

## **Osservazioni al documento di consultazione in materia di “Disciplina Regolamentare di attuazione dell’art. 2391-bis c.c. in materia di operazioni con parti correlate”**

Lo scorso 9 aprile la Commissione ha pubblicato un documento di consultazione concernente la “Disciplina regolamentare di attuazione dell’art. 2391-bis del codice civile in materia di operazioni con parti correlate” (di seguito “proposta”).

La proposta attua la normativa del codice civile e delinea un regime che mira a realizzare una maggiore garanzia nei confronti del mercato in caso di operazioni con parti correlate.

La proposta richiede alle società con azioni quotate in mercati regolamentati e con azioni diffuse tra il pubblico di adottare “procedure interne, che assicurano la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate” (art. x.2, comma 1).

La Consob rinvia ai contenuti dello IAS 24 sia per la definizione di “parte correlata” sia per quella di “operazione con parte correlata”. Le operazioni con parti correlate sono distinte in operazioni “rilevanti”, identificate con una serie di parametri contenuti nell’Allegato 3I, “altre operazioni” e operazioni escluse, in tutto o in parte, dall’applicazione della disciplina.

La proposta prevede un regime di trasparenza al mercato cui sottoporre le operazioni rilevanti con parti correlate.

La principale innovazione riguarda l’obbligo di adottare stringenti procedure per la gestione delle operazioni con parti correlate. Nel caso di operazioni rilevanti, la Consob richiede che le procedure interne delle società prevedano una riserva di competenza a deliberare in capo al consiglio di amministrazione con un “ruolo determinante degli amministratori indipendenti (...) nella conduzione delle trattative e nella fase istruttoria” e, a seconda dei casi, “nell’approvazione dell’operazione” ovvero nel rilascio di un parere preventivo. In alternativa, deve essere prevista “una riserva di competenza a deliberare (...) in capo a un comitato ristretto, anche appositamente costituito, composto da amministratori indipendenti” che partecipi anche alla conduzione della trattativa e all’istruttoria della deliberazione, eventualmente delegando uno o più dei suoi componenti. Nei casi di “altre operazioni” le procedure devono prevedere il parere preventivo degli amministratori indipendenti. In tutti i casi, gli amministratori indipendenti possono farsi assistere, a spese della società, da uno o più esperti indipendenti.

Infine, la proposta dà la possibilità di adottare delibere-quadro per determinate categorie di operazioni e consente alle società quotate di minori dimensioni, alle società neo-quotate e a quelle con azioni diffuse di utilizzare, anche per le operazioni rilevanti, la procedura normale delle “altre operazioni”.

La proposta della Consob è contenuta in un documento che illustra compiutamente le ragioni dell'intervento regolamentare, la teoria economica che lo supporta, l'efficacia della regolamentazione vigente e l'analisi delle opzioni regolamentari, alla luce dell'esperienza estera. L'analisi che accompagna il documento è apprezzabile e dovrebbe rappresentare un punto di riferimento per le future modifiche che la Consob voglia apportare a regolamenti e comunicazioni. In particolare, l'analisi costi-benefici valuta, ai sensi dell'art. 23 della legge risparmio, l'impatto della disciplina in via di emanazione sui soggetti interessati e sul mercato.

Le criticità derivanti dalle operazioni con parti correlate, soprattutto in un sistema ad azionariato concentrato come quello italiano, sono state oggetto di ripetute attenzioni da parte del legislatore e dell'autodisciplina: sia il codice civile, sia quello di autodisciplina delle società quotate rafforzano il ruolo centrale dell'organo di amministrazione nella gestione delle operazioni societarie di importanza o delicatezza. La disciplina sugli interessi degli amministratori (ex art. 2391 c.c.) affronta in modo penetrante il ruolo degli amministratori che abbiano interessi in operazioni societarie; il Codice di Autodisciplina ha progressivamente rafforzato le raccomandazioni in materia di operazioni con parti correlate. La Consob, inoltre, ha previsto, fin dal 2002, una disciplina di informativa sulle operazioni continua (art. 71-bis del Regolamento Emittenti, di seguito "RE") e periodica, anche in conseguenza dell'adozione dei principi contabili internazionali.

Di seguito formuliamo le osservazioni principali con riferimento all'ambito di applicazione della nuova disciplina, al coinvolgimento degli amministratori indipendenti, alla disciplina di trasparenza e al periodo transitorio. In allegato sono considerati ulteriori aspetti di profilo tecnico.

## 1. L'ambito di applicazione della disciplina

### 1.1. *Le definizioni*

La Consob individua come "parti correlate" i soggetti definiti tali dal principio contabile internazionale IAS 24, confermando in tal modo la scelta già effettuata nel 2005 con l'introduzione nel Regolamento Emittenti di una definizione rilevante per tutti gli adempimenti di tipo informativo in materia (art. 2, lett. *h*), RE).

La proposta inserisce una definizione esplicita di "operazioni con parti correlate" analogamente tratta dal principio contabile internazionale, in luogo di quella contenuta nell'art. 71-bis che viene contestualmente abrogato dalla proposta (lett. *h-bis*).

Rientrano nel campo di applicazione della disciplina le operazioni con parti correlate "rilevanti" e tutte le altre operazioni, a esclusione di quelle esenti (ex art. x.8).

Inoltre, l'art. x.2, lett. *b*) include le operazioni "da realizzare tramite società controllate": l'uso di tale espressione<sup>1</sup> discende direttamente dalla delega contenuta nell'art. 2391-bis, comma 2, c.c., che demanda alla Consob di applicare i principi di trasparenza e correttezza alle operazioni realizzate dagli emittenti, direttamente o "per il tramite di società controllate".

Sarebbe opportuno precisare che rientrano nell'ambito di applicazione le operazioni effettuate dalle controllate, in quanto effettivamente riferibili all'emittente (ad esempio, perché le controllate sono

---

<sup>1</sup> La stessa espressione è riportata negli artt. x.4, comma 3, e x.5, comma 2, che richiedono procedure interne per la valutazione delle operazioni da realizzare "tramite società controllate".

soggette a direzione e coordinamento *ex art. 2497 c.c.* e l'operazione rientra nell'ambito in cui si esplica tale attività da parte della controllante)<sup>2</sup>.

## 1.2. *Le operazioni rilevanti e quelle esenti*

Le operazioni rilevanti includono almeno quelle indicate nell'Allegato 3I, cioè operazioni che superino determinati parametri quantitativi (art. x.3, comma 2)<sup>3</sup>. Al di là dell'inserimento di tale definizione nell'articolo sulla trasparenza, e non in quello dedicato all'ambito di applicazione (x.1), le modalità di calcolo di alcuni degli indici non appaiono del tutto chiare. La combinazione di rigidi parametri quantitativi, l'adozione di una nozione ampia di tali operazioni e le regole procedurali proposte dalla Consob rischiano di creare notevoli problemi applicativi alle società.

