individuate, distinguendo i risultati per categoria di parte correlata.

Tabella A3.7: PARTE CORRELATA E CLASSI DI RILEVANZA DELL'INDICATORE DIMENSIONALE							
PARTE CORRELATA		MINORE DELL'1%	TRA L' 1% E IL 5%	TRA IL 5% E IL 10%	TRA IL 10% E IL 25%	MAGGIORE DEL 25%	TOTALE
INSIDER	Amministratore	2	-	7	1	1	11
	Soggetto controllante	1	6	1	2	5	15
Totale		3	6	8	3	6	26
SOCIETÀ LEGATE DA RAPPORTI SIGNIFICATIVI	Società collegate	-	1	1	1	1	4
	Società soggette a comune controllo	1	2	1	-	2	6
Totale		1	3	2	1	3	10
SOCIETÀ CONTROLLATE		7	3	5	7	5	27
Totale		11	12	15	11	14	63

I risultati individuano una distribuzione degli indicatori dimensionali omogenea rispetto alle classi di rilevanza individuate, la quale, pur non evidenziando fenomeni di rilievo, consente comunque di mettere in luce alcune evidenze empiriche di possibile interesse.

Si può, in primo luogo, osservare che le operazioni che hanno avuto la più bassa incidenza sulla capitalizzazione (indicatore dimensionale inferiore all'1%) sono state prevalentemente realizzate nei confronti di società del gruppo controllate dalla quotata.

In secondo luogo, è interessante rilevare come la consistenza delle operazioni intercorse con i soggetti *insider* abbia in due casi su tre superato la soglia di rilevanza del 5% e, in almeno un quinto dei casi anche quella del 25%. Tale dato alimenta ulteriormente le già esposte preoccupazioni in ordine alla pericolosità di operazioni la cui parte correlata è un soggetto/entità che si occupa della gestione della società quotata ovvero è in grado di influenzarla. Risulta a tal fine di evidente interesse la circostanza che, delle 11 operazioni che hanno avuto come controparte un amministratore della quotata, o una società da esso controllata, ben 9 superino la soglia dimensionale del 5% della capitalizzazione di mercato.

Infine, per le altre due classi di controparti, ed in particolare per quella delle società controllate, la cui numerosità consente di trarre qualche indicazione di valenza generale, si può complessivamente osservare una equilibrata distribuzione delle operazioni tra le classi di rilevanza che sono state individuate.

c) L'ultimo livello di approfondimento pone in relazione la dimensione dell'operazione comunicata con il livello di capitalizzazione della società quotata (Tabella A3.8).

Tabella A3.8. INDICATORE DIMENSIONALE PER CAPITALIZZAZIONE DELLA SOCIETÀ QUOTATA					
CLASSE DI CAPITALIZZAZIONE	NUMERO CASI	MEDIA INDICATORE DIMENSIONALE	MIN INDICATORE DIMENSIONALE	MAX INDICATORE DIMENSIONALE	MEDIANA INDICATORE DIMENSIONALE
Bassa (minore di 500 milioni)	46	19,81%	0,07%	142,98%	8,25%
Media (tra i 500 milioni e i 2,5 miliardi)	11	14,16%	0,04%	103,35%	2,93%
Alta (oltre i 2,5 miliardi)	6	4,88%	0,02%	20,51%	1,06%
Totale	63	17,32%	0,02%	142,98%	6,60%

L'osservazione dei risultati rende immediatamente evidente che ad aver reso l'informativa prevista all'art. 71-*bis* del Regolamento Emittenti siano state in assoluta prevalenza società piccole. Nel sottoinsieme delle operazioni di cui si è analizzata la dimensione relativa, oltre il 70% delle società presentava al momento dell'informativa una capitalizzazione inferiore ai 500 milioni di euro.

Neanche il 10% delle 63 operazioni qui analizzate si riferisce a società con capitalizzazione alta (superiore a 2,5 miliardi di euro).

I valori dell'indicatore dimensionale medio sono decrescenti all'aumentare della capitalizzazione. Tale risultato è ovviamente motivato in gran parte dal modo in cui è stato definito l'indicatore dimensionale, il cui denominatore è dato dalla stessa capitalizzazione. I dati suggeriscono, inoltre, che non sembra esistere una correlazione positiva tra dimensione dell'operazione e capitalizzazione di mercato dell'emittente.

Appendice 4. Società destinatarie di alcune previsioni differenziate

Società caratterizzate da particolari assetti proprietari e di controllo

I rischi derivanti dai possibili fenomeni di espropriazione degli azionisti attraverso operazioni con parti correlate sono influenzati, nell'entità e nelle modalità con cui si manifestano, dagli assetti proprietari e di controllo della società che fa ricorso al mercato del capitale di rischio e in particolare dalle possibili forme con cui si articola l'allocazione dei diritti di proprietà e la funzione di controllo, cioè il potere di prendere le decisioni, tra le diverse categorie di soggetti.

Proprio in considerazione delle peculiarità di alcune strutture proprietarie che caratterizzano il mercato italiano e della maggiore delicatezza delle operazioni che intercorrono tra una società quotata o con azioni diffuse ed il soggetto che la controlla, la proposta di regolamentazione sottoposta a consultazione prevede una differenziazione della soglia di rilevanza, limitatamente alle operazioni intercorse con il soggetto controllante, per società caratterizzate da particolari assetti proprietari e di controllo (soglia di rilevanza ridotta dal 5% all'1%).

Si fornisce in questa sede una descrizione delle modalità in cui la separazione tra proprietà e controllo può articolarsi nel nostro ordinamento e una simulazione dell'incidenza di queste particolari configurazioni societarie e di gruppo, rilevanti ai fini della citata disciplina speciale, alla fine del 2007 per le sole società quotate.

Un certo grado separazione tra proprietà e controllo è strutturale nelle società che ricorrono al mercato dei capitali per raccogliere capitale di rischio in quanto per tali società la proprietà è almeno in parte diffusa tra un numero elevato di azionisti mentre la funzione di controllo è necessariamente concentrata nell'organo di amministrazione. Tuttavia, nel mercato italiano la diffusione di strumenti giuridici e organizzativi che consentono a chi detiene il controllo di minimizzare l'impiego di capitale nella società ha storicamente assunto una rilevanza particolare sebbene appaia negli ultimi anni in parziale attenuazione.

Diverse sono le tecniche che consentono di moltiplicare il potere di voto esercitabile dall'azionista di controllo per ogni unità di capitale posseduto.

a) In prima analisi, qualunque strumento giuridico che consenta di derogare al principio di proporzionalità tra titolarità di partecipazioni al capitale e voti esercitabili (“*one-share-one-vote*”) crea i margini per simili situazioni. L'esempio più immediato è quello delle azioni con voto

multiplo (assai diffuse nei paesi scandinavi, in Francia nella forma del voto doppio e disponibile, sebbene di uso limitato, anche nei paesi anglosassoni, ma attualmente non consentite in Italia), dove l'azionista di controllo detiene azioni che hanno diritti patrimoniali uguali alle altre ma un potere di voto maggiorato. All'opposto, ma con analogo risultato, si pone il caso delle azioni senza diritto di voto, o con diritto di voto limitato a determinate questioni che escludono la nomina degli amministratori (come rispettivamente le azioni di risparmio e le azioni privilegiate in Italia), che solitamente vengono offerte agli azionisti di minoranza in cambio di qualche privilegio sui diritti patrimoniali.

In Italia, come noto, le società quotate possono emettere azioni senza diritto di voto nell'assemblea ordinaria fino al 50 per cento del capitale, consentendo, nel caso di pieno utilizzo dello strumento, ad un azionista di detenere il 25% +1 azione del capitale complessivo per controllare la maggioranza assoluta delle azioni ordinarie.

Allo scopo di fornire evidenza della consistenza del fenomeno di emissione di azioni con esclusione o limitazione del diritto di voto in Italia, si riportano le rilevazioni a fine 2007 (Tabella A4.1). È opportuno premettere che la scomposizione dei dati tra società controllate da un unico soggetto e società non controllate sarà utile per identificare il numero di società che, in base alla situazione a fine 2007, sarebbero soggette nelle operazioni con il controllante alla citata riduzione della soglia di rilevanza delle operazioni con parti correlate. A fine 2007, 32 società quotate hanno azioni non votanti in assemblea ordinaria quotate o diffuse, con un peso sulla capitalizzazione totale del mercato pari a quasi il 40%. Di queste, 23 sono società controllate che rappresentano oltre il 16% della capitalizzazione complessiva di mercato. Queste società presentano un'incidenza delle azioni di risparmio o privilegiate mediamente più contenuta (17,7%) rispetto a quanto sarebbe consentito dalla normativa, ad indicazione che l'effetto moltiplicativo sulla partecipazione dell'azionista di controllo assicurato da questo tipo di strumenti non è stato sfruttato pienamente. Tuttavia dal confronto dello stesso dato con le altre società, non controllate, che hanno fatto ricorso a questi strumenti, emerge come il loro utilizzo da parte di controllate sia sensibilmente superiore rispetto alle società non controllate. L'osservazione dell'incidenza delle azioni non votanti in assemblea ordinaria misurata a valori di mercato (capitalizzazione) conferma la presenza di uno sconto di quotazione, fenomeno tipico per questo tipo di strumenti.

