

Università degli studi di Catania
Dottorato di ricerca in Diritto Commerciale
ciclo XXVIII

LE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE

TUTOR:

Chiar.mo Prof.
Aurelio Mirone

COORDINATORE del Dottorato:

Chiar.mo Prof.
Ruggero Vigo

Dott.
Dario Prestamburgo

INDICE

CAPITOLO PRIMO INTRODUZIONE ALLA DISCIPLINA DELLE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE	5
Sezione 1 - Le operazioni con parti correlate: una prima ricostruzione storico-sistemica dell'istituto	5
<i>1.1 Le origini e le fonti delle operazioni con parti correlate e la loro regolamentazione fino al 2010</i>	5
<i>1.2 Il Regolamento Consob n. 17221/2010: linee guida e principali caratteristiche</i>	13
<i>1.3 Le operazioni con parti correlate nell'ordinamento inglese: una prima comparazione</i>	18
Sezione 2 - Questioni preliminari: le fonti delle procedure e l'ambito di applicazione	27
<i>2.1 Le fonti delle procedure per le operazioni con parti correlate</i>	27
<i>2.1.1 L'implementazione delle procedure mediante norme statutarie</i>	29
<i>2.1.2 L'implementazione delle procedure mediante il regolamento assembleare</i>	31
<i>2.1.3 L'implementazione delle procedure mediante il regolamento del consiglio di amministrazione</i>	33
<i>2.2 Le definizioni del Regolamento Consob: le nozioni di "controllo" ed "influenza notevole"</i>	37
<i>2.3 Le definizioni del Regolamento Consob: l'individuazione delle "parti correlate" (presupposto soggettivo)</i>	44
<i>2.4 Le definizioni del Regolamento Consob: l'individuazione delle "operazioni con parti correlate" (presupposto oggettivo)</i>	51
<i>2.5 L'esecuzione delle operazioni con parti correlate nei gruppi di società: l'ipotesi di esclusione di cui all'art. 14, comma 2 del Regolamento Consob</i>	59
<i>2.5.1 Individuazione dei criteri di "significatività" dell'interesse ai fini dell'applicazione dell'art. 14, comma 2 del Regolamento Consob</i>	66
<i>(i) L'interesse significativo derivante dall'appartenenza ad un gruppo di società</i>	68
<i>(ii) L'interesse significativo di natura contrattuale: relazioni commerciali e patti parasociali</i>	70
<i>(a) le relazioni di natura commerciale</i>	70
<i>(b) patti parasociali</i>	70
<i>2.5.2 Significatività dell'interesse, amministratori condivisi ed il c.d. divieto di interlocking directorship di cui all'art. 36 del Decreto Legge Salva Italia</i>	71
CAPITOLO SECONDO LA DISCIPLINA DEL REGOLAMENTO CONSOB: MAGGIORI CRITICITÀ ED ALCUNI PROBLEMI INTERPRETATIVI	74
Sezione 1 - I nuovi obblighi degli amministratori di società "quotate" ai sensi del Regolamento Consob	74
<i>1.1 Gli obblighi informativi degli amministratori: completezza, adeguatezza e "congruo anticipo" ai sensi degli artt. 7(1)(c) e 8(1) del Regolamento Consob</i>	74
<i>1.1.1 L'obbligo di fornire agli amministratori indipendenti un'informazione "completa" ed "adeguata"</i>	75
<i>1.1.2 L'indeterminatezza del concetto di "congruo anticipo"</i>	80
<i>1.2 Profili di sovrapposizione tra le previsioni del Regolamento Consob e quelle del Codice Civile. In particolare: l'obbligo di astensione dell'amministratore delegato e gli obblighi di motivazione delle deliberazioni</i>	82

1.3	<i>L'ipotesi peculiare delle obbligazioni degli esponenti bancari di cui all'art. 136 TUB: i rapporti con la disciplina regolamentare e le istruzioni di vigilanza</i>	91
Sezione 2 - Il ruolo degli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate		
2.1	<i>Introduzione alla figura dell' "amministratore indipendente" ed alle molteplici definizioni di "indipendenza"</i>	97
2.1.1	<i>Il concetto di indipendenza degli organi di amministrazione e controllo nell'ordinamento italiano: un'ipotesi per un "criterio funzionale"</i>	102
2.1.2	<i>L' "independent director" ed il concetto di indipendenza nel diritto inglese</i>	106
2.2	<i>Il parere degli amministratori indipendenti ai sensi del Regolamento Consob: tipologia e funzioni</i>	109
2.2.1	<i>Il parere dell'amministratore indipendente nel Regolamento Consob: un parere di legittimità sul rispetto delle procedure o un parere sul merito dell'operazione?</i>	109
2.2.2	<i>I beneficiari del parere del comitato indipendenti: classificazione del parere in base alla funzione assoluta</i>	114
2.2.3	<i>L'art. 14, comma 1 del Regolamento Consob ed il parere degli amministratori indipendenti alla luce dei "vantaggi compensativi"</i>	119
2.3	<i>Il coinvolgimento degli amministratori indipendenti nella "fase delle trattative" per le operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza</i>	124
2.3.1	<i>I possibili conflitti con gli artt. 2380-bis e 2381 del codice civile</i>	126
2.3.2	<i>Il potere degli amministratori indipendenti di richiedere informazioni ed il (tentato) superamento dell'art. 2381, comma 6 del codice civile</i>	129
2.4	<i>Il parere degli amministratori indipendenti come fairness test</i>	134
2.4.1	<i>Il parere degli amministratori indipendenti ai fini dell'esclusione della responsabilità degli amministratori ai sensi degli artt. 2391 e 2497-ter del codice civile</i>	135
2.4.2	<i>Il parere degli amministratori indipendenti ai fini dell'esclusione della responsabilità degli amministratori ai sensi degli artt. 2392 e ss. del codice civile</i>	139
2.4.3	<i>I doveri degli amministratori ed il safe harbour della independent committee fairness opinion per i directors nell'esperienza inglese</i>	143
(a)	<i>la disciplina del CA 2006</i>	143
(b)	<i>la disciplina delle Listing Rules</i>	146
2.5	<i>I "presidi equivalenti": una possibilità per valorizzare la partecipazione degli stakeholders</i>	147
2.5.1	<i>I presidi equivalenti: gli amministratori di minoranza</i>	148
2.5.2	<i>(segue) I presidi equivalenti: i componenti del collegio sindacale</i>	150
2.5.3	<i>(segue) I presidi equivalenti esterni alla società</i>	153
(a)	<i>gli esperti indipendenti esterni</i>	153
(b)	<i>i rappresentanti dei creditori o dei risparmiatori</i>	154
(c)	<i>l'ipotesi (de iure condendo) della nomina da parte della Consob di un soggetto indipendente</i>	156
2.5.4	<i>(segue) L'ipotesi del presidio equivalente inteso quale procedura alternativa a quelle previste dal Regolamento Consob: il ricorso all'assemblea in assenza di previsione statutaria</i>	157
Sezione 3 - Le operazioni con parti correlate di competenza assembleare ed il		

conflitto di interessi del socio	160
3.1 <i>Le operazioni con parti correlate deliberate dall'assemblea</i>	160
3.1.1 <i>Il ricorso all'assemblea ex art. 8, comma 2, quello ex art. 11 del Regolamento Consob e la procedura di whitewash</i>	161
3.2 <i>Il ricorso all'assemblea per le operazioni con parti correlate quale ipotesi di espansione delle competenze assembleari. Critica.</i>	164
3.3 <i>Il whitewash e il diritto del socio interessato a partecipare alle deliberazioni assembleari ai sensi dell'art. 2373 del codice civile</i>	168
3.4 <i>La procedura di whitewash nelle related party transactions inglesi</i>	176
CAPITOLO TERZO LE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE NELLA PRASSI DI MERCATO E LE SANZIONI DELLA CONSOB	179
1. <i>Alcuni recenti casi di estrazione di benefici privati a mezzo di operazioni con parti correlate</i>	179
2. <i>Strumenti di prevenzione e repressione degli abusi di operazioni con parti correlate: un confronto tra Italia e Regno Unito</i>	183
2.1 <i>L'azione sociale di responsabilità esercitata dagli azionisti. Uso limitato del private enforcement per le operazioni con parti correlate</i>	185
2.2 <i>I rimedi di natura penale (cenni)</i>	188
2.3 <i>Il ricorso alle sanzioni amministrative come valida alternativa al private enforcement</i>	197
3. <i>Il sistema sanzionatorio della Consob e della FCA</i>	201
3.1 <i>Le novità del nuovo procedimento sanzionatorio Consob</i>	202
3.2 <i>La procedura sanzionatoria della FCA</i>	205
4. <i>La proposta al vaglio parlamentare e le possibili soluzioni per migliorare l'enforcement</i>	207
INDICE BIBLIOGRAFICO	209
INDICE DELLA GIURISPRUDENZA	224

CAPITOLO PRIMO

INTRODUZIONE ALLA DISCIPLINA DELLE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE

Sezione 1 - Le operazioni con parti correlate: una prima ricostruzione storico-sistemica dell'istituto

1.1 *Le origini e le fonti delle operazioni con parti correlate e la loro regolamentazione fino al 2010*

Il fenomeno societario si basa sulla composizione degli interessi di soggetti diversi, da un lato l'ente societario, dall'altro i singoli soggetti che ne fanno parte, latori di istanze spesso divergenti fra loro. Ogni singolo socio, agendo per il benessere della società, cerca il soddisfacimento dei propri interessi individuali, che non è escluso possano essere in contrasto con il c.d. interesse sociale. Ciò si verifica soprattutto quando l'interesse perseguito dal singolo è non solo privato ma extrasociale. Senza voler semplificare il tema, che è stato ampiamente trattato dalla più illustre dottrina¹, si vuole

¹ Testimonianza ne è il dibattito che per svariati decenni ha interessato la dottrina giuscommercialistica italiana. *Ex multis*, in particolare A. MIGNOLI, "L'interesse sociale", in Riv. Soc., 1958, 740 ss.; P.G. JAEGER, "L'interesse sociale", Milano 1964; P.G. JAEGER, "L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)", in Giur. Comm., 2000, I, 798; A. GAMBINO, "La disciplina del conflitto di interessi del socio" in Riv. Dir. Comm., 1969, 384 ss.; A. GAMBINO, "Il principio di correttezza nell'ordinamento delle spa", Giuffrè, 1987. Recentemente, sul medesimo tema, si veda la raccolta di contributi a cura di R. SACCHI, "Interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders", in Quaderni di Giur. Comm., 2010; V. CALANDRA BUONAURA, "Responsabilità sociale dell'impresa e doveri degli amministratori", in Giur. Comm., 4, 2011, ove si riconosce che "Il dato dal quale occorre muovere esaminando il problema alla luce del diritto societario italiano è la mancanza di una definizione normativa generale dei doveri degli amministratori e dell'interesse che essi sono tenuti a perseguire."; E. LA MARCA, "Alla ricerca dell'interesse della società al suo scioglimento tra conflitto di interessi e abuso di potere", in Banca Borsa e Tit. Cred., 5, 2014, 590 ss.; P. MONTALENTI, "Le operazioni con parti correlate: questioni sistematiche e problemi applicativi", in Riv. Dir. Comm. 1, 2015, 63, ove viene fornita la definizione di interesse sociale ad oggi maggiormente accreditata in dottrina: "l'interesse sociale è oggi l'interesse dei soci alla valorizzazione della partecipazione sotto il profilo reddituale e patrimoniale che gli amministratori devono perseguire componendo e omogeneizzando la pluralità di interessi (long term, short term, finanziari, industriali, speculativi, ecc.) delle diverse categorie di azionisti, nel quadro delle limitazioni, condizionamenti e finalizzazioni giuridicamente rilevanti." Il tema è ampiamente dibattuto anche negli ordinamenti di stampo anglosassone caratterizzati da mercati a maggiore diffusione dell'azionariato.

Per il diritto statunitense si vedano, tra i numerosi altri, R. HARVEY, "Rights of the Minority Stockholder", New York, 1909, AMERICAN LAW INSTITUTE, "Restatement of the Law of Agency", Washington D.C., 1933; A. BERLE - G. MEANS, "The Public Corporation and Private Property", 1932; C. BAKER, "Directors and their functions, a preliminary study", Harvard University, 1945; F. EASTERBROOK - D. FISCHER, "L'economia delle società per azioni", Giuffrè, 1996 (ed. inglese, 1991); M. EISENBERG, "Obblighi e responsabilità degli amministratori e dei funzionari delle società nel diritto americano", in Giur. Comm., 1992, 631; AMERICAN LAW INSTITUTE, "Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations", St. Paul, Minn. 1994.

Nel diritto inglese, A. DIGNAM - J. LOWRY, "Company Law", Oxford, 2014, 334, ove gli autori, tentando di rispondere alla domanda su quale sia l'interesse della società, propongono diverse soluzioni: "do the shareholders, a contractarian analysis would demand, constitute the company's interests, or is a more pluralist approach adopted by realist theory whereby the company's interests are aligned with those of the shareholders, creditors, employees and the general public, correct? The courts have cleverly judged the answer". Medesimi dubbi anche in S. SHEIKH, "Company Law Handbook 20152, Bloomsbury Professional, 2014, 703: "the common law

qui semplicemente dire che l'esistenza stessa di un'associazione tra più individui (in tal caso, i soci) per il conseguimento di uno scopo comune, determina il concreto rischio che gli interessi personalistici dei soci non siano del tutto coincidenti e, conseguentemente, genera la possibilità che due o più soci entrino in conflitto tra loro. Non si può poi escludere che alcuni soci cerchino di sfruttare la propria influenza all'interno della società anche a danno della società stessa o, *rectius*, ricercando un proprio personale vantaggio non necessariamente coincidente con il fine e gli interessi sociali. La mancata coincidenza tra la molteplicità di istanze canalizzate nel fenomeno societario, determina una situazione di costante attrito tra i diversi interessi². Se tale

requirement that directors act in the interests of the company did not address clearly in whose interest, owing to the inanimate legal entity nature of the corporation – whether of shareholders individually or collectively or other broader shareholders?.

Per un approccio maggiormente giuseconomico, si vedano i noti contributi di R. COASE, "The nature of the firm", in *Economica*, New Series, Vol. 4, 16, 1937; M.J. JENSEN – W.H. MECKLING, "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", in *Journal of financial economics*, 1976, E.F. FAMA - M.J. JENSEN, "Separation of ownership and control", in *The journal of law and economics*, 1983, 302; nonché, in Italia, G.B. PORTALE, "Lezioni di diritto privato comparato", Giappichelli, 2007.

² L'annosità della questione è riscontrabile già dal XVII secolo quando la *Vereenigde Geocroyeerde Oostindische*, anche nota come VOC o Compagnia Olandese delle Indie Orientali, sperimentava i medesimi problemi. La VOC è stata fondata nel 1602 da alcuni mercanti olandesi ed è comunemente considerata la prima società a responsabilità limitata con azioni distribuite al pubblico (E. GEPKEN-JAGER – L. TIMMERMAN – G. VAN SOLINGE, "VOC 1602-2002, 400 years of Company Law", Olanda, 2005, 43-46). Al suo interno, la VOC era suddivisa in sei *Chambers* cui i vari azionisti facevano riferimento. L'amministrazione era di competenza dei *Seventeen Directors*, tra cui figuravano anche alcuni soggetti scelti direttamente dalle sei Chambers (denominati *Governors*). Gli azionisti erano completamente assoggettati al volere degli amministratori, pertanto su questi, ed in particolare sui *Governors*, non v'era alcuna forma di controllo. Secondo alcuni autori che si sono occupati del tema, i capitani della VOC non operavano particolari distinzioni tra il proprio privato interesse e quello della Compagnia, arrivando ad arricchirsi ben oltre i già lauti compensi riconosciutigli (secondo gli autori citati, p. 66, i capitani della Compagnia "*saw themselves as being legally entitled to extract as much profit from the expeditions as they could*"). La circostanza era aggravata dal fatto che i capitani della Compagnia erano spesso coloro i quali fornivano alla Compagnia i beni da vendere in Asia (a prezzi maggiori rispetto a quelli medi di mercato), nonché i soggetti che, una volta in Asia, acquistavano tali beni a prezzi estremamente vantaggiosi (beneficiando dei rapporti intrattenuti tra la Compagnia e le colonie locali). Per tale ultimo aspetto si veda R. BRYER, "The History of Accounting and Transition to Capitalism in England. Part Two: Evidence" in *Accounting, Organisations and Society*, 25, 2000, 327. Al fine di limitare gli abusi, nel 1623 venne stabilito che i *Governors* potessero contrattare con la Compagnia solo a condizioni di mercato e che ottenessero una licenza da parte degli Stati-Generali per poter ricoprire il ruolo di fornitori della Compagnia. La regolamentazione del 1623 può ben essere considerata un antenato dell'attuale regolamento sulle operazioni con parti correlate.