Gli indici contenuti nell'allegato sono mutuati dalla disciplina inglese. In realtà, la disciplina inglese cui si fa riferimento esclude dall'applicazione le “*small transactions*” e le “transazioni che non presentano caratteristiche inusuali” (pag. 106). Inoltre, in quella disciplina la definizione di parte correlata include esclusivamente gli azionisti sopra il 10% della quotata, gli amministratori, i soggetti che possono esercitare una significativa influenza e un “*associato*” di una parte correlata: sembrano quindi escluse le società controllate. Un analogo regime è previsto nel modello francese che, come sottolineato dalla stessa Consob, lascia sempre fuori le *c.d.* “*opérations courantes et conclues à des conditions normales*” (pag. 109).

Pertanto, in entrambe tali esperienze estere, le operazioni svolte a normali condizioni di mercato con società controllate sono escluse dalla disciplina delle parti correlate. Anche alla luce dell'esperienza estera e della peculiare struttura di gruppo delle società quotate italiane, sarebbe auspicabile escludere dall'applicazione della nuova disciplina tale tipologia di operazioni, sulle quali si potrebbe comunque richiedere una informativa semestrale, ai sensi dell'art. 154-ter, comma 4, Tuf, eventualmente differenziando il grado di dettaglio dell'informativa tra operazioni rilevanti e non rilevanti.

Inoltre, a differenza della disciplina inglese e francese, la proposta Consob non prevede esclusioni assolute di categorie di operazioni con parti correlate dall'ambito di applicazione. La Consob rimette alle società la facoltà di escludere, in alcuni casi, una serie di operazioni (art. x.8), in particolare: a) “le operazioni con società controllate, purché in tali società non vi siano interessi di altre parti correlate”; b) “le operazioni svolte in attuazione di piani di compensi, basati su strumenti finanziari, approvati dall'assemblea” (x.8, comma 1).

---

<sup>2</sup> D'altra parte, visto che la proposta richiede un ruolo attivo agli amministratori della controllante quotata, ciò non potrebbe estendersi a tutte le operazioni delle controllate molte delle quali, già oggi, rientrano completamente nell'autonomia operativa delle controllate, senza alcun intervento degli amministratori della controllante.

<sup>3</sup> In particolare l'Allegato contiene 5 indici: rilevanza del controvalore; rilevanza dell'attivo; rilevanza degli utili; rilevanza delle passività; rilevanza degli acquisiti di beni e servizi. Nel caso in cui almeno uno degli indici di rilevanza, “applicabili a seconda della specifica operazione”, superi il 5% l'operazione è rilevante: la lettera della norma potrebbe essere resa più chiara, per evitare il dubbio che in presenza di un'operazione con una controparte di rilevanti dimensioni tutte le operazioni, di qualsiasi importo, siano definite come rilevanti. Inoltre non esistono distinzioni per operazioni cui le società sono tenute per obblighi di legge e i cui contenuti e le condizioni economiche siano eventualmente stabilite da provvedimenti di autorità di settore. Peraltro i limiti sono ridotti dal 5% all'1% in caso di situazioni di separazione tra proprietà e controllo: la norma appare molto rigida e rischia, in tal modo, di limitare le flessibilità consentite nell'emissione di strumenti finanziari introdotte dalla riforma societaria; peraltro, nell'attuale formulazione essa apparentemente si applicherebbe anche a società nelle quali le limitazioni al possesso azionario o al diritto di voto sono inserite in statuto per obbligo di legge.

Il regime di esclusione consentito dalla lett. a) appare, dalla lettera della disposizione, particolarmente limitativo in quanto è frequente, in società controllate, sia la presenza di altre parti correlate<sup>4</sup> sia la presenza di “interessi” di tali parti correlate<sup>5</sup>. Di fatto si finirebbe per impedire l’esclusione dalla disciplina della maggior parte delle operazioni. Si potrebbe invece forse estendere la portata della norma, precisando che gli “interessi” della parte correlata che non consentono l’esclusione dell’operazione devono essere particolarmente significativi e influenzare in modo diretto i rapporti economico-finanziari tra controllante e controllata<sup>6</sup>.

La successiva lettera b) consente l’esclusione delle operazioni conseguenti a piani di compenso già approvati dall’assemblea ex art. 114-bis Tuf. Da un lato, alcuni di questi casi potrebbero rientrare in quelli che la precedente lettera a) non consente di escludere; dall’altro, visto che tali piani sono già stati oggetto di specifica approvazione assembleare, con lo speciale regime di trasparenza dettato dalla Consob, le operazioni conseguenti potrebbero essere escluse comunque dall’applicazione della disciplina<sup>7</sup>.

### 1.3. *Le operazioni di importo esiguo*

L’art. x.8, comma 2, stabilisce che le società possono individuare, nelle procedure interne, motivandone la scelta, criteri per l’identificazione di operazioni di “importo esiguo” alle quali non applicare: a) la disciplina sulla trasparenza (art. x.3) e le procedure di cui agli artt. x.4 e x.7, con riguardo, però, alle sole operazioni identificate come rilevanti non per dimensione ma sulla base di criteri di tipo qualitativo indicati nell’Allegato 3I<sup>8</sup>; b) le procedure per le altre operazioni (art. x.5), in casi diversi dalle operazioni con parti correlate rilevanti.

La formulazione del comma lascia intendere che tali operazioni sono, in realtà, solo potenzialmente esenti dalle rispettive procedure, dovendo ciascuna essere oggetto di preventiva identificazione (come operazione potenzialmente soggetta alle procedure in parola) anche qualora essa risulti poi in concreto esclusa. Tale impressione è anche confermata dall’art. x.2, comma 1, lett. a) che sembra richiedere l’identificazione di ciascuna singola operazione potenzialmente rilevante, così come dall’art. x.8, comma 1.

È da osservare che un sistema che richieda alle società l’identificazione di tutte le operazioni, per poi qualificare quelle con parti correlate, incluse quelle che saranno considerate esenti, richiede procedure particolarmente complesse, oltre che l’approntamento di presidi organizzativi assai costosi (si pensi ai casi di strutture di gruppo, eventualmente multinazionali) a fronte di benefici che riguarderebbero le sole operazioni non esenti.

<sup>4</sup> Si pensi al caso di amministratori in comune tra l’emittente e la società controllata ovvero a quello di dirigenti con responsabilità strategiche nella controllante che siano al contempo amministratori nella controllata.

<sup>5</sup> Si pensi all’esempio degli interessi collegati al possesso di azioni o da forme di remunerazione legate ai risultati delle medesime società, contenuto nello stesso articolo x.8.

<sup>6</sup> In tal senso sembrerebbe più appropriato fornire “esempi” nella relazione accompagnatoria piuttosto che nel testo regolamentare.

<sup>7</sup> L’eventuale esonero potrebbe riguardare tutte le operazioni soggette al regime informativo dell’art. 84-bis RE, incluse quelle ex comma 4.

<sup>8</sup> In tal caso le società, fermi i criteri di tipo quantitativo (5% e 1%), individuano altresì criteri di tipo qualitativo per l’identificazione delle operazioni rilevanti con parti correlate, facendo almeno riferimento: alle operazioni con parti correlate aventi a oggetto un’attività immateriale (ad esempio, marchi, brevetti); alle operazioni con parti correlate atipiche e/o (*rectius “o”*) inusuali, come definite nell’art. 2, lett. p), RE. A tal proposito, è apprezzabile l’intento della Consob che ha proposto una definizione unica di operazioni atipiche o inusuali: peraltro, tale ultima definizione appare superflua, anche alla luce dei i principi contabili internazionali; sarebbe in ogni caso opportuno elencare con precisione le comunicazioni della Consob da abrogare o modificare a seguito della nuova disciplina.