	N . SOCIETA'	CAPITALIZZAZIONE (in % TOTALE)	Quota del capitale non votante su totale capitale sociale (in %)	Quota di capitalizzazione azioni non votanti su totale capitalizzazione azioni quotate (in %)
Società controllate	23	16,2%	17,7%	15,8%
Società non controllate	9	22,0%	4,6%	4,5%
Totale	32	38,2%	14,0%	12,6%

Un'ulteriore rappresentazione del fenomeno in esame può essere realizzata distinguendo le società per quota del capitale complessivo rappresentato dalle azioni con esclusione o limitazione del diritto di voto. È infatti interessante notare come il ricorso a tali strumenti in misura più elevata sia prerogativa esclusiva o principale di società che sono controllate da un singolo azionista (Tabella A4.2).

	<10%		10%-25%		>25%	
	N . SOCIETA'	CAPITALIZZAZIONE (in % TOTALE)	N . SOCIETA'	CAPITALIZZAZIONE (in % TOTALE)	N . SOCIETA'	CAPITALIZZAZIONE (in % TOTALE)
Società controllate	11	4,8%	6	3,9%	8	7,9%
Società non controllate	9	21,4%	3	1,9%	-	-
Totale	20	26,2%	9	5,8%	8	7,9%

b) Una tecnica ulteriore che può essere utilizzata per moltiplicare il potere di voto dell'azionista di controllo è quella di costruire una catena di società, l'ultima delle quali detiene le azioni della società quotata, e di coinvolgere azionisti di minoranza nelle società interposte. In tal modo l'azionista di controllo può mantenere il controllo sulla società quotata detenendo la maggioranza dei diritti di voto in ogni società che compone la catena, e ridurre il suo impegno finanziario complessivo. Si tratta del cosiddetto fenomeno delle piramidi societarie, così definite perché un impiego "puro" di questa tecnica porta ad avere una distribuzione del valore del gruppo prevalentemente concentrato alla base, dove si trova la società quotata operativa, mentre la struttura a monte del gruppo tende a ridursi di valore man mano che ci si avvicina al vertice, in quanto ogni livello superiore serve solo a controllare il 51% del livello inferiore.

L'effetto moltiplicativo dell'utilizzo di questo strumento sulla separazione tra proprietà e controllo è teoricamente infinito, crescendo all'aumentare del numero delle società interposte nella catena del controllo.

Un chiarimento sul punto è però indispensabile. Il gruppo piramidale per esercitare tale funzione deve presentare due specifiche caratteristiche:

- le società interposte non devono essere tutte possedute al 100% dalla società posta al livello superiore (altrimenti non si avrebbe l'effetto di diluizione della proprietà);
- le società interposte nella catena devono essere a loro volta società che ricorrono al mercato per raccogliere capitale di rischio (cosiddette "società aperte"), cioè società quotate o con azioni diffuse. Solo in questo caso, cioè coinvolgendo risparmio diffuso ai vari livelli della catena, il gruppo piramidale permette agli azionisti di controllo di minimizzare l'impiego di risorse patrimoniali, senza che sia pregiudicato il controllo della società. Viceversa, se le società interposte sono società "chiuse", l'eventuale partecipazione di azionisti di minoranza al loro capitale è da considerare più come un fenomeno coalizionale che come un meccanismo di separazione tra proprietà e controllo¹⁵⁰.

La qualificazione di questi elementi è essenziale per identificare una separazione tra proprietà (che viene in buona parte diffusa sul mercato) e controllo (che resta nelle mani dell'azionista o di una coalizione di azionisti di riferimento).

Il fenomeno rilevante è pertanto quello dei gruppi costituiti da almeno due società aperte, legate da rapporti di controllo verticale, definibili "gruppi piramidali in senso stretto", in cui almeno una società aperta controlli almeno una società quotata. Esulano invece da questa definizione i gruppi piramidali che comprendano una sola società quotata e i gruppi costituiti da più società quotate sottoposte a comune controllo ma non legate tra loro da relazioni di controllo, definibili gruppi orizzontali.

Allo scopo di valutare l'entità sul mercato italiano della diffusione di assetti proprietari e di controllo che configurano la fattispecie di gruppo piramidale in senso stretto, e di ottenere quindi una simulazione del numero di società che sarebbero destinatarie della riduzione delle soglie di rilevanza per operazioni con il controllante, si forniscono le seguenti evidenze.

¹⁵⁰ Data una certa situazione in cui il socio A detiene una partecipazione del 51% in una società quotata, mentre il socio B detiene l'altro 49%; supposto altresì che tale società detenga il 51% di una altra società quotata, mentre la quota residua del capitale è diffusa sul mercato; non sembra opportuno ritenere che il socio B (in quanto detentore del 49%) abbia un "bisogno di protezione" come un azionista di minoranza di una società quotata. Ma la sua situazione sembra piuttosto assimilabile a quella di un partecipante ad un patto che, pur in una posizione di minoranza, trae il proprio vantaggio dal contemperamento degli interessi che il patto comunque realizza.

Considerando la situazione alla fine del 2007, il fenomeno dei gruppi piramidali in senso stretto coinvolge più di un quinto delle società quotate, il cui valore è pari a poco meno della metà della capitalizzazione complessiva del mercato. Tra queste, però, le società per le quali il gruppo piramidale rappresenta uno strumento di separazione tra proprietà e controllo, che sono le società controllate da una società aperta (nella totalità dei casi si tratta di un'altra società quotata), sono 37 (pari al 12% circa del numero totale di società quotate) e rappresentano circa il 12% della capitalizzazione complessiva del mercato. Gran parte del valore complessivo dei gruppi piramidali (pari al 35% circa della capitalizzazione del mercato) si concentra infatti nelle 26 società quotate che si trovano al vertice della catena, per le quali non si determina l'effetto di diluizione dell'impegno finanziario del soggetto capogruppo (Tabella A4.3).

Tabella A4.3. Distribuzione delle società quotate secondo l'appartenenza a gruppi (dati a fine 2007)			
	N.SOCIETA'	N. SOCIETA' (in % TOTALE)	CAPITALIZZAZIONE (in % TOTALE)
GRUPPI PIRAMIDALI	63	21,2	46,3
società al vertice	26	8,8	34,5
società controllate	37	12,4	11,8
GRUPPI ORIZZONTALI	12	4,0	2,9
SOCIETA' STAND ALONE	222	74,7	50,8
TOTALE SOCIETA' QUOTATE	297	100,0	100,0

Concentrando l'attenzione sulle sole società controllate da un'altra società quotata, la misura della separazione tra proprietà e controllo (calcolata come rapporto tra quota di controllo detenuta e quota di capitale effettivamente investito o quota di possesso integrato) è in media abbastanza contenuta ma significativa: per ogni unità di capitale investito dalla capogruppo, il numero di diritti di voto esercitabili in media dal gruppo di controllo (la cosiddetta leva azionaria) è pari a 1,7, risultato che permane anche ponderando i dati per la capitalizzazione (Tabella A4.4). Per il complesso di tali società la separazione tra proprietà e controllo ottenuta attraverso il ricorso al gruppo piramidale è in media sostanzialmente analoga a quella che si otterrebbe utilizzando appieno la facoltà di emettere azioni senza diritto di voto in assemblea ordinaria (che possono raggiungere il 50% del capitale complessivo determinando una misura della separazione pari a 2).

	QUOTA di CONTROLLO (in %)	QUOTA di POSSESSO INTEGRATO (in %)	LEVA AZIONARIA	LEVA AZIONARIA PONDERATA
GRUPPI PIRAMIDALI	52,3	38,0	1,4	1,2
società al vertice	43,2	43,2	1,0	1,0
società controllate	58,6	34,4	1,7	1,7
GRUPPI ORIZZONTALI	53,6	53,6	1,0	1,0
SOCIETA' STAND ALONE	47,9	47,9	1,0	1,0
TOTALE SOCIETA' QUOTATE	49,9	46,9	1,1	1,1

Ulteriori approfondimenti possono essere compiuti sulla distribuzione delle società controllate da una quotata secondo la misura della leva azionaria (Tabella A4.5). Il valore medio precedentemente riprodotto riflette infatti una pluralità di situazioni in cui l'intensità della separazione tra proprietà e controllo assume valori molto diversi: per 23 società la misura della separazione è inferiore a 2, per 14 società è compresa tra 2 e 5, mentre non sono presenti casi di leva azionaria superiore a 5.