Analoga situazione era riscontrabile con riferimento alla Compagnia Olandese delle Indie Occidentali attiva nella zona di New Amsterdam (odierna New York City). Secondo T.J. CONDON, "New York beginnings, the commercial origins of New Netherlands", New York, 1968, 158: "*The company had had a great deal of experience in the years before 1639 with men who had used their official position in New Netherland to further their own private interests*". Anche in America, i capitani della Compagnia, direttamente e per mezzo di soggetti interposti, acquistavano dagli indiani i terreni a basso costo per poi farsi concedere svariati privilegi dalla stessa Compagnia (in tal senso G.M. ASHER, "A bibliographical and historical essay on the Dutch books and pamphlets relating to the New Netherland and to the Dutch West-India Company and its possessions in Brazil/Angola etc. and also on the maps, charts etc. of New Netherland", Amsterdam, 1854-1867). Anche con riferimento alla Compagnia inglese delle Indie Orientali, si riportano testimonianze similari. Secondo il celebre contributo di M. JASANOFF, "Edge of Empire: Lives, Culture, and Conquest in the East, 1750-1850", Cambridge MA, 2005, 31 ss.: "*nobody would appreciate both the rewards and the risks of this new empire more acutely than its conqueror himself: Robert Clive. [...] He had assumed mantle in Bengal, in a metaphoric sense, by acquiring territory and resources for the East India Company. He had also collected a*

situazione fosse per sua natura in equilibrio, non vi sarebbe la necessità di regolamentare il fenomeno societario. Tuttavia, spesso il conflitto si risolve a favore dei soci maggiormente influenti che controllano, di diritto o di fatto, le decisioni e la linea imprenditoriale della società. Di fronte al conflitto di interessi societario o anche solo di fronte all'esistenza di più interessi per natura diversi ma non per questo in conflitto, il legislatore può adottare almeno tre strategie di regolamentazione diverse: il divieto di qualsiasi operazione, l'indifferenza – in un'ottica keynesiana di *laissez faire* – o la regolamentazione più o meno stringente. La prima strategia, che non trova riscontro negli ordinamenti moderni, limita esageratamente gli scambi commerciali e, soprattutto, rischia di impedire il compimento di operazioni in cui i due o più interessi presenti sussistono senza contrapporsi, viaggiando parallelamente o, addirittura, sorreggendosi l'un l'altro. La seconda strategia si affida alle leggi del mercato per regolare un fenomeno complesso, con il prevedibile risultato di dar vita a fenomeni di darwinismo sociale, notoriamente rigettati nel moderno stato di diritto basato su politiche di *welfare* e interventismo statale più o meno accentuato. La terza strategia, che costituisce l'ovvia via di mezzo tra le prime due – e che a queste può tendere in vario modo – è quella ad oggi maggiormente utilizzata in quanto consente di comporre i diversi interessi che si manifestano nelle moderne compagini societarie. Con la regolamentazione del conflitto di interessi societario il legislatore tutela (i) il socio in conflitto – specialmente se titolare di un mero interesse laterale, dunque non confliggente con quello sociale o di altri soci – consentendogli di compiere un'operazione e, in determinati casi, garantendogli anche una (controllata) estrazione di benefici privati; (ii) i soci non in conflitto – che non necessariamente sono quelli di minoranza – in quanto impone al socio in conflitto delle regole e dei presidi per poter compiere l'operazione; e, infine, (iii) la società e l'interesse sociale – qui inteso come interesse astratto e diverso da quello delle varie categorie di soci – favorendo, secondo procedure e presidi di garanzia, il compimento di operazioni convenienti che, incidentalmente, apportano anche un maggior beneficio a uno o più soci (*i.e.* i soci in conflitto)³.

È in tale contesto e su tali presupposti che si sviluppa la disciplina delle operazioni

tremendous fortune for himself”.

³ È questa, in fondo, secondo autorevole dottrina (R. VIGO, “I «particolari diritti riguardanti l'amministrazione della società» a responsabilità limitata e i profitti extralucrativi nel diritto societario”, in “Società, Banche e Crisi d'impresa”, *liber amicorum* P. Abbadessa, Torino, 2014, II, 1977 ss.) la visione del legislatore della riforma del 2003 il quale, ampliando gli ambiti dell'autonomia statutaria, tenendo conto delle diverse esigenze di tutela dei vari interessi coinvolti (come recitava la legge di delega) “*prese in considerazione anche il fenomeno dei profitti personali dei soci e consentì loro di recepire all'interno degli equilibri societari (e quindi all'interno della causa societaria) l'interesse ad acquisire benefici privati*”.

con parti correlate, incentrata sulla tutela dell'interesse sociale e, in parte, dell'interesse delle minoranze azionarie (*rectius* i soci non correlati), ma senza condannare a priori l'operazione con la parte correlata – posta in essere, dunque, tra società (o tra una società e una persona fisica) con particolari legami o vincoli – la cui esecuzione può certamente comportare la c.d. “estrazione di benefici privati” da parte del socio di controllo della società, ma non necessariamente un danno per la stessa⁴. È dunque di quest'ultima forma di operazioni con parti correlate che il legislatore si occupa, poiché caratterizzate non dall'uso ma dall'abuso dei tanti strumenti offerti dal mercato per creare valore da un società⁵.

Per limitare eventuali abusi delle maggioranze azionarie e garantire la trasparenza dei processi decisionali, il legislatore della riforma del 2003 non solo ha novellato l'art. 2391 c.c. ampliandone la portata ma, con espresso riferimento alle società quotate, sulla scorta della generale disciplina degli interessi degli amministratori, ha introdotto l'art. 2391-*bis* c.c. che conferisce alla Consob la potestà regolamentare finalizzata alla creazione di un assetto normativo completo per le operazioni compiute da società quotate con soggetti correlati. Tale disciplina ha preso il nome di regolamento in materia

⁴ In ambito internazionale si è parlato di “*Tunneling*” per identificare il fenomeno dell'estrazione dei benefici privati da parte di soci di controllo a danno della società. Sul tema si vedano, tra gli altri, S. JOHNSON – R. LA PORTA – F. LOPEZ DE SILANES – A. SHLEIFER, “*Tunneling*”, in *Am. Econom. Rev.* 2000; V. ATANASOV - B. BLACK - C. CICCOTELLO, “*Law and Tunneling*”, ECGI working paper n. 178/2011, che offre una interessante panoramica dei casi di *tunneling* più frequenti (p. 33 ss). Inoltre, da un punto di vista più squisitamente giuridico, si vedano, *ex multis* ed in generale, R.C. CLARK, “*Corporate Law*”, 1986, Boston, 145 ss.; F. EASTERBROOK – D. FISCHER, “*The economic structure of corporate law*” (trad. it. “*L'economia della società per azioni*”, 1996); L. ENRIQUES, “*The law on company directors' self-dealing: a comparative analysis*”, in *International & Comparative Corporate Law Journal*, Vol. 2, 2000, 297); L. ENRIQUES – P. CONAC – M. GELTER, “*Constraining dominant shareholders' self-dealing: the legal framework in France, Germany and Italy*”, in *European Company and Financial Law Review*, Vol. 4, No. 4, 2007; A. PALMITER – F. PARTNOY, “*Corporations, A Contemporary Approach*”, Minnesota, 2010. Con riferimento all'estrazione di benefici privati a mezzo di operazioni con parti correlate, si rinvia a L. ENRIQUES - G. HERTIG – H. KANDA, “*Related-Party Transactions*” in “*The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*”, Oxford, 2009; J. FARRAR - S. WATSON, “*Self dealing, fair dealing and related party transactions – history, policy and reform*”, in *The Journal of Corporate Law Studies*, Vol. 11, No. 2, 495, 2011; A. GORDON – E. HENRY – D. PALIA, “*Related Party Transactions: Associations with Corporate Governance and Firm Value*”, 2004, reperibile su www.ssrn.com; di recente L. ENRIQUES, “*Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges (With a Critique of the European Commission Proposal)*”, ECGI working paper n. 267/2014, reperibile su www.ssrn.com). .

⁵ È in tale ottica che va valutata positivamente la scelta del legislatore di respingere un emendamento proposto alla legge sulla tutela del risparmio il quale prevedeva l'introduzione di un ulteriore art. 2391-*ter* c.c., rubricato “*Limiti di valore per il compimento di operazioni con parti correlate*” e recante la seguente disciplina: “*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 duecentocinquanta euro nel corso di ciascun esercizio sociale, 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, a meno di espressa autorizzazione del consiglio di amministrazione o di consiglio di gestione, deliberata senza la partecipazione del soggetto interessato e previo parere favorevole del collegio sindacale.*”, con annessa previsione di nullità per “*gli atti compiuti in difformità dall'autorizzazione di cui al primo comma, ovvero quando essa manchi o sia stata deliberata senza l'osservanza ivi prevista*”.

di operazioni con parti correlate (d'ora in avanti, il “**Regolamento**”)⁶. Come è noto, prima della sua emanazione il Regolamento è passato attraverso due consultazioni indette dalla Consob con gli operatori di settore (rispettivamente, nel 2008 e nel 2009) e, in quel contesto, è stato sensibilmente modificato rispetto all’iniziale proposta dell’Autorità. La prima bozza di Regolamento posta in consultazione, insieme ad una ponderosa analisi sull’impatto economico dell’allora emananda disciplina, tra le innovazioni di maggior rilievo, prevedeva una partecipazione attiva degli amministratori indipendenti “*alla conduzione delle trattative e all’istruttoria della deliberazione*”. Tale approccio è risultato eccessivo secondo alcuni commentatori⁷. Si è dunque giunti, attraverso un’ulteriore consultazione nel 2009⁸, alla versione definitiva emanata dalla Consob nel 2010.