Sarebbe pertanto auspicabile precisare negli artt. x.2, comma 1, e x.8, che le procedure non richiedono la preventiva identificazione anche di tutte le operazioni esenti.

#### *1.4. Il regime delle operazioni cumulative*

La proposta include tra le operazioni rilevanti anche quelle che superino solo cumulativamente, e non singolarmente, i limiti dell'Allegato 3I.

Ai fini del calcolo, si cumulano le operazioni avvenute “in un periodo di dodici mesi”: sarebbe preferibile sostituire questo termine di riferimento con quello più oggettivo dell’esercizio sociale. Questa impostazione risulterebbe più coerente con gli obblighi informativi dei documenti contabili ed eviterebbe di dover impostare un sistema di monitoraggio “*rolling*” su dodici mesi.

L’adozione di un meccanismo cumulativo, destinato a operare in presenza di operazioni eterogenee e senza alcuna coerenza di ordine qualitativo, si presta a consentire con estrema facilità l’inserimento di numerose operazioni tra quelle rilevanti. Nel cumulo rientrerebbero, inoltre, anche le operazioni, esenti o diverse da quelle rilevanti, svolte con una singola parte correlata o con soggetti a quest’ultima correlati che risultino a loro volta correlati alla società. Tale impostazione presuppone un monitoraggio di operazioni anche dal valore trascurabile, ma che potenzialmente potrebbero rilevare *ex post* all’esito del calcolo, per qualificare un’operazione come rilevante.

Non è poi chiaro dalla proposta se, una volta superato il limite, l’operazione successiva, anche insignificante, debba a sua volta essere considerata rilevante per definizione: se così fosse, le procedure proprie di quelle rilevanti (art. x.4) troverebbero applicazione relativamente a tali operazioni.

Inoltre, con riferimento all’informativa per il mercato si creerebbe una situazione singolare. Infatti, al momento dell’operazione che fa scattare, nell’arco dei dodici mesi, la soglia di rilevanza, la società sarebbe tenuta a pubblicare senza indugio un documento informativo (ex art. x.3, comma 4) che dovrebbe contenere le “informazioni su tutte le operazioni concluse nel periodo di dodici mesi con la medesima parte correlata”. Al momento dell’operazione successiva a quella che ha fatto scattare il limite, si applicherebbe analogo regime: quindi, il documento informativo dovrebbe contenere le informazioni delle operazioni passate, sebbene già contenute in quello pubblicato in occasione della precedente operazione.

Sarebbe allora opportuno che, ai fini del calcolo per la rilevanza delle operazioni, rilevino tutte le operazioni diverse da quelle esenti; analogamente, le operazioni esenti non dovrebbero essere considerate successivamente al raggiungimento della soglia di rilevanza. Infine, sarebbe opportuno precisare che, una volta raggiunta la soglia di rilevanza, le operazioni successive non siano cumulate con le precedenti ai fini del calcolo, ma siano considerate esclusivamente per il raggiungimento di una nuova soglia.

## 2. Il ruolo degli amministratori indipendenti

### 2.1. La definizione di amministratore indipendente

Secondo la proposta sono “amministratori indipendenti” gli amministratori in possesso dei requisiti stabiliti per i sindaci dall’art. 148, co. 3, Tuf,<sup>9</sup> ovvero “se lo statuto lo prevede, dei requisiti previsti da codici di comportamento...”. La nozione e il ruolo degli amministratori indipendenti sono diventati centrali nell’evoluzione delle regole di *governance* dell’ultimo decennio<sup>10</sup>. La Consob ha adottato una nozione unitaria di amministratore indipendente facendo riferimento ai requisiti legali; solo in presenza di espressa previsione statutaria è consentito fare riferimento alla diversa definizione presente nel Codice di Autodisciplina.

Preliminarmente, occorre osservare che il numero degli amministratori in possesso dei requisiti di indipendenza dei sindaci è limitato<sup>11</sup>. Inoltre, la scelta tra le due definizioni prevista nella proposta potrebbe essere esercitata solo da un numero ristretto di società che hanno recepito in statuto la raccomandazione del Codice di Autodisciplina in materia di indipendenza<sup>12</sup>.

Le definizioni di indipendenza contenute nel Tuf e nel Codice di Autodisciplina non appaiono necessariamente funzionali a garantire una partecipazione “indipendente” di alcuni amministratori nelle procedure relative alle operazioni con parti correlate. In realtà, le situazioni “critiche” nelle quali possono versare gli amministratori portatori di interessi nelle procedure relative a operazioni “delicate” sono già disciplinate dal codice civile nell’art. 2391, applicabile a tutti gli amministratori di società, quotate e non.

La stessa proposta, del resto, precisa che la scelta di riservare un ruolo così rilevante in capo ad amministratori indipendenti è correlata all’evoluzione dei sistemi di *governance*, volta a valorizzare il loro ruolo nelle operazioni in conflitto di interesse, richiamando l’esperienza USA. La disciplina statunitense è contenuta nel *Model Business Corporation Act* (di seguito *Mbca*) che, come opportunamente ricordato dalla Consob (pag. 112), è “un modello ... di *corporation act* redatto dall’*American Bar Association* ... che molti Stati hanno fatto proprio”. In particolare, esso disciplina l’approvazione delle operazioni in conflitto di interesse anche se non è vincolante per le

---

<sup>9</sup> I requisiti previsti dalla legge per i componenti gli organi di controllo riguardano condizioni di ineleggibilità (interdizione, ecc.), legami di parentela con gli amministratori della società o di società del gruppo, e rapporti di lavoro autonomo o subordinato ovvero altri rapporti di natura patrimoniale o professionale che ne compromettano l’indipendenza.

<sup>10</sup> L’evoluzione del diritto societario ha visto l’affermarsi di diverse tipologie di amministratori all’interno dei consigli delle società. Il codice civile prevede, soprattutto dopo la riforma del diritto societario, una possibile attribuzione di deleghe, sempre revocabili, in capo ad alcuni amministratori da parte dell’intero CdA. La distinzione tra amministratori delegati e non delegati trova un’ulteriore articolazione, tra le società quotate, con il Codice di Autodisciplina che ha introdotto la bipartizione tra amministratori esecutivi e non esecutivi e ha distinto, all’interno di questa seconda categoria, la figura degli amministratori indipendenti. La nozione di amministratore indipendente è stata introdotta nella normativa primaria con la riforma delle società di capitali, che ha espressamente previsto, nel modello monistico la presenza di amministratori in possesso dei requisiti di indipendenza stabiliti per i sindaci. La presenza obbligatoria di indipendenti all’interno dell’organo amministrativo è stata poi realizzata, con esclusivo riferimento alle società quotate, a seguito dell’emanazione della legge per la tutela del risparmio (l. n. 262/2005).