LEVA AZIONARIA	NUMERO SOCIETA'
1 ¹⁵¹	6
1-2	17
2-5	14
>5	-
TOTALE	37

Si può quindi concludere che il fenomeno del gruppo piramidale assume una rilevanza specifica per 37 società, tra le quali 14 (che rappresentano il 5% del mercato in termini di capitalizzazione) riescono a realizzare tramite questo strumento una separazione tra proprietà e controllo superiore rispetto a quella teoricamente conseguibile attraverso l'emissione di azioni senza voto in assemblea ordinaria.

¹⁵¹ La leva è pari a 1 per le società controllate da una società quotata che a sua volta non è controllata da un singolo soggetto. In tal caso infatti la quota di possesso integrata nella società quotata controllata coincide con la quota di controllo.

c) Un caso particolare di deviazione da un principio di libero accesso all'investimento in una società quotata che è ammesso dall'ordinamento italiano è rappresentato dalla previsione in via legislativa o statutaria di limitazioni alle partecipazioni in esse detenibili.

Si forniscono i dati relativi alla presenza e all'incidenza di questa fattispecie sul mercato italiano alla fine del 2007.

Complessivamente le società che presentano limiti al possesso azionario o al diritto di voto sono 22, con un peso di oltre il 40% sulla capitalizzazione complessiva del mercato. Se si escludono le società in cui non è presente un unico soggetto controllante (società non controllate e cooperative), le società cui si applicherebbe la riduzione della soglia di significatività per l'individuazione delle operazioni rilevanti sono 11. Sebbene si tratti di un numero contenuto di società, si rileva come la dimensione delle stesse sia molto rilevante, rappresentando quasi il 25% della capitalizzazione dell'intero mercato azionario (Tabella A4.6).

	N. SOCIETA'	CAPITALIZZAZIONE (in % TOTALE)	Limite medio al possesso azionario (in %)
Società controllate	11	24,6	4,0
Società non controllate	4	12,1	4,0
Cooperative	8	5,0	0,5
Totale	22	41,7	2,8

d) Infine, un ulteriore strumento giuridico recentemente introdotto nell'ordinamento italiano in grado di favorire fenomeni di dissociazione tra gli interessi degli azionisti di minoranza e quelli degli azionisti di controllo è rappresentato dalla disciplina dell'attività di direzione e coordinamento prevista agli artt. 2497 e ss. c.c.

A fine 2007, le società quotate soggette ad attività di direzione e coordinamento risultano essere 59, e rappresentano complessivamente il 9% del mercato in termini di capitalizzazione (Tabella A4.7). Seppure non influente ai fini della riduzione delle soglie di rilevanza, è utile distinguere all'interno dei 59 casi il numero di società per le quali il soggetto che svolge attività di direzione e coordinamento è costituito da una società quotata (21 casi). La prospettata modifica dell'art. 37 del Regolamento Mercati, in riferimento alle condizioni che inibiscono la quotazione di società soggette a direzione e coordinamento, renderebbe queste 21 società destinatarie di più stringenti requisiti nella composizione degli organi di amministrazione.

	N. SOCIETA'	CAPITALIZZAZIONE (in % TOTALE)
Società soggette a direzione e coordinamento di altra società quotata	21	6,3%
Società soggette a direzione e coordinamento di soggetto non quotato	38	2,7%
Totale	59	9,0%

In sintesi, la riduzione delle soglie di rilevanza delle operazioni con parti correlate sarebbe, secondo le precedenti simulazioni aggiornate a fine 2007, applicabile ad un numero complessivo di 97 società quotate le quali rappresentano quasi la metà dell'intero mercato in termini di capitalizzazione (Tabella A4.8). Tale risultato è stato ottenuto verificando dapprima il numero di società che ricadono in ognuna delle quattro situazioni delineate nel § 1.2 della bozza di Allegato 3I al Regolamento Emittenti. Successivamente, le evidenze sono state ricondotte alle sole società quotate in cui è presente un soggetto controllante, poiché è solo per le operazioni con questo tipo di parte correlata (o con i soggetti ad essa correlati che risultino a loro volta correlati alla società) che si verifica la riduzione della soglia di rilevanza. Infine, la numerosità complessiva è stata ulteriormente aggiustata per tener conto dei casi di sovrapposizione per una stessa società tra due o più situazioni che configurano l'abbassamento della soglia di rilevanza.

	TOTALE SOCIETA'		SOCIETA' IN CUI È PRESENTE UN SOGGETTO CONTROLLANTE	
	N.	CAPITALIZZAZIONE (in % TOTALE)	N.	CAPITALIZZAZIONE (in % TOTALE)
Esclusione e/o limitazione diritto di voto	32	38,2%	23	16,2%
Società quotate controllate da altra società quotata	63	46,3%	37	11,8%
Limiti al possesso azionario	22	41,7%	11	24,6%
Soggette ad attività di direzione e coordinamento	59	9,0%	59	9,0%
TOTALE SOCIETÀ (AL NETTO DI SOVRAPPOSIZIONI)			97	47,7%

Per completezza si ricorda che l'abbassamento della soglia di rilevanza all'1% si applica anche alle società con azioni diffuse che versano in una delle quattro situazioni sopra illustrate. Anche per tali società è stata condotta una simulazione degli effetti dell'applicazione di tale disposizione, con

l'esclusione della condizione legata alla presenza di limiti al possesso azionario o all'esercizio del diritto di voto, per la quale non si disponeva delle informazioni necessarie.

Applicando le restanti condizioni all'insieme delle società con azioni diffuse in cui è presente un soggetto controllante alla data del 1 gennaio 2008 (ultima data di aggiornamento dell'elenco di tali società), si ottiene che la soglia di rilevanza sarebbe ridotta all'1% per 30 società (su un totale di 57 società controllate) nella quasi totalità dei casi per la presenza di un azionista che esercita l'attività di direzione e coordinamento (29 casi in 17 dei quali tale azionista è una società quotata). In un solo caso l'abbassamento della soglia di rilevanza sarebbe determinato dall'emissione di azioni privilegiate diffuse tra il pubblico.

Società con azioni diffuse, di minori dimensione e di recente quotazione

La regolamentazione proposta prevede la possibilità per alcuni tipi di società di limitarsi all'applicazione delle meno stringenti procedure stabilite in conformità ai principi per le operazioni con parti correlate diverse da quelle rilevanti.

Come illustrato nel capitolo 4 del documento di consultazione, tale scelta è motivata dall'intento di non appesantire in misura eccessiva la struttura organizzativa e procedurale delle società con azioni diffuse e delle società quotate di minori dimensioni e di consentire alle società quotate di recente quotazione di poter disporre di un periodo di adeguamento alle istanze organizzative e gestionali richieste per la piena applicazione della disciplina delle operazioni con parti correlate.

Si fornisce in questa sede una simulazione del numero di società che risulterebbero destinatarie della possibilità di non applicare i più stringenti principi procedurali previsti per le operazioni rilevanti con parti correlate.

In primo luogo, la limitazione prevista all'art.x.6 della bozza di regolamento riguarda le società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante. L'elenco pubblicato dalla Consob e aggiornato al 1° gennaio 2008 indica la presenza di 90 emittenti titoli diffusi, dei quali 86 hanno emesso azioni diffuse presso il pubblico (Tabella A4.9).

Tabella A4.9. Emittenti titoli diffusi per tipologia di titolo (dati al 1° gennaio 2008)	
Titoli diffusi	N. SOCIETA'
Azioni	86
Altri titoli	4
TOTALE EMITTENTI TITOLI DIFFUSI	90

In secondo luogo, le società di minori dimensioni sono definite come quelle società per cui, in occasione della pubblicazione della soglia per la presentazione della lista di minoranza di cui all'art. 144-*septies* del Regolamento Emittenti, la Consob abbia accertato per l'esercizio 2007 una capitalizzazione di mercato non superiore ai 500 milioni di euro. In base ai dati pubblicati dalla Consob in attuazione del citato articolo, la presente disposizione si applicherebbe ad un numero complessivo di 171 società.

È opportuno ricordare che la possibilità di adottare le procedure meno rigorose permane per le 171 società in questione solo qualora successivamente al 2007, la capitalizzazione accertata dalla Consob non superi per tre anni consecutivi la soglia dei 500 milioni di euro. Specularmente, le altre società per le quali, successivamente all'esercizio del 2007, venga accertata per tre anni consecutivi dalla Consob una capitalizzazione inferiore ai 500 milioni di euro, acquisiranno lo *status* di società di minori dimensioni ai fini della disciplina delle operazioni con parti correlate.