Peraltro, la disciplina emanata dalla Consob ha certamente subito l’influenza delle fonti di rango sovranazionale riguardanti il medesimo tema⁹. Il riferimento è sia ad organismi come l’OECD, autore dei principi di *corporate governance*, la cui ultima versione del settembre 2015 (così come la precedente del 2004) dedica varie previsioni alle operazioni con parti correlate¹⁰; sia alle istituzioni governative europee come la Commissione UE, autrice, negli ultimi anni, di svariati documenti in materia di diritto societario e *corporate governance*¹¹. Nel primo caso si tratta di una fonte di *soft law* che

⁶ Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate (adottato dalla Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 e successivamente modificato con delibera n. 17389 del 23 giugno 2010). Al Regolamento ha ben presto fatto seguito una comunicazione contenente l’interpretazione autentica della Consob circa alcune disposizioni regolamentari (si veda la Comunicazione Consob, DEM/10078683 del 24 settembre 2010, di seguito, le “**Linee Guida**”).

⁷ Critici sull’eccessivo coinvolgimento degli amministratori indipendenti, tra gli altri, Assonime, Borsa Italiana S.p.A. e, in dottrina, P. MONTALENTI, nelle rispettive note inviate alla Consob in risposta alla prima consultazione nel 2008. Tutti i documenti citati sono consultabili sul sito web istituzionale della Consob.

⁸ Come affermato dalla stessa Commissione nel documento posto in consultazione il 3 agosto 2009, “[l]e modifiche apportate alla prima proposta di regolamentazione non ne alterano infatti l’approccio di fondo né modificano in modo sostanziale le valutazioni in merito ai costi e benefici attesi. In generale, si ritiene che la nuova ipotesi produca un contenuto alleggerimento degli oneri procedurali a carico degli emittenti, intento che ha guidato molte delle modifiche introdotte, a fronte di un mantenimento sostanziale dei benefici netti per gli investitori e per il mercato nel suo complesso”.

⁹ Non ultima l’influenza del diritto anglosassone nei confronti del quale si è spesso tentata una convergenza più meno forzata. In tal senso si vedano, senza pretese di completezza, J.C. COFFEE JR., “The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications”, Columbia Law School Center for Law and Economic Studies Working Paper No. 144, 1999; J.C. COFFEE JR., “A Theory of Corporate Scandals: Why the U.S. and Europe Differ”, Columbia Law School Center for Law and Economic Studies Working Paper No. 274, 2005.

¹⁰ L’interesse dell’OECD per le operazioni con parti correlate è testimoniato anche da una recente pubblicazione dell’organismo europeo: OECD, “Related Party Transactions and Minority Shareholders Rights”, 2012, reperibile sul sito dell’OECD.

¹¹ L’importanza delle fonti di diritto societario europeo è ormai ampiamente riconosciuta, tanto che si è arrivati a parlare, con riferimento alle direttive UE, di “*diritto interlocale da stato federale*” (la citazione si riferisce ad un intervento di M. BENEDELLI in un recente convegno avente ad oggetto “Diritto societario europeo e operazioni con parti correlate”, Milano, 29 maggio 2014).

assume importanza primaria poiché trasversalmente condivisa dagli Stati membri dell'OECD. Nel secondo caso, si tratta ovviamente di fonti da cui molte delle normative nazionali degli ultimi e dei prossimi anni hanno preso e prenderanno le forme¹².

Tornando entro i confini nazionali, prima di giungere all'emanazione del Regolamento, la disciplina nazionale delle operazioni con parti correlate era a dir poco frammentaria¹³. Le prime norme dedicate al tema erano principalmente volte a garantire la trasparenza e la regolare tenuta della contabilità¹⁴ più che una corretta gestione della *governance* e delle procedure di *risk assessment* nei processi decisionali¹⁵. Nel 1993, per la

¹² Tra le direttive e documenti più recenti si vedano la sui diritti degli azionisti 2007/36/CE, recepita in Italia con D. Lgs. 27/2010 (come modificato ed integrato dal successivo D. Lgs. 91/2012) nonché l'*Action Plan* in materia di diritto societario e *corporate governance* pubblicato dalla Commissione Europea il 12 dicembre 2012. Da ultimo, occorre porre attenzione sulla proposta di modifica alla Direttiva sui diritti degli azionisti (proposta di direttiva della Commissione EU 2014/0121 (COD)) che, da aprile 2014, è al vaglio degli organismi di governo europei e che, tra l'altro, contiene alcune interessanti disposizioni dirette ad armonizzare la disciplina sulle operazioni con parti correlate (per un primo commento alla proposta si vedano L. ENRIQUES, "Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges (With a Critique of the European Commission Proposal)", ECGI working paper n. 267/2014, reperibile su www.ssrn.com); K. HOPT, "Corporate Governance in Europe. A Critical Review of the European Commission's Initiatives in Corporate Law and Corporate Governance, ECGI Law Working paper n. 296, 2015.

¹³ Come è stato osservato da P. FERRO-LUZZI, "Le operazioni con parti correlate infragruppo" in "Le operazioni con parti correlate, Atti del Convegno presso Università del Sacro Cuore, Piacenza, 2011, p.4, in relazione alla regolamentazione delle operazioni con parti correlate, "la vicenda non presenta alcun carattere di continuità". Inoltre, anche di recente, la stessa Consob ha affermato che "Italy cannot be said to have a strong tradition of regulating RPTs" (si veda M. BIANCHI – A. CIAVARELLA- L. ENRIQUES – V. NOVEMBRE – R. SIGNORETTI, "Regulation and self-regulation of related party transactions in Italy. An empirical analysis", in Quaderni di Finanza Consob, gennaio 2014). Per una ricostruzione storica del fenomeno delle operazioni con parti correlate si veda L. BONZANINI - A. MARTELLONI, "Le operazioni con «parti correlate» di società «aperte»", in *Le Società*, 8, 2005, 953 ss..

¹⁴ L'attenzione per i profili legati alla trasparenza delle operazioni con parti correlate è giustificata in quanto molte delle frodi e degli abusi perpetrati sono stati rilevati solo in sede di analisi della documentazione contabile. La gran parte dei contenziosi scaturiti negli USA è nata dalla revisione di documenti contabili che non giustificavano in alcun modo il compimento di operazioni rischiose con parti correlate. Si vedano, *ex multis*, *ECA, Local 134 IBEW Joint Pension Trust of Chicago v. JP Morgan Chase Comma*, 553 F.3d 187 (US Court of Appeals, 2nd Circuit, 2009), in cui i *plaintiffs* lamentavano che JPMC non aveva riportato correttamente in bilancio le transazioni con Enron, sua parte correlata, violando il *Financial Accounting Standard* no. 57 (di seguito "FAS 57", molto simile allo IAS 24 per contenuti e *ratio*); *In re NM Holdings Company, LLC*, 405 B.R. 830; 2010 U.S. App. LEXIS 20186 (United States Bankruptcy Court, E.D. Michigan, Southern Division, October 16, 2008); *City of St. Clair Shores General Employees Retirement System v. Inland Western Retail Real Estate Trust, Inc.*, 635 F. Supp. 2d 783; 2009 U.S. Dist. LEXIS 27984 (U.S. District Court for the northern district of Illinois, Eastern Division, April 1, 2009), in cui gli attori contestano una violazione delle *General Accepted Accounting Principles* (GAAP); *In re Interbank Funding Corp. v. Radin Glass & Co, LLP*, 629 F.3d 213; 2010 U.S. App. LEXIS 26281; Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P96,003, (United States Court of Appeals for the District of Columbia circuit, December 28, 2010).

¹⁵ Secondo M. MIOLA, "Le operazioni con parti correlate", in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società, liber amicorum A. Piras*, Torino, 2010, 626, "[l]a terminologia «operazioni con parti correlate» è senza dubbio di matrice contabile". Inoltre, lo stesso Autore (p. 636) rileva come, per le OPC, "l'informazione contabile [sia] il modello di disciplina privilegiato negli Stati Uniti". Si veda in tal senso il FAS 57 applicabile negli USA. In termini statistici, nel diritto americano, interessante l'analisi svolta da E. HENRY – E. GORDON – B. REED – T. LOUWERS, "The Role of Related Party Transactions in Fraudulent Financial Reporting", University of Miami, 2006, reperibile su www.ssrn.com. Gli autori, attraverso una selezione di *securities litigations* portate avanti dalla SEC, dimostrano che non c'è una connessione certa e costante tra la presenza di operazioni con parti correlate e alterazione dei dati contabili.

Per quanto concerne il nostro ordinamento, ferme restando le evoluzioni sul tema, la

prima volta, la Consob richiamò l'attenzione delle società di revisione contabile sul tema delle operazioni con parti correlate¹⁶. L'interesse venne confermato negli anni successivi, con altre disposizioni di rango secondario finalizzate non solo all'ottenimento di una maggiore trasparenza contabile¹⁷ ma anche, seppur in misura minore, ad una migliore regolamentazione dei profili di *governance*¹⁸. Nel 2002, la Consob ha dato "ufficialmente" accesso alle operazioni con parti correlate tra le norme di natura regolamentare con l'inserimento dell'art. 71-*bis* nel Regolamento Emittenti¹⁹ (oggi abrogato ad opera del Regolamento), continuando comunque a regolare la materia a mezzo di comunicazioni²⁰.