<sup>11</sup> Su un campione pari a 259 società, 243 hanno almeno un indipendente da Codice di Autodisciplina (per un totale di 998 indipendenti da Codice di Autodisciplina), mentre solo 152 società dichiarano di avere almeno un indipendente da Tuf (per un totale di 603 indipendenti da Tuf). La differenza è dovuta al fatto che non sussiste alcun obbligo di comunicare l’indipendenza da Tuf, quindi le 152 società danno un’informazione totalmente volontaria. Gli amministratori in possesso dei requisiti di indipendenza dei sindaci sono in media 4 per società. Lo stesso numero vale per quelli in possesso dei requisiti ex Codice di Autodisciplina.

<sup>12</sup> Sullo stesso campione di 259 società, quelle che hanno recepito in statuto i requisiti di indipendenza del Codice di Autodisciplina sono pari a circa il 12%.

società, potendo le stesse decidere di seguire le procedure indicate solo per godere di un *safe harbor* in caso di controversie. Il *Mbca* esclude che un’operazione in conflitto di interessi dell’amministratore possa essere invalidata o dare luogo ad un risarcimento del danno in favore della società o dei soci, qualora l’operazione, di competenza consiliare, sia stata autorizzata, sulla base di un’adeguata informazione, dalla maggioranza di *qualified directors*<sup>13</sup> o da un comitato interno formato esclusivamente da essi. La nozione di *qualified director* appare vicina a quella di amministratore con interessi propri o di terzi ex art. 2381 c.c. più che a quella di amministratore indipendente da Codice di Autodisciplina<sup>14</sup>.

V’è da chiedersi se, nel tentativo di attribuire un ruolo, nell’ambito della disciplina in commento, ad amministratori che non siano portatori di interesse nelle operazioni con parti correlate, non possa essere opportuno riflettere ulteriormente sul coinvolgimento di tutti gli amministratori diversi da quelli delegati (ex art. 2381 c.c.) o, nel caso si utilizzi la nozione del Codice di Autodisciplina, diversi da quelli esecutivi. Alla luce dell’attuale struttura degli organi sociali, definizioni rigide potrebbero limitare l’operatività delle società e incentivare atteggiamenti di minore attenzione nella valutazione dei requisiti di indipendenza. Un approccio graduale potrebbe, invece, consentire di realizzare un sistema di *governance* che evolva verso le migliori pratiche internazionali.

Invece, non ci sembra opportuno limitare la definizione di amministratori indipendenti alla fattispecie proposta nel testo. Occorre, infatti, considerare che la qualificazione di amministratore indipendente da codici di comportamento prescinde dall’effettivo recepimento in statuto dei relativi requisiti. L’eliminazione dell’inciso “se lo statuto lo prevede” potrebbe avere l’effetto di ampliare il novero degli amministratori di società qualificabili come indipendenti. Sotto un profilo meramente operativo, tale diversa formulazione consentirebbe alle società di avvalersi di tutti gli amministratori indipendenti (sia quelli ex TUF, sia quelli ex Codice di Autodisciplina) per lo svolgimento del delicato ruolo che Consob intende loro attribuire.

## 2.2. *L’adozione di procedure interne*

L’art. x.2 stabilisce che i consigli di amministrazione devono adottare procedure interne, per assicurare la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate. Nell’assunzione di tali delibere, un ruolo determinante deve essere “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”.

La proposta non esplicita cosa si intenda per “ruolo determinante”; certamente, un ruolo tale da consentire al comitato o all’indipendente di rendere decisiva la propria opinione nell’approvazione. Un tale ruolo appare critico, vista la particolare delicatezza delle procedure: si pensi ai casi in cui vi sia un solo indipendente, eventualmente nominato da soci di minoranza in conflitto con la società stessa.

---

<sup>13</sup> Ai sensi della sezione 1.43 (a)(3) del *Mbca* un *qualified director* is not a director (i) as to whom the transaction is a director’s conflicting interest transaction, or (ii) who has a material relationship with another director as to whom the transaction is a director’s conflicting interest transaction. La “material relationship” è “a familial, financial, professional, employment or other relationship that would reasonably be expected to impair the objectivity of the director’s judgment when participating in the action to be taken”.

<sup>14</sup> Lo stesso Codice di Autodisciplina, che pur raccomanda procedure per la gestione delle operazioni con parti correlate (artt. 9.P.1. e 9.C.1.), lascia al commento, non vincolante, la descrizione tra le pratiche utilizzate per assicurare la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni “l’affidamento delle trattative ad uno o più amministratori indipendenti (o comunque privi di legami con la parte correlata)”.

Appare, poi, singolare che il Comitato sia “nominato” dagli indipendenti in quanto i comitati interni al CdA, anche diversi dai comitati esecutivi (ex 2381 c.c.), sono generalmente nominati dallo stesso CdA: quindi, le società non potrebbero, allo scopo, utilizzare gli attuali comitati per il controllo interno ex Codice di Autodisciplina, in quanto “nominati” dall’intero CdA e non dai soli indipendenti (art. 5.P.1 del Codice di Autodisciplina). Inoltre, nella maggioranza dei casi, il comitato proposto dalla Consob potrebbe non coincidere con quello raccomandato dal Codice di Autodisciplina, il quale, in linea con le migliori pratiche internazionali, dovrebbe essere composto da amministratori non esecutivi, la maggioranza dei quali (non la totalità) indipendenti (art. 8.P.4 del Codice di Autodisciplina)<sup>15</sup>.

Sarebbe, quindi, auspicabile che la proposta consenta alle società di utilizzare i comitati per il controllo interno da Codice di Autodisciplina, se in linea con la composizione raccomandata. In ogni caso, andrebbe eliminato il riferimento alla nomina e alla composizione di soli indipendenti.

La proposta richiede ai soggetti controllanti e agli altri soggetti indicati nell’art. 114, comma 5<sup>16</sup>, Tuf, che siano parti correlate delle società, di fornire a queste ultime “le informazioni necessarie al fine di consentire l’identificazione delle parti correlate ai sensi del comma 1, lettera a”. L’obbligo non incombe, quindi, su tutte le possibili parti correlate: ne discende una responsabilità della società per la mancata identificazione delle sole operazioni che siano individuabili con parti correlate alla luce delle informazioni ricevute da tali soggetti. Nel caso in cui la società non abbia ricevuto le informazioni (da soggetti al x.2, comma 5 o da altre parti correlate), i profili di responsabilità atterrebbero principalmente all’efficacia delle procedure.

### 2.3. *Il ruolo degli indipendenti nelle operazioni con parti correlate*

Un ruolo ancor più rilevante è attribuito agli amministratori indipendenti relativamente alle operazioni con parti correlate dagli artt. x.4 e x.5.

In primo luogo, l’art. x.4, nel descrivere le operazioni rilevanti con parti correlate, dispone che le procedure interne prevedono una riserva di competenza a deliberare in capo: *i*) al consiglio di amministrazione; *ii*) a un comitato ristretto composto da soli amministratori indipendenti nel caso in cui l’operazione sia “delegabile in base alle norme, anche di settore, applicabile alle società”; *iii*) a un solo amministratore indipendente, invece, qualora la società ne abbia uno solo.