Infine, la possibilità di adottare le procedure meno rigorose è stata attribuita alle società di recente quotazione, ad esclusione di quelle risultanti da un'operazione di fusione o scissione che abbia coinvolto una società quotata non di recente quotazione. La qualifica in questione permane per il periodo intercorrente tra momento di inizio delle negoziazioni e l'approvazione del bilancio relativo al secondo esercizio successivo a quello in cui è avvenuta la quotazione.

Per fornire una stima del possibile numero di società che potrebbero rientrare nella definizione di società di recente quotazione, sono state considerate le società i cui titoli sono stati ammessi alle negoziazioni successivamente al 1° gennaio 2006. Per tali società, infatti, l'approvazione del bilancio del secondo esercizio successivo alla quotazione (esercizio 2008 o successivo) non avverrà prima della primavera 2009. A marzo 2008, è possibile individuare 49 casi di società di recente quotazione di cui si riporta anche la classe di capitalizzazione, ove accertata per l'esercizio 2007 in conformità con l'art. 144-*septies* (Tabella A4.10).

L'osservazione delle classi di capitalizzazioni (escluse le società quotate nel 2008 e quelle che hanno concluso l'esercizio 2007 dopo il 31 dicembre 2007), suggerisce inoltre che 36 delle società neoquotate, rientrano anche nella precedente categoria di società di minori dimensioni.

Tabella A4.10. Società di recente quotazione (quotatesi a partire dal 1° gennaio 2006)		
ANNO QUOTAZIONE	CLASSE DI CAPITALIZZAZIONE (esercizio 2007)	N. SOCIETA'
2006	<= 500 milioni di €	16
	> 500 milioni di € e <= 1 miliardo di €	3
	> 1 miliardi di € e <= 2,5 miliardi di €	1
	> 2,5 miliardi di € e <= 5 miliardi di €	1
	Totale 2006	21
2007	<= 500 milioni di €	20
	> 500 milioni di € e <= 1 miliardo di €	1
	> 1 miliardi di € e <= 2,5 miliardi di €	2
	> 2,5 miliardi di € e <= 5 miliardi di €	1
	Non accertata a fine 2007	2
	Totale 2007	26
2008	Non accertata	2
TOTALE NEOQUOTATE		49

Il complesso della precedenti simulazioni consente di identificare il numero complessivo delle società che sarebbero destinatarie delle previsioni di cui all'art. x.6 della proposta di regolamento (Tabella A4.11).

Le evidenze in precedenza ottenute devono essere tuttavia depurate dai già illustrati casi di sovrapposizione tra società di minore dimensione e società di recente quotazione e dai casi di società quotate soggette a direzione e coordinamento ovvero controllate da una quotata, per le quali la facoltà prevista dall'art. x.6 della bozza di regolamento non trova applicazione.

Tabella A4.11. Società destinatarie della facoltà di limitarsi alle procedure per operazioni non rilevanti (dati a fine 2007)	
	N. SOCIETA'
SOCIETÀ QUOTATE	
Società di minori dimensioni	171
Società neoquotate	49
TOTALE SOCIETÀ QUOTATE AL NETTO DI SOVRAPPOSIZIONI	184
TOTALE SOCIETÀ QUOTATE AL NETTO DI QUELLE SOGGETTE A DIREZIONE E COORDINAMENTO E CONTROLLATE DA ALTRA QUOTATA	145
EMITTENTI AZIONI DIFFUSE	86
TOTALE SOCIETÀ QUOTATE E EMITTENTI AZIONI DIFFUSE	231

Appendice 5: La bozza di articolato

BOZZA ARTICOLATO OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE IN ATTUAZIONE ART. 2391 BIS C.C.

PARTE I FONTI NORMATIVE E DEFINIZIONI

Art. 2 Definizioni

1. Nel presente regolamento si intendono per:

.....

h) “parti correlate”: i soggetti definiti tali dal principio contabile internazionale concernente l’informativa di bilancio sulle operazioni con parti correlate, adottato secondo la procedura di cui all’articolo 6 del regolamento (CE) n. 1606/2002;

h-bis) “operazioni con parti correlate”: le operazioni definite tali dal principio contabile internazionale concernente l’informativa di bilancio sulle operazioni con parti correlate, adottato secondo la procedura di cui all’articolo 6 del regolamento (CE) n. 1606/2002;

.....

p) “operazioni atipiche o inusuali”: le operazioni con caratteristiche atipiche o inusuali rispetto alla normale gestione d’impresa, per natura della controparte, oggetto della transazione, modalità di determinazione del prezzo o tempistica (prossimità della chiusura dell’esercizio sociale);

q) “amministratori indipendenti”: gli amministratori in possesso dei requisiti di indipendenza stabiliti per i sindaci dall’articolo 148, comma 3, del Testo unico 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.

.....

**PARTE III
EMITTENTI**

**TITOLO II
INFORMAZIONE SOCIETARIA**

Capo XX
Operazioni con parti correlate

Art. x.1

Ambito di applicazione

1. Ferma la disciplina di cui agli articoli 2373, 2393¹⁵², 2497-*bis* e 2497-*ter* del codice civile nonché quella di cui agli articoli 53 e 136 del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, e relative norme di attuazione, il presente Capo detta i principi ai quali le società italiane con azioni quotate in mercati regolamentati e con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante (di seguito nel presente Capo, unitariamente, “le società”) si attengono al fine di assicurare la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate realizzate direttamente o per il tramite di società controllate.

2. Le società valutano se individuare come parti correlate rilevanti ai fini del presente Capo ulteriori soggetti rispetto a quelli definiti tali ai sensi del presente regolamento. A tal fine, esse tengono conto, in particolare, degli assetti proprietari, di eventuali vincoli contrattuali rilevanti ai fini dell'art. 2359, primo comma, n. 3), del codice civile nonché delle discipline di settore alle stesse eventualmente applicabili in materia di parti correlate.

Art.x.2

Adozione di procedure interne

1. I consigli di amministrazione delle società adottano, secondo i principi indicati nel presente Capo, procedure interne che assicurano la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate. In particolare, tali procedure:

- a) identificano le parti correlate e le operazioni a cui applicare le regole del presente Capo;
- b) stabiliscono le modalità con cui si istruiscono e si approvano le operazioni con parti correlate, fissando specifiche regole per le operazioni da realizzare tramite società controllate;
- c) specificano le informazioni e la documentazione che devono essere fornite agli organi competenti a deliberare sulle operazioni con parti correlate e agli organi di amministrazione e controllo dopo l'esecuzione delle stesse;
- d) fissano le modalità e i tempi con i quali le informazioni e la documentazione di cui alla lettera c) devono essere fornite.

¹⁵² *Rectius*, art. 2391 del codice civile.

2. Nell'assunzione delle delibere sulle procedure interne e sulle relative modifiche da parte dei consigli di amministrazione, ferme restando le competenze dell'assemblea straordinaria per le modifiche statutarie conseguenti alle stesse:

a) un ruolo determinante è svolto da un comitato, anche appositamente costituito, nominato e composto da amministratori indipendenti o, qualora sia presente un solo amministratore indipendente, da quest'ultimo ovvero, in mancanza di un amministratore indipendente, dall'organo di controllo;

b) sono salvaguardate le esigenze di coordinamento con le procedure sull'informazione finanziaria di cui all'articolo 154-*bis* del Testo unico.

3. L'organo di controllo vigila sulla conformità delle procedure interne adottate ai principi generali indicati nel presente Capo e ne riferisce all'assemblea ai sensi dell'articolo 2429, comma 2, del codice civile ovvero dell'articolo 153 del Testo unico.

4. Le procedure interne e le relative modifiche, fermo l'obbligo di pubblicità nella relazione annuale sulla gestione, sono pubblicate senza indugio nel sito internet delle società.

5. I soggetti controllanti e gli altri soggetti indicati nell'articolo 114, comma 5, del TUF che siano parti correlate delle società, forniscono a queste ultime le informazioni necessarie al fine di consentire l'identificazione delle parti correlate ai sensi del comma 1, lettera a).

Art. x. 3

*Informazione al pubblico sulle operazioni rilevanti con parti correlate*¹⁵³

1. Ferma la disciplina di cui agli articoli 70 e 71, in occasione di operazioni rilevanti con parti correlate, da realizzare anche tramite società controllate, le società predispongono un documento informativo redatto in conformità all'Allegato 3B.

2. Le procedure interne individuano i criteri per identificare le operazioni rilevanti con parti correlate, in modo da includere almeno le operazioni di cui all'allegato 3I.

3. Sono incluse tra le operazioni rilevanti con parti correlate anche quelle concluse con una stessa parte correlata, o con soggetti a quest'ultima correlati che risultino a loro volta correlati alla società, qualora, pur non rientrando singolarmente tra quelle individuate ai sensi del comma 2, esse superino le soglie di rilevanza in un periodo di dodici mesi ove cumulativamente considerate.