Negli stessi anni, il tema delle parti correlate è stato disciplinato dalle fonti di *soft law*. Nel 1999, la prima versione del Codice Preda prevedeva una riserva a favore dell'intero consiglio di amministrazione per la deliberazione sulle operazioni con parti correlate²¹. Nel 2002, la versione rivisitata del Codice di Autodisciplina dedicava alle operazioni con parti correlate l'intero articolo 11 i cui principi sono stati in gran parte recepiti prima dal legislatore dell'art. 2391-*bis* c.c.²² e poi dalla Consob nel Regolamento.

regolamentazione contabile del fenomeno ha un rilevanza fondamentale, come peraltro testimoniato dall'introduzione, a mezzo del D. Lgs. 173/2008, di una specifica voce dedicata all'indicazione delle operazioni con parti correlate nella nota integrativa ai sensi dell'art. 2427, comma 1, n. 22-*bis* c.c..

¹⁶ Comunicazione Consob n. 93002422/1993, in cui la Consob prescriveva che, in presenza di operazioni che potenzialmente non rispondenti ai "canoni della regolarità degli atti sociali", il revisore dovesse effettuare "un'attenta valutazione delle partecipazioni con parti correlate, anche quando queste rientrano nel normale svolgimento della gestione aziendale" nonché dare immediata comunicazione al collegio sindacale ai sensi dell'allora art. 1 del d.p.r. 136/1975, (ora art. 155 del TUF) e per gli effetti dell'art. 2408 del codice civile.

¹⁷ Comunicazione Consob n. 98015554/1998 ("Comunicazione in materia di informazioni di bilancio concernenti le operazioni con parti correlate"); e Comunicazione Consob n. 1025564/2001 ("Comunicazione sui contenuti della relazione del collegio sindacale all'assemblea di cui agli articoli 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"); più recente è la delibera Consob n. 15519/2006 ("Disposizioni in materia di schemi di bilancio da emanare in attuazione dell'art 9, comma 3, del decreto legislativo n. 38 del 28 febbraio 2005") che ha imposto agli emittenti di registrare le OPC in bilancio separate rispetto alle altre operazioni.

¹⁸ Comunicazione Consob n. 97001574/1997 ("Raccomandazioni in materia di controlli societari"), in cui la Commissione, basandosi sul principio "*substance over form*", anticipa l'imminente disciplina del TUF dedicata al controllo sugli emittenti e all'informativa endosocietaria.

¹⁹ Delibera Consob n. 11971/1999, "Regolamento di attuazione del Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti". Secondo l'art. 71-*bis* in esame, erano parti correlate quelle 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". In presenza di tali operazioni erano previsti dettagliati obblighi informativi.

²⁰ Il riferimento è alla Comunicazione Consob 2064231/2002 ("*Individuazione della nozione di parti correlate*") con cui la Consob ha fornito al mercato una definizione molto ampia di operazioni con parti correlate, peraltro vigente fino all'emanazione del Regolamento.

²¹ Codice di Autodisciplina delle società quotate versione 1999, art. 1.2.

²² Per ragioni di economicità, non si dirà in questa sede della collocazione dell'articolo 2391-*bis* c.c. all'interno dell'apparato codicistico e del presunto eccesso di delega della Consob in sede di recepimento, rinviando al vivace dibattito che tali temi hanno suscitato. In particolare, per la prima questione si rinvia a V. SALAFIA, "Le operazioni con parti correlate" in *Le Società*, 6, 2010, 735; L. NAZZICONE, commento sub art. 2391-*bis*, in "Amministrazione e controlli nelle società per azioni", L. NAZZICONE - S. PROVIDENTI, Giuffrè 2010; L. BONZANINI - A. MARTELLONI, "Le operazioni con «parti correlate» di società «aperte», in *Le Società*, 8, 2005, 953 ss.; P. FERRO-LUZZI, "Le innovazioni alla disciplina societaria:

In tempi più recenti, il tema è tornato in auge in occasione dell'emanazione del Decreto Legislativo n. 262/2005 sulla tutela del risparmio, in seguito ai noti scandali finanziari di inizio secolo (tra tutti, Enron negli USA e Parmalat in Italia).

In tale cornice si è sviluppato il dibattito sulle operazioni con parti correlate, con specifico riferimento al mercato dei capitali ed alle società quotate. Ciò non toglie che, in astratto e fuori dalle definizioni utilizzate dal nostro legislatore o dalla Consob, si possa parlare di operazioni con parti correlate anche in relazione alle società non ammesse a quotazione sui mercati regolamentati²³. Il fatto che una regolamentazione di tale fenomeno sia stata implementata solo con riferimento alle società quotate, deriva principalmente da due considerazioni: (i) in primo luogo il legislatore non ha inteso appesantire troppo la disciplina della *governance* delle società chiuse, in quanto le stesse normalmente non coinvolgono gli interessi del mercato e dei risparmiatori di massa; (ii) in secondo luogo, lo stesso legislatore ha demandato alla Consob una regolamentazione tecnica che necessitava di organizzazione sistematica (soprattutto dopo che il titolo V del codice civile era appena stato rivoluzionato dalla “grande riforma”²⁴ del diritto societario).

obbligazioni e operazioni con parti correlate”, *Bancaria* 7-8, 2004, 47, il quale rileva che l'art. 6 del progetto di legge sulla tutela del risparmio prevedeva l'introduzione della disciplina delle OPC mediante un nuovo art. 2373-bis c.c., poi non inserito nel testo di legge definitivo. Per il secondo si veda M. FOSCHINI, “Le operazioni con parti correlate e l'attuazione dei principi di cui all'art. 2391-bis del codice civile” in Studi per Franco di Sabato, Napoli 2009, III, 589, secondo il quale “*la normativa Consob, non può attribuire alcuna discrezionalità alle regole che saranno emanate dalle società destinatarie se non nella fase della specificazione dei principi da osservare, sempre che questa risulti corrispondente alla normativa di attuazione emessa dalla Consob. Tale conclusione discende non solo dal carattere di norme «delegate» emanate dalla Consob ai sensi dell'art 2391 bis, ma anche per la naturale contrapposizione di tale «etero normativa» all'autodisciplina dettata dalle associazioni degli emittenti o dalla Borsa Italiana S.p.A.*”; D. REGOLI, “L'informazione delle e sulle operazioni con parti correlate”, in “Le operazioni con parti correlate. Atti del Convegno presso Università Cattolica del Sacro Cuore, Piacenza”, 2011, 139. Critico nei confronti dell'approccio eccessivamente tecnico della Consob, è anche M. MIOLA, “Le operazioni con parti correlate”, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*, 2010, 635, il quale fa notare che l'eccessiva regolamentazione “*avrà come conseguenza quella di restringere gli spazi riservati ai regolamenti predisposti al livello delle singole società dagli organi amministrativi. Tutto questo può far sorgere dei dubbi circa un eccesso di delega*”. A parere di chi scrive, sembra francamente eccessivo parlare di eccesso di delega (seppur di delega in senso tecnico non si possa parlare) in quanto, considerato l'elevato tecnicismo della materia e i rischi connessi a “falle” regolamentari, il lavoro della Consob sembra, almeno negli intenti, opportuno. Diversamente, regolandosi la materia in via di principio, non ci sarebbe stato bisogno di un apposito regolamento, bastando qualche ritocco alle norme previgenti.

²³ Ne è testimonianza il n. 22-bis dell'art. 2427 c.c., applicabile anche alle società “chiuse” ed ai sensi del quale la nota integrativa deve indicare “*le operazioni realizzate con parti correlate [...] qualora le stesse siano rilevanti e non siano state concluse a normali condizioni di mercato*”. Inoltre, in ordinamenti anche molto vicini al nostro come quello francese, le operazioni con parti correlate sono un tema di diritto societario e non di diritto dei mercati finanziari, tanto da essere regolamentate solo nel *code de commerce*, senza alcun intervento delle competenti autorità francesi per il controllo dei mercati finanziari (AMF).

²⁴ Così l'ha definita P. ABBADESSA, “La competenza assembleare in materia di gestione nella S.P.A.: dal codice alla riforma” in “*Amministrazione e controllo nel diritto delle società*”, *liber amicorum A. Piras*, Torino, 2010, 10.