Preliminarmente, si osserva che la proposta definisce la riserva di competenza in capo al consiglio o l’attribuzione in capo a un comitato ristretto “in base alle norme, anche di settore, applicabili alle singole società” (v. sub. lett. *a*). Dalla lettura della disposizione non si evince il significato di tale espressione, né chiarimenti sono offerti in sede di commento. Innanzitutto, non si comprende se, in presenza di un’operazione in astratto delegabile, il consiglio debba necessariamente perdere le competenze deliberative sull’operazione in favore del comitato ristretto. La lettera delle norme sembrerebbe così portare alla paradossale conseguenza che gli amministratori delegati e il consiglio, scelti dai soci per le loro competenze specifiche, perderebbero ogni potere deliberativo in caso di operazioni, anche rilevanti da un punto di vista economico e finanziario per la società: infatti, ogni operazione di competenza consiliare è sempre in astratto delegabile, fatta naturalmente

<sup>15</sup> Su un campione di 259 società, circa il 41% delle società ha il Comitato Controllo interno composto da soli indipendenti; il 39% ha un comitato composto da non esecutivi, in maggioranza indipendenti; l’8% ha un comitato non aderente alle raccomandazioni del codice; il 12% non ha il comitato.

<sup>16</sup> Gli altri soggetti dell’art. 114, comma 5, che sono o potrebbero diventare parti correlate sono i componenti degli organi di amministrazione e controllo e i dirigenti della società, nonché i soggetti che detengono una partecipazione superiore al 2% nella società quotata o che partecipano a un patto parasociale.

eccezione per quelle ex art. 2381, comma 4, c.c.<sup>17</sup>. Tuttavia, le indicazioni fornite dalla stessa Consob e contenute nella lett. b)<sup>18</sup> sembrano consentire competenze del CdA, pur in presenza di delegabilità delle operazioni; d'altra parte non è chiaro se il riferimento alla delegabilità in base alle norme consente di riferirsi anche alle clausole statutarie della società. Sarebbe, pertanto, auspicabile un'eliminazione dell'inciso “in base alle norme, anche di settore, applicabili alle singole società” dall'art. x.4, comma 1, lettere a) e b).

Un'ulteriore riflessione si impone sul ruolo degli indipendenti. Nel caso di competenza consiliare (*sub lett. i) supra*), la proposta articola la partecipazione degli indipendenti, riservando loro un “ruolo determinante” nella conduzione delle trattative e nella fase istruttoria, in sequenza. Quanto, invece, alla fase di approvazione, la proposta distingue a seconda della natura dell'operazione. Solo nel caso di operazioni delegabili, agli indipendenti compete un ruolo determinante, mentre in presenza di operazioni non delegabili è richiesto loro un parere preventivo. In entrambi i casi, la proposta sembra riservare i vari ruoli a tutti i singoli amministratori indipendenti, senza consentire l'attribuzione solo ad alcuni di essi, o a un loro comitato né tantomeno al comitato per il controllo interno costituito seguendo le raccomandazioni del Codice di Autodisciplina.

Nel caso di competenza deliberativa del comitato ristretto di indipendenti (*sub lett. ii) supra*), è riservata al comitato anche la partecipazione alla conduzione delle trattative e all'istruttoria della deliberazione (art. x.4, comma 1, lett. c)).

Nel caso dell'unico amministratore indipendente (*sub lett. iii) supra*), a questi spettano le competenze ex art. x.4, comma 1, lett. b). Il generico richiamo alla sola lett. b) sembra, quindi, attribuire all'indipendente il ruolo determinante nella conduzione delle trattative e nell'istruttoria; quanto, invece, alla fase di approvazione dell'operazione, nel caso in cui l'operazione sia delegabile, all'indipendente compete un ruolo determinante; mentre, nel caso di operazione non delegabile, all'indipendente è richiesto un parere preventivo.

Gli amministratori indipendenti, ovvero il comitato da essi composto, devono, secondo le diverse articolazioni della proposta, poter partecipare all'elaborazione di operazioni societarie in fasi anteriori rispetto a quella deliberativa, tipicamente consiliare. Questo ruolo è qualificato come “determinante”.

Una costante attività di partecipazione e di monitoraggio di tutti gli amministratori (in particolare degli indipendenti) nell'elaborazione di operazioni particolarmente delicate, anche anteriormente alle fase deliberativa, è un aspetto rilevante, adottato nelle migliori pratiche di governo societario in applicazione dei migliori codici di autodisciplina. Va tuttavia rilevato che la fase di “conduzione delle trattative” attiene a un momento antecedente alla stessa definizione di un concreto progetto la cui realizzabilità è meramente eventuale. In tale fase, spesso, nemmeno gli amministratori esecutivi

---

<sup>17</sup> Con la riforma delle società di capitali (d.lgs. n. 6/2003), il legislatore ha modificato l'art. 2381 c.c., ribadendo con forza la centralità del consiglio di amministrazione nella gestione della società, sia nel rapporto con l'assemblea sia con riguardo agli organi delegati. Con riferimento a tal ultimo profilo, va ricordato, che pur attraverso la realizzazione di un sistema che vede con favore l'articolazione dell'organo consiliare in soggetti delegati, il legislatore ha però mantenuto la centralità del consiglio nella sua interezza. Il perseguitamento di tale obiettivo è stato realizzato, da un lato, ampliando il novero delle attribuzioni non delegabili, dall'altro sottolineando che la delega consiliare è solo concorrente e, in quanto tale, non spoglia il consiglio dei propri poteri, ma li attribuisce anche agli organi delegati. A tal proposito, l'art. 2381, co.3, c.c. stabilisce che il consiglio di amministrazione può sempre impartire direttive agli organi delegati e avocare a sé operazioni rientranti nella delega.

<sup>18</sup> La lett. b) disciplina i casi di operazioni che pur essendo di competenza consiliare vedano un diversa funzione degli amministratori indipendenti a seconda della delegabilità dell'operazione.

sono effettivamente coinvolti, in quanto tipica attività di competenza dei dirigenti strategici: appare singolare il coinvolgimento degli amministratori indipendenti<sup>19</sup>.

Solo nel caso in cui le trattative si concretizzino, si passa, come anche sottolineato nella proposta, alla fase istruttoria dell’eventuale operazione che attiene all’analisi dei principali aspetti: è da questa fase che contributi da parte di soggetti, necessariamente terzi rispetto a chi ha condotto le trattative e imparziali rispetto all’operazione con parte correlata, possono essere particolarmente proficui.

La proposta, inoltre, qualifica come “determinanti” i ruoli nella conduzione delle trattative e nell’istruttoria dell’operazione. La proposta non fornisce una definizione di “ruolo determinante”, più correttamente lasciando alle procedure interne delle singole società la relativa qualificazione. Certamente non pare possa evincersi che il ruolo determinante possa risolversi in una riserva esclusiva in capo agli amministratori indipendenti, trattandosi, più correttamente di un ruolo importante e decisivo, senza arrivare a consistere in un potere di voto, che nei fatti sarebbe equivalente a una riserva esclusiva. Peraltro, un’operazione con parti correlate che non abbia il parere favorevole degli indipendenti avrebbe scarse probabilità di essere approvata dal CdA.

In tal senso, sarebbe opportuno eliminare il riferimento alla “conduzione delle trattative”, continuando, invece, a prevedere che, nell’ambito della fase istruttoria condotta dagli amministratori a ciò delegati, sia mantenuto un ruolo anche importante di uno o più amministratori indipendenti<sup>20</sup>.