4. Il documento informativo di cui al comma 1 è messo a disposizione del pubblico senza indugio con le modalità indicate nell'articolo 66, anche in ottemperanza, ove applicabile, dell'art. 114, comma 1, del Testo unico, dopo l'approvazione dell'operazione da parte del consiglio di amministrazione o da parte del comitato ristretto composto da amministratori indipendenti di cui all'art. x.4, comma 1, lettera a) ovvero dopo l'approvazione da parte del consiglio di amministrazione della proposta da sottoporre all'approvazione dell'assemblea. Nell'ipotesi in cui un'operazione rilevante sia determinata da una pluralità di operazioni con una stessa parte correlata o con soggetti a quest'ultima correlati ai sensi del comma 3, il documento informativo è messo a disposizione del pubblico senza indugio dopo l'approvazione dell'operazione che determina la

¹⁵³ Tale norma sostituisce l'art. 71-*bis* del Regolamento Emittenti che viene abrogato.

rilevanza e contiene informazioni su tutte le operazioni concluse nel periodo di dodici mesi con la medesima parte correlata.

5. Le società mettono senza indugio a disposizione del pubblico, in allegato al documento informativo di cui al comma 1 o sul sito internet, gli eventuali pareri di amministratori indipendenti e di esperti indipendenti.

Art. x. 4

Procedure per le operazioni rilevanti con parti correlate

1. Le procedure interne, al fine di assicurare la trasparenza e la correttezza sostanziale delle operazioni rilevanti con parti correlate, che per legge o per statuto non siano di competenza dell'assemblea, prevedono almeno:

- a) una riserva di competenza a deliberare in capo al consiglio di amministrazione ovvero, qualora, in base alle norme, anche di settore, applicabili alle singole società, l'operazione sia delegabile, in capo ad un comitato ristretto, anche appositamente costituito, composto da amministratori indipendenti;
- b) qualora la competenza a deliberare sia attribuita al consiglio di amministrazione, un ruolo determinante degli amministratori indipendenti, che non abbiano interessi nell'operazione ai sensi dell'art. 2391 del codice civile, nella conduzione delle trattative e nella fase istruttoria; nell'approvazione dell'operazione, un ruolo determinante degli amministratori indipendenti, qualora, in base alle norme, anche di settore, applicabili alle singole società, l'operazione sia delegabile o un parere preventivo da parte degli stessi, qualora l'operazione non sia delegabile;
- c) qualora la competenza a deliberare spetti al comitato ristretto di cui alla lettera a), la partecipazione di quest'ultimo alla conduzione delle trattative e all'istruttoria della deliberazione, con la facoltà per lo stesso comitato di delegare tali compiti a uno o più dei suoi componenti;
- d) la facoltà degli amministratori indipendenti di farsi assistere, a spese della società, da uno o più esperti indipendenti di loro scelta che non abbiano, neppure indirettamente, interessi nell'operazione;
- e) qualora la società abbia un solo amministratore indipendente che non abbia interessi nell'operazione ai sensi dell'art. 2391 del codice civile, l'attribuzione in capo a quest'ultimo delle competenze di cui alla lettera b);
- f) un approfondito e documentato esame, nella fase istruttoria e nella fase deliberativa, delle motivazioni dell'operazione, dell'interesse della società al suo compimento, della convenienza e della correttezza delle condizioni della stessa. Qualora le condizioni economiche dell'operazione, ad esito dell'istruttoria, siano definite equivalenti a quelle di mercato o standard, ossia analoghe a quelle usualmente praticate nei confronti di parti non correlate di corrispondente natura e rischio, la documentazione predisposta contiene oggettivi elementi di riscontro;
- g) che all'organo competente a deliberare sull'operazione siano fornite con congruo anticipo informazioni complete e adeguate;
- h) specifiche regole per le ipotesi di mancanza di amministratori indipendenti che non abbiano interessi nell'operazione ai sensi dell'art. 2391 del codice civile;
- i) un'adeguata e completa informazione almeno trimestrale al consiglio di amministrazione sull'esecuzione delle operazioni.

2. Le società, anche ai sensi dell'articolo 154-ter del Testo unico, forniscono un'informazione analitica sulle singole operazioni rilevanti con parti correlate concluse nel periodo di riferimento, nonché sulle modifiche delle operazioni rilevanti descritte nell'ultima relazione annuale, nella

relazione intermedia sulla gestione e nella relazione sulla gestione annuale rese pubbliche successivamente alla conclusione delle stesse operazioni.

3. Le società individuano procedure interne per le valutazioni relative alle operazioni rilevanti con parti correlate da realizzare tramite società controllate, tenendo conto, in quanto compatibili, delle previsioni del presente articolo.

Art. x. 5

Procedure per le altre operazioni

1. Ove le società non prevedano l'applicazione della procedura di cui all'art. x.4 anche per le operazioni con parti correlate diverse dalle operazioni rilevanti con parti correlate, esse individuano un'ulteriore procedura per tali operazioni, anche nelle ipotesi in cui la competenza a deliberare spetti all'assemblea, prevedendo almeno:

a) che l'operazione sia approvata previo parere degli amministratori indipendenti, che non abbiano interessi nell'operazione ai sensi dell'art. 2391 del codice civile;

b) la facoltà degli amministratori indipendenti di cui alla lettera a) di farsi assistere, a spese della società, da uno o più esperti indipendenti di loro scelta che non abbiano, neppure indirettamente, interessi nell'operazione;

c) un approfondito e documentato esame, nella fase istruttoria e nella fase deliberativa, delle motivazioni dell'operazione, dell'interesse della società al suo compimento, della convenienza e della correttezza delle condizioni della stessa. Qualora le condizioni economiche dell'operazione, ad esito dell'istruttoria, siano definite equivalenti a quelle di mercato o standard, ossia analoghe a quelle usualmente praticate nei confronti di parti non correlate di corrispondente natura e rischio, la documentazione predisposta contiene oggettivi elementi di riscontro;

d) che all'organo competente a deliberare sull'operazione siano fornite con congruo anticipo informazioni complete e adeguate;

e) specifiche regole per le ipotesi di mancanza di amministratori indipendenti che non abbiano interessi nell'operazione ai sensi dell'art. 2391 del codice civile

f) un'adeguata e completa informazione almeno trimestrale al consiglio di amministrazione sull'esecuzione delle operazioni.

2. Le società individuano procedure interne per le valutazioni relative alle operazioni con parti correlate diverse dalle operazioni rilevanti con parti correlate da realizzare tramite società controllate, tenendo conto, in quanto compatibili, delle previsioni del comma 1.

Art.x.6

Disciplina per determinate tipologie di società

1. Ferma la disciplina di cui all'articolo x.3, le società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante, le società quotate di minori dimensioni e le società di recente quotazione possono applicare alle operazioni rilevanti con parti correlate, in deroga all'articolo x.4, una procedura individuata conformemente alle disposizioni dell'articolo x.5. Non possono avvalersi di tale facoltà le società quotate soggette ad attività di direzione e coordinamento e le società quotate controllate, anche indirettamente, da una società italiana o estera con azioni quotate in mercati regolamentati.

2. Sono società di minori dimensioni, ai fini del comma 1, le società con azioni quotate per le quali la Consob abbia accertato una capitalizzazione di mercato inferiore o uguale a 500 milioni di euro in attuazione dell'articolo 144-septies, comma 1, del presente Regolamento con riferimento all'esercizio 2007. Le società di minori dimensioni non possono più qualificarsi tali nel caso in cui

la capitalizzazione di mercato, accertata dalla Consob in attuazione dell'articolo 144-*septies*, comma 1, per gli esercizi successivi a quello relativo al 2007, superi per tre anni consecutivi la soglia di 500 milioni di euro. In tale caso, le procedure vengono adeguate ai principi di cui all'articolo x.4 entro novanta giorni dalla prima assemblea convocata successivamente all'accertamento della Consob. Le società acquisiscono la qualifica di società di minori dimensioni nel caso in cui la capitalizzazione di mercato, accertata dalla Consob in attuazione dell'articolo 144-*septies*, comma 1, per gli esercizi successivi a quello relativo al 2007, sia inferiore per tre anni consecutivi alla soglia di 500 milioni di euro.

3. Sono società di recente quotazione, ai fini del comma 1, le società con azioni quotate nel periodo compreso tra la data di inizio delle negoziazioni e la data di approvazione del bilancio relativo al secondo esercizio successivo a quello di quotazione. Decorso tale periodo, le società acquisiscono la qualifica di società di minori dimensioni nel caso in cui la capitalizzazione di mercato, accertata dalla Consob in attuazione dell'articolo 144-*septies*, comma 1, con riferimento all'ultimo esercizio, sia inferiore alla soglia di 500 milioni di euro. Non possono definirsi società di recente quotazione le società risultanti dalla fusione o dalla scissione di una o più società con azioni quotate che non siano a loro volta di recente quotazione.