1.2 Il Regolamento Consob n. 17221/2010: linee guida e principali caratteristiche

Come si è anticipato nel paragrafo precedente, il Regolamento Consob è una forma di legislazione “concertata”. La *ratio* ispiratrice dell’intera normativa è, come in parte anticipato dallo stesso art. 2391-*bis* c.c., quella di garantire la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni in cui amministratori o soci di controllo hanno un interesse personale che potrebbe contrapporsi, fino a lederlo, all’interesse sociale e/o all’interesse della restante parte della compagine societaria. Data la frequenza di operazioni con soggetti correlati, non necessariamente animate da intenti fraudolenti, il legislatore, sulla scia di quanto avviene nella maggior parte degli altri ordinamenti, ha scelto di non vietare del tutto le operazioni con parti correlate²⁵. Dal canto suo, la Consob ha cercato di rendere il meccanismo di adesione al Regolamento personalizzabile attraverso un sistema di *opt in/opt out clauses* a seconda delle esigenze del singolo emittente. L’intero apparato regolamentare è dunque imperniato sulla base di alcune (poche) previsioni “di principio” inderogabili e su una nutrita serie di previsioni opzionali (*opt in/out clauses*) che dovrebbero garantire agli operatori la possibilità evitare il rischio di estrazione di benefici privati, mantenendo nel contempo i costi ad un livello ragionevole. Grazie a tale meccanismo, gli emittenti destinatari della disciplina hanno un notevole spazio di manovra che permette loro, tra l’altro, di escludere dall’applicazione della disciplina regolamentare una serie di operazioni ricorrenti nell’ordinaria attività operativa della società²⁶.

Nell’intento di estendere quanto più possibile l’ambito di applicazione del Regolamento, il regolatore ha adottato nuove definizioni, diverse da quelle del codice civile, del TUF e del TUB. L’apparato definitorio del Regolamento sembra essere stato creato per essere “autoreferente”, sia rispetto a quanto previsto nel codice civile che per quanto concerne l’*international accounting standard* n. 24 (d’ora in avanti “**IAS 24**”) cui il Regolamento si ispira dal punto di vista definitorio. Ciò ha comportato alcune discrasie di sistema, mitigate comunque dal fatto che le definizioni regolamentari devono essere interpretate alla luce dello stesso IAS 24 e secondo il principio di prevalenza della

²⁵ Come riportato in L. ENRIQUES - G. HERTIG - H. KANDA, “Related-Party Transactions” in “The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach”, Oxford, 2009, il divieto di operazioni con parti correlate è una delle possibili strategie per limitare il fenomeno dell’extrazione dei benefici privati. Tuttavia, non è adottato dagli ordinamenti più avanzati in quanto considerato un rimedio drastico ed eccessivamente limitativo dell’autonomia societaria.

²⁶ Il riferimento è all’articolo 12 del Regolamento che consente all’emittente di prevedere apposite delibere-quadro da applicarsi per una serie di operazioni della stessa natura; o anche, più in generale, ai casi di esclusione di cui all’articolo 13 del Regolamento. Sul tema si veda A. BUSANI, “Parti correlate: modifiche statutarie e nuove procedure decisionali”, in *Le Società*, 9, 2010, 1104.

sostanza sulla forma²⁷.

Altro elemento caratterizzante del Regolamento è l'attenzione per i profili di trasparenza in relazione al compimento delle singole operazioni²⁸, sia nella fase antecedente al compimento delle stesse (informazione endosocietaria per garantire agli amministratori indipendenti di essere edotti sull'operazione da valutare), che nella fase successiva (informazione al mercato sull'operazione compiuta²⁹).

Benché le superiori caratteristiche siano certamente essenziali ai fini del corretto funzionamento del Regolamento, la vera innovazione consiste nell'adozione di procedure deliberative alternative incentrate, per un verso, sulla figura degli amministratori indipendenti che sono chiamati a partecipare in modo più o meno invasivo alle varie fasi dell'operazione, per altro sull'utilizzo del meccanismo del *whitewash*, procedura volta da un lato a devolvere le decisioni maggiormente rischiose per la società ai titolari delle partecipazioni, dall'altro a bonificare il voto assembleare da eventuali interessi individuali di alcuni soci³⁰.

Sulla scia di tali linee guida³¹, la Consob ha elaborato due diverse procedure, applicabili a seconda della rilevanza dell'operazione (calcolata, secondo i criteri di natura tecnico commerciale dettagliati all'Allegato 3 – “*Individuazione delle operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate*” – del Regolamento):

²⁷ Come previsto all'articolo 3 dell'Allegato 1 del Regolamento (“Principi interpretativi delle definizioni”), “[n]ell'esame di ciascun rapporto con parti correlate l'attenzione deve essere rivolta alla sostanza del rapporto e non semplicemente alla sua forma giuridica.” e “[l]'interpretazione delle definizioni sopra riportate è compiuta facendo riferimento al complesso dei principi contabili internazionali adottati secondo la procedura di cui all'articolo 6 del regolamento (CE) n. 1606/2002.”.

²⁸ I benefici della *full disclosure* sono evidenziati ampiamente dalla letteratura empirica internazionale. Si vedano, senza pretese di completezza, M. F. CHAGHADARI – Z. A. SHUKOR, “Corporate governance and disclosure of related party transactions”, 2nd International Conference on Business and Economic Research (2nd ICBER 2011), Langkawi, Malaysia, 14-16 March 2011, reperibile su www.ssrn.com. Per l'Italia si veda D. SCARPA, “Asimmetrie informative interorganiche nelle società quotate” in *Giur. comm.* 2009, 03, 499, D. SCARPA, “Organizzazione societaria come sistema informativo e riflessi sull'agere amministrativo”, in *Giur. Comm.*, 2010, I, 73.

²⁹ Il riferimento è all'articolo 5 del Regolamento che, richiamando la normativa sulla *disclosure* delle informazioni *price sensitive* di cui all'art. 114 TUF, impone agli emittenti di pubblicare un dettagliato documento informativo a seguito della deliberazione dell'operazione.

³⁰ Per una recente e oltremodo completa analisi dello strumento del *whitewash*, si veda F. GUERRERA, ““Interessi” degli azionisti e partecipazione “differenziata” ai processi decisionali (considerazioni sul c.d. *whitewash* nelle società aperte)”, in *RDS* 1, 2015, 94.

³¹ Per una descrizione maggiormente dettagliata dei meccanismi di funzionamento del Regolamento all'indomani della sua emanazione si rinvia, tra gli altri, a V. SALAFIA, “Le operazioni con parti correlate” in *Le Società*, 6, 2010, 735; A. BUSANI, “Parti correlate: modifiche statutarie e nuove procedure decisionali”, in *Le Società*, 9, 2010, 1104; M. BAGLIONI - G. GRASSO, “Operazioni con parti correlate: il Regolamento Consob”, in *Le Società*, 6, 2010; P. GIUDICI, “Neo-quoted, piccole quotate e società con azioni diffuse: lo speciale regime per le operazioni con parti correlate”, in *Le Società* 7, 2010, 871; ASSONIME, “La disciplina della Consob in materia di operazioni con parti correlate”, circolare n. 38/2010; A. POMELLI, “La disciplina Consob delle operazioni con parti correlate”, in *Nuove Leggi Civili Commentate*, 2010, 1347.

- (a) OPC di minore rilevanza. Per le operazioni che non superano le soglie di rilevanza è previsto che la deliberazione a rischio venga adottata da parte del consiglio di amministrazione, da un comitato di delegati o anche solo da un amministratore delegato. Non è prevista una riserva a favore del consiglio di amministrazione (come invece avviene quando l'operazione supera le soglie di rilevanza di cui all'Allegato 3 del Regolamento). Ai sensi dell'articolo 7, comma 1, lett. (a), la deliberazione è assunta previo parere di un comitato composto da amministratori indipendenti che siano stati adeguatamente informati sui parametri dell'operazione. Tale parere non è vincolante, pertanto è ammesso che l'organo amministrativo adotti la deliberazione nonostante il dissenso degli amministratori indipendenti³².
- (b) OPC di maggiore rilevanza. Per le operazioni di maggiore rilevanza è previsto che la deliberazione a rischio venga approvata solo ed esclusivamente dal consiglio di amministrazione, previo parere favorevole vincolante di un comitato composto da amministratori indipendenti che sono coinvolti nella fase delle trattative e nella fase istruttoria attraverso la ricezione di un flusso informativo completo e tempestivo e con la facoltà di richiedere informazioni e di formulare osservazioni agli organi delegati e ai soggetti incaricati della conduzione delle trattative o dell'istruttoria.

È infine previsto, e si tratta di una peculiarità della disciplina elaborata dalla Consob, che le procedure possano contemplare una regola per cui, in presenza di un parere negativo da parte del comitato di amministratori indipendenti, gli amministratori possano comunque portare avanti la procedura di deliberazione dell'operazione, a condizione che l'operazione venga autorizzata dall'assemblea (i) secondo il meccanismo di cui all'art. 2364, comma 1 n. 5 del codice civile; e (ii) conformemente alla procedura di cui all'art. 11, comma 3 del Regolamento Consob, recante l'istituto del c.d. *whitewash*.

Nel caso di operazioni con parti correlate di competenza assembleare, ferma restando la distinzione tra operazioni di maggiore e minore rilevanza, l'art. 11 del

³² Parte della dottrina ha criticato la scelta della Consob di creare una procedura, seppur semplificata, per le operazioni di minore rilevanza. Per questa tesi si veda in particolare P. MONTALENTI, "Le operazioni con parti correlate", in *Giur. Comm.*, 2011, 322, secondo il quale permane "il dubbio sulla effettiva necessità di una regolamentazione così complessa ed analitica: perché non limitare la procedura al parere degli indipendenti sulle operazioni rilevanti con obbligo di analitica motivazione – da comunicare al mercato – della decisione consiliare nell'ipotesi di parere negativo?".