Il ruolo determinante degli indipendenti nell’approvazione dell’operazione, in caso di operazione delegabile (*ex art. x.4, comma 1, lett. b) ed e)*) non è definito dalla proposta, ma è solo oggetto di esemplificazioni non esaustive nel commento (voto favorevole della maggioranza degli indipendenti o loro parere vincolante – pag. 72). Le società possono, quindi, riempire di contenuto questo ruolo “determinante” nel modo più opportuno, anche in ragione della struttura dell’azionariato e della composizione del CdA. Ad esempio, il ruolo determinante potrebbe certamente estrinsecarsi anche in un parere di una sola parte degli indipendenti, eventualmente organizzati in un comitato; tale comitato potrebbe anche coincidere con il comitato per il controllo interno, raccomandato dal Codice di Autodisciplina, qualora esso sia composto in maggioranza di amministratori indipendenti: anche in tal caso, infatti, sarebbe salvaguardato il ruolo determinante degli indipendenti. Similmente, nel diverso caso delle operazioni non delegabili, in alternativa al rilascio del parere preventivo, sarebbe opportuno prevedere un parere da parte di un analogo comitato<sup>21</sup>.

Anche nel caso di operazioni diverse da quelle rilevanti (*ex art. x.5*), il ruolo determinante potrebbe risolversi in un parere di una sola parte degli indipendenti, eventualmente organizzati in un comitato; tale comitato potrebbe anche coincidere con il comitato per il controllo interno, raccomandato dal Codice di Autodisciplina, qualora esso sia composto in maggioranza di amministratori indipendenti: in tal caso, infatti, sarebbe salvaguardato il ruolo determinante degli

---

<sup>19</sup> Tra l’altro, relazioni dirette tra amministratori non delegati e dirigenti della società dovrebbero preferibilmente avvenire solo in sede consiliare attraverso gli amministratori delegati, come suggerito dal Codice di Autodisciplina (commento all’art. 1). L’unica altra possibilità espressamente prevista riguarda l’ “accesso alle funzioni aziendali” da parte dei comitati interni al consiglio (cfr. art. 5. C., lett. e)).

<sup>20</sup> In tal modo si eviterebbe anche la difficoltà di identificare come rilevante un’operazione prima che abbia inizio la conduzione delle trattative. Infatti, i riferimenti al “controvalore”, all’ “ammontare pagato”, al “corrispettivo” dell’operazione, contenuti nell’All. 3I (in particolare nei casi *a) ed e)*) al fine di calcolare la rilevanza di un’operazione non sono determinabili in un momento così preliminare.

<sup>21</sup> Sotto differente profilo, va infine osservato che l’attribuzione di un così incisivo ruolo in capo agli amministratori indipendenti è destinato a generare costi notevoli in capo alla società, che dovranno attribuire una congrua remunerazione agli stessi.

indipendenti che dovrebbe, in tal modo, assorbire quello previsto nella fase istruttoria e deliberativa dalla lett. c).

#### 2.4. Operazioni di competenza assembleare

La proposta prevede che quando, per legge o per statuto, un’operazione rilevante con parti correlate sia di competenza assembleare, le procedure delle società debbano subordinare l’efficacia della deliberazione assembleare a modalità di approvazione che evitino la partecipazione al *quorum* costitutivo e deliberativo delle parti correlate; in alternativa, in questi casi, è possibile adottare le procedure di intervento degli amministratori indipendenti nella fase di approvazione della proposta di delibera da parte del CdA. L’ipotesi di limitare il diritto di voto in casi di operazioni rilevanti, come quelle riservate all’assemblea, configura un’alterazione delle regole di diritto societario, che attribuiscono le decisioni nell’impresa a coloro che maggiormente vi hanno investito; l’ordinamento prevede, comunque, strumenti a tutela delle minoranze nel caso di abusi da parte della maggioranza (impugnativa, recesso, ecc.). L’idea per cui l’interesse degli azionisti di minoranza estranei al controllo possa prevalere nell’approvazione di importanti operazioni, sottraendo a chi ha maggiormente investito nella società il diritto di tutelare i propri interessi, andrebbe riconsiderata.

### 3. Regime della trasparenza

Con riferimento al profilo della trasparenza informativa, la proposta delinea un regime, finalizzato da un lato a superare le incertezze interpretative emerse dall’esperienza applicativa dell’art. 71-bis RE, dall’altro, a dare attuazione all’art. 154-ter Tuf in materia di informazione periodica sulle operazioni con parti correlate.

Un’importante innovazione consiste nell’obbligo di pubblicazione senza indugio di un documento informativo dopo “l’approvazione dell’operazione” da parte del consiglio di amministrazione; il documento è particolarmente dettagliato, ispirandosi solo in parte a quello presente nel vigente regolamento (All. 3B, schema 4, RE).

È condivisibile l’esigenza di informare il mercato senza indugio di operazioni rilevanti che possono avere un’influenza significativa sul valore degli strumenti finanziari, al fine di ridurre fenomeni di asimmetrie informative. Tutte le operazioni con parti correlate che sono *price sensitive* sono quindi già comunicate al mercato, incluse quelle con parti correlate, *ex art. 114, Tuf*. È quindi opportuno che il mercato sia informato anche di quelle poche operazioni rilevanti non *price sensitive*.

Peraltro, il documento proposto è particolarmente complesso nella forma e nei contenuti. Alcune delle informazioni potrebbero non essere disponibili per essere comunicate senza indugio al mercato, in quanto, ad esempio, relative a dettagli che non sono noti al consiglio che delibera l’operazione: tipicamente le definizione di molte clausole relative a operazioni a fattispecie progressiva viene finalizzata in momento successivo. In alcuni casi le controparti potrebbero essere emittenti quotati anche di paesi diversi, soggetti a differenti obblighi di *disclosure*: la disciplina proposta potrebbe penalizzare l’esecuzione di alcune operazioni con parti correlate. La stessa disciplina del Tuf consente, in presenza di determinate condizioni, il ritardo della comunicazione al mercato delle operazioni (art. 114, comma 3, Tuf).

Sarebbe auspicabile che l’art. x.3, comma 3 sia modificato utilizzando l’attuale formula dell’art. 71-bis, RE: in particolare, l’obbligo di *disclosure* al mercato di operazioni con parti correlate dovrebbe realizzarsi “in occasione di operazioni rilevanti con parti correlate”. Il comunicato dovrebbe

limitarsi a contenere le informazioni essenziali, disponibili al momento, per poi procedere, entro 15 giorni dal comunicato, alla pubblicazione del documento informativo.

La proposta richiede la pubblicazione dei pareri che gli amministratori possono (eventualmente) farsi rilasciare da esperti indipendenti. Per quanto condivisibile la scelta di prevedere un regime volto a garantire un maggior livello di trasparenza, non può essere trascurato il rischio che venga a realizzarsi un effetto contrario a quello atteso. Tali pareri, necessariamente, contengono informazioni riservate, ancorché non privilegiate che sono alla base dell'analisi e dell'opinione fornita dall'*advisor* agli amministratori. L'obbligo di pubblicazione integrale di notizie riservate, peraltro non necessarie per l'informazione del pubblico, potrebbe essere inopportuno, danneggiando l'impresa a favore di concorrenti. L'adeguamento a tale regola potrebbe allora indurre alla redazione di documenti molto sintetici che contengano il solo parere senza alcuna analisi o comunque significativamente ridotti nei contenuti. Sotto differente profilo, la diffusione al mercato dei pareri potrebbe esporre gli *advisor* a eventuali profili di responsabilità verso soggetti terzi rispetto ai naturali destinatari (gli amministratori indipendenti): ciò potrebbe aumentare sensibilmente i costi delle società e ridurre l'utilità dei pareri che verrebbero strutturati con un largo ricorso a *disclaimer* di ogni tipo. Sarebbe quindi auspicabile riconsiderare l'obbligo di pubblicazione dei pareri degli esperti indipendenti.