Art. x.7

Operazioni di competenza assembleare

1. Quando per legge o per statuto un'operazione rilevante con parti correlate è di competenza dell'assemblea, tali procedure prevedono:

- a.1) l'applicazione almeno delle disposizioni di cui all'articolo x. 5, in quanto compatibili, nella fase di approvazione della proposta da sottoporre all'assemblea e di convocazione di quest'ultima da parte del consiglio di amministrazione;
- a.2) che l'efficacia della deliberazione assembleare, fermo quanto previsto dagli articoli 2368, comma 3, e 2373 del codice civile, sia subordinata a modalità di approvazione volte ad evitare che l'esito della votazione sia determinato dalle parti correlate interessate all'operazione o da soggetti alle stesse correlati, che risultino a loro volta correlati alle società. Le procedure possono prevedere che tale condizione sia applicabile solo se in assemblea sia presente almeno una determinata quota del capitale sociale, escludendo quella detenuta dalle parti correlate interessate all'operazione o da soggetti alle stesse correlati, che risultino a loro volta correlati alle società. Tale quota non può essere superiore a quella accertata dalla Consob in attuazione dell'articolo 144-*septies*, comma 1;

ovvero, in alternativa,

- b) l'applicazione almeno delle disposizioni di cui all'articolo x.4, in quanto compatibili, nella fase della conduzione delle trattative, nella fase istruttoria e nella fase di approvazione della proposta da sottoporre all'assemblea e di convocazione di quest'ultima da parte del consiglio di amministrazione.
2. Le società, ai sensi dell'art. 114, comma 5, del TUF, almeno dieci giorni prima di quello fissato per l'assemblea convocata per deliberare su un'operazione rilevante con parti correlate, mettono a disposizione del pubblico, presso la sede sociale e la società di gestione del mercato, il documento informativo di cui all'articolo x.3 con gli eventuali aggiornamenti.

Art. x.8
Casi di esclusione

1. Nell'individuare le operazioni rilevanti con parti correlate di cui agli articoli x.3 e x.4. e le operazioni soggette alle procedure di cui agli articoli x. 5, ferma l'applicazione della disposizione di cui all'articolo x.4, comma 2, le società possono escludere le seguenti operazioni:

- a) operazioni con società controllate, purché in tali società non vi siano interessi di altre parti correlate, quali, ad esempio, quelli collegati al possesso di azioni e/o di strumenti finanziari partecipativi o da forme di remunerazione legate ai risultati delle medesime società;
- b) operazioni svolte in attuazione di piani di compensi basati su strumenti finanziari approvati dall'assemblea ai sensi dell'art. 114-*bis* del Testo unico.

2. Le procedure interne possono individuare, motivandone la scelta, criteri per l'identificazione di operazioni di importo esiguo alle quali non applicare:

- a) la disciplina di cui all'articolo x.3 e le procedure di cui agli articoli x.4 e x.7, con riguardo alle operazioni identificate come rilevanti sulle base dei criteri qualitativi di cui all'allegato 3I, punto 2;
- b) le procedure di cui all'articolo x.5, per le operazioni diverse dalle operazioni con parti correlate rilevanti.

Art. x. 9
Delibere-quadro

1. Se, per determinate categorie di operazioni, le procedure interne ammettono delibere-quadro relative a serie di operazioni omogenee con la medesima parte correlata, tali procedure prevedono almeno:

- a) regole che, al fine di assicurare la trasparenza e la correttezza sostanziale delle operazioni, tengano conto, in quanto compatibili, delle disposizioni di cui agli articoli x.3, x.4 e x.5, a seconda del prevedibile ammontare delle operazioni da realizzare nel periodo di riferimento;
- b) che le delibere-quadro non abbiano efficacia superiore a un anno e si riferiscano a operazioni sufficientemente determinate, riportando almeno l'ammontare prevedibile delle operazioni da realizzare nel periodo di riferimento e la motivazione delle condizioni previste;
- c) che le singole operazioni concluse nell'ambito di delibere-quadro siano oggetto di completa ed adeguata comunicazione al consiglio d'amministrazione almeno ogni tre mesi.

2. Le società possono escludere dall'applicazione delle disposizioni di cui al comma 1 le delibere-quadro riguardanti operazioni comprese tra quelle di cui all'articolo x.8, comma 1, o di importo complessivo prevedibilmente esiguo ai sensi dell'art. x.8, comma 2.

Art. x. 10

Sistema di amministrazione e controllo dualistico

1. Nelle società che adottano il sistema di amministrazione e controllo dualistico, le norme del presente Capo che fanno riferimento al consiglio di amministrazione e ai suoi componenti si applicano al consiglio di gestione e ai suoi componenti e le norme che fanno riferimento all'organo di controllo si applicano al consiglio di sorveglianza. Le procedure possono prevedere che i pareri preventivi degli amministratori indipendenti previsti dagli articoli x.4 e x.5 siano rilasciati dal comitato di controllo interno costituito nell'ambito del consiglio di sorveglianza, ove presente, o, comunque, da un comitato costituito nell'ambito dello stesso consiglio.

2. Ove sulle operazioni con parti correlate sia chiamato a deliberare il consiglio di sorveglianza, le società adottano procedure conformi agli articoli x.4, x.5 e x.6, in quanto compatibili, per quanto concerne la fase di conduzione delle trattative, la fase istruttoria e la fase di approvazione da parte del consiglio di gestione delle proposte da sottoporre al consiglio di sorveglianza. Con riguardo alla fase della deliberazione da parte del consiglio di sorveglianza, le procedure prevedono almeno che:

- a) le operazioni siano approvate, previo parere del comitato di controllo interno costituito nell'ambito del consiglio di sorveglianza, ove presente, ovvero di un altro comitato costituito nell'ambito dello stesso consiglio;
- b) ove i consiglieri di sorveglianza abbiano un interesse, per conto proprio o di terzi nell'operazione, debbano darne notizia agli altri consiglieri, precisandone la natura, i termini, l'origine e la portata;
- c) la deliberazione del consiglio di sorveglianza rechi adeguata motivazione delle ragioni e della convenienza per la società dell'operazione.

3. In mancanza di un consigliere di gestione indipendente privo di interessi nell'operazione ai sensi dell'articolo 2391 del codice civile, le procedure prevedono regole che assicurino la correttezza sostanziale dell'operazione, disponendo almeno:

- a) che l'operazione sia approvata previo parere del comitato di controllo interno costituito nell'ambito del consiglio di sorveglianza, ove presente, o, comunque, da un comitato costituito nell'ambito dello stesso consiglio;
- b) per le operazioni rilevanti con parti correlate, oltre a quanto previsto dalla lettera a), che il consiglio di sorveglianza nomini, a spese della società, un esperto indipendente individuato dal comitato per il controllo interno costituito nell'ambito dello stesso consiglio ovvero, in assenza di tale comitato, individuato con il voto favorevole del consigliere di sorveglianza ovvero della maggioranza dei consiglieri di sorveglianza eletti dalle minoranze, ove presenti.

Art.x.11

Disposizioni transitorie

1. Le società adottano le regole previste nel presente Capo entro [...da definire.....].

2. Le società possono differire l'efficacia delle le regole adottate non oltre i trenta giorni dalla delibera di adozione.

* * *

Società soggette ad attività di direzione e coordinamento

Si propone di modificare l'art. 37 del Regolamento Mercati che, in forza della delega di cui all'art. 62, comma 3-bis, lettera b), del Testo unico¹⁵⁴, prevede i requisiti che inibiscono la quotazione di azioni di società controllate sottoposte all'attività di direzione e coordinamento di altra società, come segue:

Art. 37 del Regolamento Mercati
Condizioni che inibiscono la quotazione di azioni di società controllate sottoposte all'attività di direzione e coordinamento di altra società

1. Le azioni di società controllate sottoposte all'attività di direzione e coordinamento di un'altra società non possono essere ammesse alle negoziazioni in un mercato regolamentato italiano ove tali società:

a)

b)

c)

d) ~~non dispongano di amministratori indipendenti in numero tale da garantire che il loro giudizio abbia un peso significativo nell'assunzione delle decisioni consiliari. Ai fini della valutazione dell'indipendenza e dell'adeguatezza del numero dei predetti amministratori si fa riferimento ai criteri generali stabiliti dalle società di gestione dei mercati regolamentati, tenuto conto delle migliori prassi disciplinate dai codici di comportamento redatti dalle medesime società o da associazioni di categoria.~~ non dispongano di un comitato di controllo interno composto da amministratori in possesso dei requisiti di indipendenza stabiliti per i sindaci dall'articolo 148, comma 3, del Testo unico ovvero, se previsti dallo statuto, dei requisiti previsti da codici di comportamento promossi da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria¹⁵⁵. Ove istituiti, anche gli altri comitati raccomandati da codici di comportamento promossi da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria sono composti da amministratori indipendenti. Per le società controllate sottoposte all'attività di direzione e coordinamento di altra società italiana o estera con azioni quotate in mercati regolamentati è altresì richiesto un consiglio di amministrazione composto in maggioranza da amministratori indipendenti. Ai fini della presente lettera d), non possono essere qualificati amministratori indipendenti coloro che ricoprono la carica di amministratore nella società o nell'ente che esercita attività di direzione e coordinamento o nelle società quotate controllate da tale società o ente. Per le società che adottano il sistema di amministrazione e controllo dualistico è, invece, richiesta la costituzione di un comitato per il controllo interno nell'ambito del consiglio di sorveglianza, presieduto da un consigliere eletto dalla minoranza, ove presente.