Regolamento prevede che la procedura per le operazioni con parti correlate adottata dalla società si applichi nella fase della “*proposta di deliberazione da sottoporre all’assemblea*”. Dunque il fatto che siano tutti i soci, in ultima istanza, a pronunciarsi sul compimento dell’operazione non implica che la stessa possa ritenersi per ciò solo corretta dal punto di vista sostanziale e procedurale. Ne è prova sia il fatto che è comunque richiesto l’intervento degli amministratori indipendenti nella fase della proposta all’assemblea, sia l’applicabilità della procedura di *whitewash* (con la sterilizzazione dei voti dei soci correlati), all’assemblea che riceve una proposta di delibera dal consiglio di amministrazione che non ha ottenuto un parere favorevole del comitato di amministratori indipendenti.

Il meccanismo del *whitewash* è utilizzato ogniqualvolta un’operazione di maggiore rilevanza non ottenga il benestare degli amministratori indipendenti, il suo funzionamento si fonda sul fatto che, in sede di deliberazione assembleare, se la maggioranza dei “soci non correlati” esprime un voto contrario al compimento dell’operazione, la stessa non verrà approvata. E’ evidente che il tema più complesso è proprio quello di capire come effettuare la votazione limitando e/o impedendo ai “soci correlati” di esprimere la propria preferenza. Infatti, ai sensi dell’art. 2373, comma 1, c.c., i soci portatori di interessi personali sono pienamente legittimati a votare, salvo poi rischiare l’impugnazione della deliberazione ai sensi dell’articolo 2377 c.c. qualora il loro voto sia stato determinante per l’approvazione dell’operazione. Il tema verrà affrontato più dettagliatamente nel capitolo 2, sezione 3, paragrafo 3.3.

Per quanto riguarda le operazioni con parti correlate compiute per il tramite di società controllate, bisogna fare riferimento all’articolo 14, comma 1 e all’articolo 4, comma 1, lett. d), del Regolamento, laddove si precisa che i consigli di amministrazione “*individuano regole con riguardo alle ipotesi in cui la società esamini o approvi operazioni di società controllate*”. Tale ultimo principio è stato interpretato dalla stessa Consob nel senso che la procedura che l’emittente controllante deve adottare, qualora l’operazione in discussione sia formalmente posta in essere dalla controllata, non necessariamente deve corrispondere alle procedure OPC previste nel caso in cui l’operazione sia compiuta direttamente dalla controllante³³. Simile interpretazione è fondata sull’idea che le

³³ Così si esprime la Consob nelle Linee Guida, 17: “*Qualora, in base a quanto precede, le società siano tenute ad individuare regole relative ad operazioni compiute per il tramite di società controllate, il Regolamento rimette interamente alla responsabilità delle società l’individuazione di regole in grado di assicurare la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni. Le società controllanti non saranno, quindi, tenute ad applicare integralmente, per le operazioni delle controllate da loro esaminate o approvate, le disposizioni di natura procedurale dettate dal Regolamento.*”. Nel medesimo senso anche ASSONIME, Circolare n. 38/2010, 27 laddove si evidenzia la minore invasività della disciplina

operazioni della controllata, benché compiute con parti correlate dell'emittente controllante, non siano sempre riferibili a quest'ultimo e dunque, per tale motivo, non debbano essere sempre gravate dalle stesse procedure che adotterebbe l'emittente qualora deliberasse individualmente l'operazione. Tale posizione parte evidentemente dall'assunto che la situazione di controllo e/o direzione e coordinamento, la quale – giova ricordare – deve essere individuata secondo i criteri civilistici di cui agli articoli 2359 e 2497 ss. c.c. (e non secondo le più ampie definizioni di cui all'Allegato 1 del Regolamento), non determina di per sé un'influenza sulla operazione che la controllata deve deliberare³⁴. Fermo restando tutto quanto sopra, anche considerando che il controllo sul tipo di operazione (e dunque sulle forme di regolamentazione della stessa) deve essere effettuato caso per caso secondo criteri di sostanza, la possibilità di regolamentare individualmente il tipo di controllo da esercitare sulle operazioni compiute dalle controllate, sembra essere fortemente mitigata dal successivo articolo 14, comma 1, l'applicazione del quale presuppone che l'operazione della società soggetta a direzione e coordinamento, venga deliberata solo previo parere favorevole degli amministratori indipendenti dell'emittente controllante³⁵. Ora, pur rilevando che l'interpretazione della Consob nelle Linee Guida lascia una certa libertà sul tema, da un punto di vista meramente applicativo è opportuno segnalare che molti emittenti (in ossequio al disposto dell'art. 14, comma 1 del Regolamento), hanno applicato le medesime procedure OPC anche quando l'operazione è compiuta da una società controllata³⁶.

Il Regolamento è applicabile anche al settore bancario, perlomeno a quegli istituti di credito quotati in borsa o con azioni diffuse. Ciononostante, le particolari caratteristiche del settore bancario, nonché l'esistenza di specifiche norme inerenti al tema del conflitto di interessi (si veda, ad esempio, l'art. 136 del TUB con riferimento alle obbligazioni degli esponenti aziendali), hanno determinato l'emanazione di un

Consob rispetto a quella prevista nel Codice di Autodisciplina vigente ai tempi dell'emanazione del Regolamento (che richiedeva la preventiva approvazione del consiglio di amministrazione dell'emittente per le operazioni compiute dalle controllate).

³⁴ Di tale avviso, U. TOMBARI, "Diritto dei gruppi di imprese", Giuffrè, 2010, 60.

³⁵ L'articolo 14, comma 1 prescrive che i pareri di cui agli articoli 7 e 8 rechino puntuale indicazione delle ragioni e della convenienza dell'operazione, così facendo assume che le operazioni compiute da società dirette e coordinate dall'emittente, qualora coinvolgano parti correlate di questo, debbano passare dal comitato indipendenti dello stesso. Di fatto dunque la procedura sarà analoga al caso in cui sia direttamente l'emittente a compiere l'operazione.

³⁶ In tal senso, si vedano ad esempio le procedure adottate da Unicredit S.p.A. e Mediobanca S.p.A. le quali, per le operazioni poste in essere dalle proprie controllanti, richiamano la procedura prevista in caso di OPC della capogruppo. Si veda anche la procedura OPC adottata da Intesa Sanpaolo S.p.A. che prevede, sempre per le operazioni delle controllate, un passaggio col consiglio di amministrazione della capogruppo e col comitato OPC della capogruppo.

regolamento apposito per le operazioni compiute dalle banche con le proprie parti correlate. Nel maggio del 2010 e nel giugno del 2011 la Banca d'Italia ha posto in consultazione un documento concernente “Attività di rischio e conflitti di interesse nei confronti di soggetti collegati” divenuto, nel dicembre 2011, il 9° aggiornamento alla circolare di Banca d'Italia n. 263/2006, recante “Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche” (di seguito le “**Disposizioni di Vigilanza**”). L'aggiornamento in questione (di seguito il “**Regolamento Soggetti Collegati**”) ha innovato totalmente il Capitolo 5 del Titolo V delle Disposizioni di Vigilanza, riprendendo, per molti versi, le disposizioni già emanate dalla Consob con il Regolamento³⁷.

1.3 Le operazioni con parti correlate nell'ordinamento inglese: una prima comparazione

Il tema del conflitto di interessi ha importante rilievo anche negli ordinamenti anglosassoni, con maggiore interesse per i rapporti tra il CdA e i soci rispetto alla dicotomia maggioranza/minoranza azionaria che, invece, caratterizza gli ordinamenti di matrice romanistica. Ciò non toglie che, per certi versi, la disciplina dell'ordinamento inglese – certamente più vicina a quella del nostro ordinamento rispetto a quella statunitense, al contempo molto avanzata – sembri maggiormente protettiva nei confronti delle minoranze azionarie. Ad oggi, perlomeno in Europa, la disciplina inglese delle operazioni con parti correlate risulta una delle più complete insieme a quella italiana. Ciò spiega perché il legislatore europeo l'abbia utilizzata come modello primario per la modifica alla direttiva *shareholders' rights* in materia di operazioni con parti correlate (direttiva che, una volta emanata secondo la formulazione alla stato in discussione, probabilmente imporrà alcune modifiche di rilievo al Regolamento). Per questi motivi, e per meglio comprendere come alcuni istituti di diritto inglese potrebbero essere soluzioni valide anche in Italia – qualora adottati ed efficientemente integrati nel sistema nostrano – si rende opportuno analizzare la disciplina inglese in materia di operazioni con parti correlate.