La proposta prevede, inoltre, in aggiunta all'obbligo di pubblicazione dei pareri degli *advisor*, anche quello relativo alla pubblicazione dei pareri degli stessi amministratori indipendenti. Nel commento, si legge (pag. 73) che solo con l'individuazione di specifici compiti per gli amministratori indipendenti e con l'obbligo di rendere noti i pareri dagli stessi espressi si potrà avere una maggiore responsabilizzazione di tali "categorie" di amministratori: potrebbe essere, allora, opportuno precisare nel commento che la pubblicazione abbia a oggetto il giudizio contenuto nel parere, reso in via collettiva dagli indipendenti ovvero dal comitato interno.

#### **4. Regime transitorio**

La proposta non definisce un termine entro il quale le procedure debbano essere adottate e prevede solo un limite di 30 giorni entro il quale le regole contenute nelle procedure diventino efficaci. La fissazione del termine dipende da quali saranno le scelte definitive all'esito della consultazione. Certamente dovranno essere tenuti contestualmente in considerazione due fattori: la complessità delle procedure che le società dovranno realizzare richiederà un congruo periodo di tempo anche per consentire un'adeguata sperimentazione e quindi un'effettiva applicazione; le attuali composizioni degli organi di sociali potrebbero non facilitare un'immediata applicazione delle procedure, rendendo opportuno attendere il rinnovo degli organi.

## Allegato Tecnico

### *Ambito di applicazione*

Il commento alla consultazione chiarisce che la società potrebbe definire come parti correlate soggetti non ricompresi nello IAS 24: ad esempio, potrebbe stabilire che i soggetti che controllano congiuntamente, tramite patto, una società che esercita un'influenza notevole sulla quotata siano soggetti correlati, benché non espressamente ricompresi nella definizione IAS (pag. 61).

Il riferimento a situazioni ulteriori rispetto a quelle individuate dallo IAS 24 appare innovativo e rischia di determinare incertezze circa la completa e corretta definizione di parte correlata, e difformità in caso di comparazioni tra società simili che abbiano utilizzato definizioni diverse.

Inoltre, la formulazione della norma, nella parte in cui prevede che “le società valutano” sembra implicare un obbligo in capo alle stesse circa l’individuazione di soggetti ulteriori rispetto a quelli definiti come parte correlate dal documento posto in consultazione. Non appare condivisibile la scelta di inserire nell’articolo una simile opzione, ritenendo più corretto limitarsi a mantenerla solo nella parte di commento, così da consentire comunque alle società la possibilità di ampliare il novero dei soggetti qualificabili come parte correlata, senza tuttavia disporne una cristallizzazione a livello dispositivo. In ogni caso, nell’ipotesi in cui la Consob volesse mantenere una simile impostazione, sarebbe preferibile sostituire le parole “le società valutano” con l’espressione “le società hanno la facoltà di individuare”, che più correttamente lascia interpretare come una mera facoltà la scelta riservata alle società di ricoprendere tra le parti correlate rilevanti soggetti ulteriori.

### *Adozione di procedure interne*

L’art. x.2 individua i principi che i consigli di amministrazione sono chiamati ad adottare per assicurare la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate.

Il comma quarto richiede che le procedure interne (e le relative modifiche) devono essere pubblicate senza indugio sul sito *internet* della società, fermo restando l’obbligo di pubblicità nella relazione annuale sulle gestione. Il riferimento alla relazione sulla gestione deriva dall’art. 2391-bis c.c., il quale prevede che la Consob stabilisca principi che le società devono seguire nell’adozione di regole che assicurino la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate e devono renderli noti nella relazione sulla gestione.

Vista la complessità delle regole proposte, è presumibile che le procedure interne delle società siano piuttosto articolate e che possano contenere informazioni anche riservate, la cui divulgazione al pubblico appare inutile. Sarebbe, quindi, opportuno precisare che la pubblicazione abbia a oggetto una sintesi delle procedure, pur contenendo tutti i profili indispensabili; in tal senso, è anche il riferimento contenuto nel codice civile alla pubblicazione dei soli principi (*rectius regole*<sup>22</sup>). Inoltre, al fine di evitare un eccessivo appesantimento delle stessa relazione sulla gestione, la Consob potrebbe utilmente precisare che l’adempimento può anche essere soddisfatto mediante l’indicazione nella relazione sulla gestione del *link* alla pagina specifica contenuta nel sito *internet*

<sup>22</sup> Peralter, l’art. 2391-bis c.c. ha una formulazione letterale infelice perché sembra prevedere che l’obbligo di pubblicazione riguardi anche i “principi” fissati dalla Consob (...e “li” rendono noti nella relazione sulla gestione...) e non solo “le” regole delle società.

dell'emittente. A tal proposito, sarebbe utile precisare nel commento alla proposta, che, in linea con il codice civile, che ritiene la relazione sulla gestione lo strumento di conoscibilità delle regole, l'obbligo di pubblicazione sul sito *internet* debba avvenire senza indugio contestualmente alla pubblicazione della relazione; ciò dovrebbe valere anche per la pubblicazione delle modifiche alle procedure.

### *Le soglie per l'individuazione delle operazioni rilevanti*

La Consob richiede che le procedure interne della società individuino i criteri di tipo quantitativo per identificare le operazioni rilevanti. Le società devono includere tra le operazioni rilevanti almeno quelle in cui uno o più degli indici individuati, a seconda della specifica operazione, risultino superiore alla soglia del 5%. L'Allegato 3I individua, a tal proposito, una serie di indici che, se ricorrenti e superiori al 5%, identificano un'operazione come rilevante e determinano l'applicazione della procedura di cui all'art. x.4. In casi specifici, l'indice è ridotto all'1%.

Sarebbe opportuno specificare ulteriormente che la verifica dell'eventuale superamento della soglia di rilevanza deve essere effettuata sul solo indice rilevante a seconda della specifica operazione (o nei casi in cui rilevi più di un indice, esclusivamente su questi). Inoltre sarebbe opportuno spostare questo riferimento nel punto 1 dell'Allegato 3I, in luogo del punto 1.1, in modo tale da chiarire che esso si applichi anche per il superamento dell'indice dell'1%.

Formano oggetto di informativa al mercato non solo le operazioni poste in essere direttamente dall'entità quotata con le proprie parti correlate, ma anche quelle poste in essere dalle controllate di questa con le parti correlate alla prima. Dalla formulazione della disposizione non è tuttavia chiaro se, nel caso in cui un'operazione venga posta in essere da una controllata, l'indice di rilevanza dell'attivo debba essere calcolato sull'attivo consolidato della controllante ovvero su quello della controllata che abbia materialmente posto in essere l'operazione. Analoga considerazione va fatta con riferimento agli indici di rilevanza degli utili, di cui alla lett. c), all'indice di rilevanza delle passività, di cui alla successiva lett. d).