¹⁵⁴ Secondo l'art. 62, comma 3-bis, lettera b), del TUF: "La Consob determina con proprio regolamento:

.....

b) le condizioni in presenza delle quali non possono essere quotate le azioni di società controllate sottoposte all'attività di direzione e coordinamento di altra società; ...".

¹⁵⁵ Anche nel Regolamento Mercati verrà inserita una definizione di amministratori indipendenti uguale a quella proposta nell'articolo 2 del Regolamento Emittenti.

Art. 51 del Regolamento Mercati
Disposizioni transitorie e finali

.....

6. Le società controllate sottoposte all'attività di direzione e coordinamento di un'altra società si adeguano alle disposizioni di cui all'art. 37, comma 1, lettera d), entro [trenta giorni] dalla prima assemblea convocata per il rinnovo del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza dopo il [.....da definire.....].

INDIVIDUAZIONE DELLE OPERAZIONI RILEVANTI CON PARTI CORRELATE

1. Le procedure interne individuano **criteri di tipo quantitativo** per l'identificazione delle **“operazioni rilevanti con parti correlate”** in modo tale da includere almeno le categorie di operazioni di seguito indicate.

1.1. Operazioni in cui almeno uno dei seguenti indici di rilevanza, applicabili a seconda della specifica operazione, risulti superiore al **5%**:

a) Indice di rilevanza del controvalore: è il rapporto tra il controvalore dell'operazione e la capitalizzazione media degli ultimi 6 mesi delle azioni della società.

Se le condizioni economiche dell'operazione sono determinate, il controvalore dell'operazione è:

- i) per le componenti in contanti, l'ammontare pagato alla/dalla controparte contrattuale;
- ii) per le componenti costituite da strumenti finanziari, il *fair value* determinato, alla data dell'operazione, in conformità ai principi contabili internazionali adottati con Regolamento (CE) n.1606/2002.

Se le condizioni economiche dell'operazione dipendono in tutto o in parte da grandezze non ancora note, il controvalore dell'operazione è il valore massimo ricevibile o pagabile ai sensi dell'accordo. Se non è determinato un valore massimo e non è calcolabile nessuno degli altri indici di rilevanza, l'operazione si considera comunque rilevante.

Nel caso in cui la capitalizzazione non sia calcolabile (ad esempio, nel caso di operazioni relative a società con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante), il denominatore dell'indice è costituito dal patrimonio netto della società. I dati da utilizzare devono essere tratti dal più recente stato patrimoniale pubblicato (consolidato, se redatto) dalla società.

b) Indice di rilevanza dell'attivo: è il rapporto tra il totale attivo dell'entità oggetto dell'operazione e il totale attivo della società. I dati da utilizzare devono essere tratti dal più recente stato patrimoniale pubblicato (consolidato, se redatto) dalla società; ove possibile, analoghi dati devono essere utilizzati per la determinazione del totale dell'attivo dell'entità oggetto dell'operazione.

Per le operazioni di acquisizione e cessione di partecipazioni in società che hanno effetti sull'area di consolidamento, il valore del numeratore è il totale attivo della partecipata, indipendentemente dalla percentuale di capitale oggetto di disposizione.

Per le operazioni di acquisizione e cessione di partecipazioni in società che non hanno effetti sull'area di consolidamento, il valore del numeratore è:

- i) in caso di acquisizioni, il controvalore dell'operazione maggiorato delle passività della società acquisita eventualmente assunte dall'acquirente;

ii) in caso di cessioni, il valore dell'attività ceduta.

Per le operazioni di acquisizione e cessione di altre attività (diverse dall'acquisizione di una partecipazione), il valore del numeratore è:

- i) in caso di acquisizioni, il maggiore tra il controvalore e il valore contabile che verrà attribuito all'attività;
- ii) in caso di cessioni, il valore contabile dell'attività.

c) Indice di rilevanza degli utili: è il rapporto tra gli utili ante imposte attribuibili all'entità oggetto dell'operazione e gli utili ante imposte della società. I dati da utilizzare devono essere tratti dall'ultimo bilancio di esercizio pubblicato (consolidato, se redatto) sia della società sia dell'entità oggetto dell'operazione.

d) Indice di rilevanza delle passività: è il rapporto tra il totale delle passività dell'entità acquisita e il totale attivo della società. I dati da utilizzare devono essere tratti dal più recente stato patrimoniale pubblicato (consolidato, se redatto) dalla società; ove possibile, analoghi dati devono essere utilizzati per la determinazione del totale dell'attivo della società o del ramo di azienda acquisiti.

e) Indice di rilevanza di acquisti e vendite di beni e servizi: è il rapporto tra il corrispettivo dell'operazione ed i ricavi della società. I dati da utilizzare devono essere tratti dall'ultimo bilancio di esercizio pubblicato (consolidato, se redatto) della società.

1.2. Ove almeno uno degli indici di rilevanza di cui al paragrafo 1.1. risulti superiore **all'1%**, operazioni:

- a) con società o enti che esercitano attività di direzione e coordinamento o con soggetti a quest'ultimi correlati che risultino a loro volta correlati alle società;
- b) con società controllanti quotate o con soggetti a quest'ultime correlati che risultino a loro volta correlati alle società;
- c) con soggetti controllanti o con soggetti a questi ultimi correlati che risultino a loro volta correlati alle società, qualora la società abbia emesso azioni a voto limitato o senza diritto di voto quotate in mercati regolamentati o diffuse fra il pubblico in misura rilevante;
- d) con soggetti controllanti o con soggetti a questi ultimi correlati che risultino a loro volta correlati alle società, qualora lo statuto della società preveda limiti al possesso azionario o al diritto di voto.

2. Le società, fermi i criteri di tipo quantitativo di cui al paragrafo 1, individuano altresì **criteri di tipo qualitativo** per l'identificazione delle operazioni rilevanti con parti correlate, facendo almeno riferimento:

- a) alle operazioni con parti correlate aventi ad oggetto un'attività immateriale (ad esempio, marchi, brevetti);
- b) alle operazioni con parti correlate atipiche e/o inusuali.

Si propone di modificare lo schema di documento informativo sulle operazioni rilevanti con parti correlate, contenuto nell'Allegato 3B al Regolamento Emittenti come di seguito indicato (le integrazioni sono riportate in grassetto):

Schema N. 4: Documento informativo relativo ad operazioni rilevanti con parti correlate

“Nei casi in cui l'emittente ~~quotata~~ **le società con azioni quotate in mercati regolamentati e con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante (di seguito, unitariamente, “le società”)** pongano in essere operazioni rilevanti con parti correlate **ai sensi dell'articolo x.3** ~~le operazioni indicate nell'articolo 71-bis del Regolamento Emittenti~~, il documento informativo deve riportare i seguenti elementi **almeno le seguenti informazioni:**

Indice

1. Avvertenze

Evidenziare, in sintesi, i rischi connessi ai potenziali conflitti di interesse delle parti correlate con cui è effettuata l'operazione descritta nel documento informativo.

2. Informazioni relative all'operazione

2.1 Descrizione sintetica delle caratteristiche, modalità, termini e condizioni dell'operazione.

2.2. Indicazione delle parti correlate con cui l'operazione è stata posta in essere, del relativo grado di correlazione, della natura e della portata degli interessi di tali parti nell'operazione.

2.3. Indicazione delle motivazioni economiche della società emittente al compimento dell'operazione.

*2.4. Modalità di determinazione del **corrispettivo prezzo** dell'operazione e valutazioni circa la sua congruità rispetto ai valori di mercato di operazioni simili. **Qualora le condizioni economiche dell'operazione siano definite equivalenti a quelle di mercato o standard, ossia analoghe a quelle usualmente praticate nei confronti di parti non correlate di corrispondente natura e rischio, fornire adeguata e completa motivazione di tale dichiarazione indicando, in linea con i principi contabili internazionali, oggettivi elementi di riscontro;** ~~al riguardo~~. *Indicare l'eventuale esistenza di valutazioni svolte da professionisti **pareri di esperti indipendenti** a supporto della congruità di tale **corrispettivo prezzo** e le conclusioni dei medesimi, precisando:**

*- **gli organi o i soggetti che hanno commissionato i pareri e designato gli esperti;***

*- **le valutazioni effettuate per selezionare gli esperti indipendenti. In particolare, indicare le eventuali relazioni tra gli esperti indipendenti e (i) la società emittente, (ii) i soggetti che controllano l'emittente, le società controllate dall'emittente o soggette a comune controllo con quest'ultima, (iii) gli amministratori delle società di cui ai punti (i) e (ii), prese in considerazione ai fini della qualificazione dell'esperto come indipendente e le motivazioni per le quali tali relazioni sono state considerate irrilevanti ai fini del giudizio sull'indipendenza;***

*- **i termini del mandato conferito agli esperti** ~~sedette valutazioni sono state appositamente commissionate dall'emittente.~~*

Indicare che tali pareri, ai sensi dell'articolo x.3 del Regolamento Emittenti, sono allegati al documento informativo o pubblicati sul sito internet della società.

2.5. Una illustrazione degli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'operazione, fornendo almeno gli indici di rilevanza applicabili. Se l'operazione supera i parametri di significatività determinati dalla Consob ai sensi degli articoli 70 e 71 del Regolamento Emittenti, evidenziare che saranno pubblicate informazioni finanziarie pro-forma nel documento previsto, a seconda dei casi, dal comma 4 del citato art. 70 ovvero dall'art. 71.

- 2.6. *Se l'ammontare dei compensi dei componenti dell'organo di amministrazione della società e/o di società da questo controllate è destinato a variare in conseguenza dell'operazione, dettagliate indicazioni delle variazioni. Se non sono previste modifiche, inserimento, comunque, di una dichiarazione in tal senso.*
- 2.7. *Nel caso di operazioni ove le parti correlate coinvolte siano i componenti degli organi di amministrazione e di controllo, direttori generali e dirigenti dell'emittente, informazioni relative agli strumenti finanziari dell'emittente medesimo detenuti dai soggetti sopra individuati e agli interessi di questi ultimi in operazioni straordinarie, **previste dai paragrafi 14.2 e 17.2 dell'allegato I al Regolamento n. 809/2004/CE.***
- 2.8. *Indicazione degli organi o degli amministratori che hanno condotto o partecipato alle trattative e/o istruito e/o approvato l'operazione specificando i rispettivi ruoli, con particolare riguardo agli amministratori indipendenti, ove presenti. Con riferimento alle delibere di approvazione dell'operazione, specificare i nominativi di coloro che hanno votato a favore o contro l'operazione, ovvero si sono astenuti, specificando le motivazioni degli eventuali dissensi o astensioni. Indicare che, ai sensi dell'articolo x.3 del Regolamento Emittenti, gli eventuali pareri degli amministratori indipendenti sono allegati al documento informativo o pubblicati sul sito internet della società.*
- 2.9. *Se la rilevanza dell'operazione deriva dall'aggregazione, ai sensi del comma 3, dell'articolo x.3, di più operazioni compiute nei dodici mesi con una stessa parte correlata, o con soggetti a quest'ultima correlati che risultino a loro volta correlati alla società, le informazioni indicate nei precedenti punti devono essere fornite con riferimento a tutte le predette operazioni.*

Appendice 6: Elenco delle domande

L'analisi preliminare condotta

1. Concordate con la disamina effettuata sulla normativa vigente e ritenete la stessa sufficientemente esaustiva? Se no, di quali altre norme ritenete opportuna l'analisi?
2. Ritenete sufficientemente esaustiva la disamina effettuata sugli ordinamenti esteri? Se no, quali altre esperienze normative ritereste opportuno considerare?
3. Ritenete che si sono individuate correttamente le preoccupazioni degli investitori e degli altri partecipanti al mercato? Se no, quale altro fallimento del mercato ritenete vada considerato?
4. Concordate con l'analisi effettuata dell'applicazione dell'art. 71-bis del Regolamento emittenti in materia di trasparenza al mercato delle operazioni con parti correlate e con i limiti riscontrati?
5. Concordate con l'analisi dell'esperienza applicativa del Codice di Autodisciplina delle società quotate e con i limiti riscontrati?
6. Concordate con la conclusione che sia necessario intraprendere un'azione regolamentare di riforma complessiva della disciplina delle operazioni con parti correlate che consideri, oltre ai profili procedurali di cui alla delega attribuita alla Consob dall'art. 2391-bis, anche la trasparenza nei confronti del mercato?

Le ipotesi di regolamentazione e l'analisi d'impatto della regolamentazione

7. Ritenete esaustive le ipotesi regolamentari di riforma della disciplina della trasparenza al mercato prese in considerazione? Se no, quali altre ipotesi proporreste?
8. Ritenete esaustive le ipotesi regolamentari individuate per definire la disciplina della trasparenza e correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate prese in considerazione? Se no, quali altre ipotesi proporreste?
9. Concordate con il metodo di analisi utilizzato che confronta le diverse ipotesi regolamentari con l'opzione 0, vale a dire lo *status quo*, al fine di valutare i costi e benefici incrementali connessi ad ogni ipotesi?
10. Ritenete che i costi e benefici delle opzioni prese in considerazione siano correttamente individuati e valutati? Se no, quali altri elementi ritenete opportuno considerare o quali altre valutazioni avrebbero dovute essere attribuite?

La proposta di regolamentazione sottoposta alla consultazione

11. Concordate con le nostre valutazioni sull'opportunità di apportare modifiche alla disciplina della trasparenza al mercato?

12. Concordate con la scelta di adottare una definizione di operazione rilevante con parti correlate che sia comune alla disciplina della trasparenza nei confronti del mercato e alla disciplina sulla correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate?
13. Concordate con la scelta di basare tale definizione prevalentemente su criteri di tipi quantitativo? Ritenete adeguati gli indici di rilevanza e le soglie quantitative individuati per la definizione di operazione rilevante?
14. Concordate con i criteri qualitativi individuati per integrare le classificazioni operate con criteri quantitativi?
15. Ritenete opportuna la differenziazione delle soglie di rilevanza in funzione degli assetti proprietari della società? Ritenete adeguata la scelta di ridurre i parametri quantitativi per le operazioni realizzate con il soggetto controllante da parte delle società soggette ad attività di direzione e coordinamento e delle società caratterizzate da meccanismi di separazione tra proprietà e controllo?
16. Concordate con le nostre valutazioni sull'opportunità, nel fissare i principi di trasparenza e correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate, di adottare l'ipotesi regolamentare che attribuisce, per le operazioni definite rilevanti, un ruolo determinante degli amministratori indipendenti nelle varie fasi della loro realizzazione, a partire dalla conduzione delle trattative? Per le operazioni diverse da quelle rilevanti, concordate con il sistema previsto che richiede un adeguato coinvolgimento degli amministratori indipendenti almeno nella fase di approvazione?
17. Ritenete opportuna l'individuazione di alcuni casi di esclusione per l'applicazione della disciplina e in particolare l'esclusione delle operazioni compiute con società controllate purché in tali società non vi siano interessi di altre parti correlate?
18. Ritenete opportuna la scelta di consentire alle società con azioni diffuse, alle società di minori dimensioni e alle società di recente quotazione di adottare un sistema di procedure più agile e flessibile anche per la realizzazione delle operazioni rilevanti con parti correlate?
19. Ritenete condivisibili le procedure previste le operazioni con parti correlate soggette ad approvazione assembleare?
20. Ritenete condivisibili le modifiche apportate all'attuale disciplina sulle "Condizioni che inibiscono la quotazione di azioni di società controllate sottoposte all'attività di direzione e coordinamento di altra società" contenuta nell'art. 37 del Regolamento Mercati, che prevedono che tali società debbano disporre di un comitato di controllo interno composto interamente da amministratori indipendenti e che, qualora il soggetto che esercita l'attività di direzione e coordinamento sia una società quotata, il consiglio di amministrazione sia composto in maggioranza da amministratori indipendenti?
21. Ritenete adeguate le previsioni *ad hoc* formulate per applicare i principi di correttezza alle peculiarità del sistema dualistico? Se no, quali diverse soluzioni ritenete più adatte?
22. Concordate con la scelta di non prevedere una specifica disciplina per il sistema monistico? Se no, quale soluzione ritenete più adatta?