L'indice di rilevanza del controvalore è calcolato come il rapporto tra il controvalore dell'operazione e la capitalizzazione media degli ultimi 6 mesi della società. Il calcolo della capitalizzazione su un periodo così breve, e "rolling", anche alla luce della volatilità dei mercati, potrebbe causare incertezze nella classificazione di molte operazioni che potrebbero risultare non rilevanti durante l'istruttoria e divenirlo successivamente o viceversa; inoltre, lo stesso calcolo della capitalizzazione potrebbe non essere univoco. A tal proposito, la Consob già calcola in modo univoco la capitalizzazione degli emittenti ai fini della presentazione delle liste (*ex art. 144-septies, RE*): sarebbe quindi auspicabile fare riferimento alla capitalizzazione utilizzata dalla Consob per tale calcolo e che andrebbe opportunamente pubblicata sul sito dell'Autorità.

Non appare condivisibile la scelta di considerare di *default* come operazioni rilevanti quelle nelle quali non sia possibile determinare un valore massimo e non sia calcolabile nessuno degli altri indici di rilevanza: infatti, l'impossibilità di calcolare i parametri di controvalore dell'operazione o di ammontare "pagato", o di *fair value* "alla data dell'operazione", prima ancora che inizino le trattative, rischierebbe di aumentare in modo considerevole il numero di operazioni rilevanti, che all'approvazione dell'operazione non risultino tali o addirittura rientrino tra quelle esenti. Al contrario sarebbe opportuno modificare l'All. 3I, precisando che nel caso gli indici non siano calcolabili per questi o altri motivi (si pensi a operazioni pluriennali, operazioni di finanziamento, ecc) le operazioni siano soggette alla procedura x.5.

L'indice di rilevanza degli utili (lett. c)) rischia di far trattare in modo diverso operazioni simili a seconda dell'andamento economico dell'impresa. Tra l'altro non è chiaro come si calcoli nel caso di perdite delle società.

Con riferimento all'indice di rilevanza di acquisti e vendite di beni e servizi, definito dalla lett. e) come il rapporto tra il corrispettivo dell'operazione e i ricavi della società, si osserva che non è chiaro come si calcoli la voce del ricavo nel caso di banche o assicurazioni.

La soglia del 5% è ridotta all'1% per alcune operazioni in casi caratterizzati da separazione tra proprietà e controllo strutturalmente più elevate, nei quali sarebbero presenti maggiori rischi di estrazione di benefici privati del controllo (commento pag. 63). L'abbattimento della soglia dal 5% all'1% in caso di operazioni svolte con società controllanti quotate potrebbe determinare in molti casi che controllate quotate del gruppo dovrebbero quasi sempre rappresentare le operazioni poste in essere con la controllante quotata come "rilevanti", in quanto l'applicazione degli indici alle loro fattispecie determinerebbe quasi sempre il loro superamento. Lo stesso vale in presenza di azioni con voto limitato, anche emesse in tempi remoti e con ammontare residuale irrisorio o in altre delle situazioni indicate. Ci si chiede se almeno in questi casi non sia più opportuno introdurre una disciplina di trasparenza nella relazione semestrale (ex art. x.4, comma 2) e abrogare la soglia dell'1%.

### *I regimi agevolativi*

Il codice civile delega la Consob a disciplinare i principi anche per gli emittenti con azioni diffuse. Tali società non vedono la presenza, nei loro organi, di amministratori indipendenti con i requisiti dei sindaci né con quelli del Codice di Autodisciplina in quanto, non essendo quotate, non sono soggette a tali discipline. Sarebbe quindi opportuno prevedere che, in questi casi, si applichino esclusivamente le regole di trasparenza<sup>23</sup>.

### *Società soggette ad attività di direzione e coordinamento*

La proposta richiede alle società sottoposte a direzione e coordinamento di disporre di un comitato di controllo interno formato esclusivamente da amministratori indipendenti. Questo dovrebbe valere anche per gli altri comitati, ove istituiti. Inoltre, in caso di direzione e coordinamento da parte di altra quotate, il CdA dovrebbe essere composto in maggioranza da indipendenti. Inoltre viene fornita un'ulteriore definizione di amministratore indipendente, presumendo comunque che non possano essere qualificati come tali gli amministratori della controllante o addirittura quelli delle società sorelle. Infine, in caso di società con modello dualistico, si richiede che il comitato di controllo interno, nell'ambito del consiglio di sorveglianza, sia presieduto dal consigliere di minoranza.

Appare prematura la modifica dell'art. 37 RM prima ancora che il vigente articolo 37 abbia trovato piena applicazione. Inoltre non appare condivisibile la scelta di imporre la costituzione di un

---

<sup>23</sup> La disciplina agevolativa prevista dall'art. x.6 non è di aiuto in quanto comunque prevede l'applicazione delle procedure che prevedono un parere degli indipendenti. Non soccorrono nemmeno le previsioni degli artt. x.4 e x.5, comma 1, lett. e) che consentono alle società di prevedere "specifiche regole per le ipotesi di mancanza di amministratori indipendenti che non abbiano interessi nell'operazione ai sensi dell'art. 2391" c.c.; infatti, esse sembrano rivolgersi al caso generale di società i cui indipendenti siano portatori di interessi in conflitto in una specifica operazione.

comitato di controllo interno alle società soggette a direzione e coordinamento: il comitato per il controllo interno, nelle società che adottano il modello tradizionale, è costituito su base volontaria in adesione al Codice di Autodisciplina. Al riguardo, si ricorda che la stessa VIII direttiva non obbliga alla costituzione del comitato ma consente agli Stati membri di assegnarne le funzioni all'organo di amministrazione o controllo nel suo insieme<sup>24</sup>.

### *Allegato 3B*

L'Allegato 3B contiene lo schema di documento informativo sulle operazioni rilevanti con parti correlate. Il punto 2.2 richiede l'indicazione delle parti correlate con cui l'operazione è posta in essere, “del relativo grado di correlazione, della natura e della portata degli interessi di tali parti nell'operazione”. Sarebbe opportuno precisare che tale ultima indicazione possa essere richiesta solo se la portata degli interessi sia effettivamente nota alla società (ad es. ex art. 2391, c.c.).

---

<sup>24</sup> Direttiva 2006/43/CE, art. 41, par. 1. Al riguardo, lo stesso decreto di recepimento della direttiva, sottoposto a consultazione da parte del Ministero dell'Economia e delle Finanze nel maggio scorso, ancorché non oggetto di definitiva approvazione, nel ricordare che la disciplina nazionale vigente non prevede l'istituzione di un comitato per il controllo interno e la revisione contabile e che lo stesso è previsto, in via di autoregolamentazione, dal Codice di Autodisciplina delle società quotate (art. 8), disponeva che gli emittenti possono attribuire alcune delle funzioni del comitato per il controllo interno al collegio sindacale (si veda, documento di consultazione – Attuazione della direttiva 2006/43/CE, art. 23.2.2.).