Nell'ordinamento inglese le operazioni con parti correlate (“*related party transactions*” o “**RPTs**”) sono espressamente disciplinate solo dalla normativa regolamentare in materia di società quotate. Tuttavia, il Companies Act del 2006 (“**CA 2006**”) contiene

³⁷ Per una ricostruzione cronologica della disciplina regolamentare in materia bancaria antecedente al Regolamento Soggetti Collegati si veda M. HOUBEN, “Operazioni con parti correlate e operazioni con soggetti collegati: confini e sovrapposizioni. Le interferenze soggettive e oggettive nelle banche quotate”, in Banca, Borsa e Tit. Cred., 2014, 4, 447.

alcune disposizioni relative ad operazioni che, seppur non denominate RPTs, costituiscono esempi tipici delle stesse.

Di seguito si cercherà di individuare le fonti che regolamentano il fenomeno e i criteri principali cui il legislatore e i vari regolatori inglesi si sono ispirati.

(i) *La disciplina delle Listing Rules della FCA*³⁸

Le Listing Rules redatte dalla Financial Conduct Authority (“FCA” e, in precedenza, Financial Services Authority o “FSA”) sono vincolanti per tutti gli emittenti che intendano quotarsi sul mercato inglese e prevedono una serie di obblighi specifici a seconda del tipo di quotazione scelta dell'emittente. Per quel che qui interessa, la disciplina concernente le RPTs è contenuta principalmente nella LR 11 (“*Related party transactions: Premium Listing*”), peraltro recentemente modificata al fine di prevedere norme specifiche per le RPTs di minori dimensioni e per quelle poste in essere da società controllate da un *controlling shareholder*³⁹. Occorre precisare che la disciplina di cui alla citata LR 11, è applicabile solo alle società aventi un regime di quotazione c.d. *premium* (“*premium listing*”), ossia a tutti quegli emittenti che hanno accettato di osservare *standard* e criteri di *corporate governance* migliori rispetto a quelli minimi prescritti dalla normativa europea (tra cui l'adesione allo *UK Corporate Governance Code*)⁴⁰. Tuttavia, come si vedrà al punto (iii) che segue, le società quotate sul mercato AIM hanno proprie peculiari norme per le RPTs (come del resto accade anche per le OPC in Italia).

La procedura descritta dalle LRs si applica a tutte le operazioni tra una società quotata (o una sua controllata, secondo la LR 11.1.3R) e una parte correlata ed alle

³⁸ I riferimenti alla disciplina delle LRs sono da intendersi alla disciplina vigente al febbraio 2015.

³⁹ La FCA è giunta alle modifiche mediante una lunga procedura di consultazione. Si vedano il primo documento di consultazione pubblicato dalla FCA (allora ancora FSA) nell'ottobre del 2012 (CP 12/25, “Enhancing the effectiveness of the Listing Regime”) e il successivo documento pubblicato nel novembre del 2013 (CP 13/15, “feedback statement and consultation paper”), entrambi reperibili sul sito dell'autorità. Per una panoramica su tutte le modifiche introdotte con il pacchetto di riforme in vigore dal maggio 2014 si veda il documento della FCA, “Policy Statement PS14/8 - Response to CP13/15 – Enhancing the effectiveness of the Listing Regime”, maggio 2014, reperibile sul sito dell'Autorità.

Per quanto riguarda le RPTs di minore rilevanza, già nel dicembre del 2012 la FCA aveva apportato alcune modifiche al previgente regime, per le quali si rinvia a alla nota della FCA, “Related party transactions – Modified requirements for smaller related party transactions”, UKLA / TN / 308.1, luglio 2013, reperibile sul sito dell'Autorità.

⁴⁰ Si consideri che al 31 dicembre 2014, su un totale di 2446 società quotate (*Main Market*, *AIM*, *Specialist Fund Market* e *Professional Securities Market*), 902 hanno aderito al regime di *premium listing*. Sul mercato italiano, l'equivalente del *premium listing* è il c.d. segmento STAR, destinato a società di medie dimensioni con capitalizzazione fino a un miliardo di euro che adottino elevati *standard* di *governance*.

Maggiori informazioni sugli elementi distintivi dei vari tipi di quotazione sono reperibili sul sito del gruppo London Stock Exchange al seguente indirizzo: <http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/main-market/companies/primary-and-secondary-listing/listing-categories.htm>; in dottrina si veda V. JONES – C. PIERCE, “Corporate Governance in the United Kingdom”, *Global Governance Services Ltd.*, 2013, 364.

operazioni tra la società quotata (o una sua controllata) e soggetti terzi, che possa risolversi a vantaggio di una parte correlata della società quotata medesima. La definizioni di “operazione con parte correlata” e di “parte correlata” sono indicate, rispettivamente, alla LR 11.1.5R⁴¹ e alla LR 11.1.4R⁴².

La società dovrà nominare uno *sponsor* (LR 11.1.6R). Lo *sponsor* – che deve essere registrato in un apposito elenco tenuto dalla stessa FCA ed è soggetto a controlli periodici da parte di quest’ultima – ha un ruolo fondamentale in quanto funge da raccordo tra la FCA e la società⁴³, garantendo il rispetto delle LR durante tutta la procedura deliberativa. La presenza dello *sponsor* ha molteplici benefici: (i) evita alla società un possibile procedimento sanzionatorio ad opera della FCA; (ii) assicura il mercato ed eventuali futuri investitori circa la correttezza delle operazioni compiute; e (iii) funge da maggiore garanzia per gli azionisti quando gli stessi – secondo il nuovo regime delle LR per le operazioni di minore rilevanza – non approvano direttamente l’operazione.

Oltre a fornire la *fairness opinion* per le operazioni di minori dimensioni (come si vedrà più dettagliatamente in seguito), spesso lo *sponsor* viene anche nominato quale *advisor* finanziario al fine di assistere la società nella redazione del documento tecnico di natura finanziaria destinato ai soci ai sensi della LR 11.1.8G(2) (c.d. “*related party circular*”).

Inoltre, prima di analizzare nel dettaglio i passaggi della procedura, va operata una distinzione tra (a) le operazioni compiute da società con un azionista di controllo,

⁴¹ Rientrano nel novero delle RPTs le operazioni di carattere straordinario; le operazioni (sempre di carattere straordinario) in cui la società e una parte correlata investano o finanzino un determinato *asset* o un soggetto terzo; ogni altra operazione (di carattere straordinario) tra la società e soggetti terzi che possano avvantaggiare una parte correlata della società. Alla LR 11.1.5AG si precisa che per accertare se un’operazione ha o meno carattere straordinario la FCA considera la proporzione dell’operazione e l’incidenza della stessa sulla società nonché l’eventuale utilizzo di condizioni contrattuali non *standard*.

⁴² Secondo la LR 11.1.4R, sono parti correlate della società: (i) i *substantial shareholders* (ossia, secondo la LR 11.1.4AR, coloro che controllano almeno il 10% dei voti nell’assemblea della società o delle sue controllate) attuali e passati (nell’arco dei dodici mesi precedenti); (ii) gli amministratori di diritto o di fatto della società (inclusi i soggetti che hanno ricoperto tale carica nei dodici mesi precedenti all’operazione) o gli amministratori di diritto o di fatto delle controllate o delle controllanti della società (la correlazione sussiste anche qualora il rapporto di controllo non esista più ma era esistente al momento in cui l’amministratore parte correlata era in carica); (iii) i soggetti che esercitano un’influenza significativa sulla società; (iv) i soggetti collegati a una delle parti correlate precedentemente indicate, laddove per “soggetto collegato” deve intendersi (a) un familiare (coniuge, convivente o figlio); (b) un *trustee*; (c) una società in cui la parte correlata o un suo familiare abbia partecipazioni tali da esercitare un controllo pari al 30% dei voti in assemblea o comunque sufficienti per nominare o rimuovere gli amministratori (nel caso si tratti di una LLP basta il 30% della *partnership* o comunque diritti di voto superiori al 30%).

⁴³ Sul punto è molto chiara la LR 8.3.2G secondo cui “*The sponsor will be the main point of contact with the FCA for any matter referred to in LR 8.2.2. The FCA expects to discuss all issues relating to a transaction and any draft or final document directly with the sponsor. However, in appropriate circumstances, the FCA will communicate directly with the company with or applying for a premium listing of its equity shares, or its advisers*”.

qualora lo stesso non rispetti determinati requisiti di indipendenza (LR 11.1.1AR)⁴⁴; e (b) le operazioni compiute da società dove non vi è un *controlling shareholder* o dove il *controlling shareholders* abbia rispettato i requisiti di indipendenza di cui alla LR 6.1.4DR (richiamata, mediante vari rinvii, dalla LR 11.1.1AR). Mentre per le operazioni *sub* (b) si applica il regime ordinario che permette di beneficiare delle esenzioni di cui all'allegato 1 della LR 11, per le operazioni *sub* (a), ai sensi della LR 11.1.1CR, non sussistono esenzioni. In sintesi, laddove vi sia un azionista di controllo che non rispetti determinati requisiti di indipendenza, la FCA ha voluto imporre agli emittenti maggior cautela, limitando i casi in cui è possibile disapplicare la procedura.

Passando ora all'*iter* da osservare, secondo la LR 11.1.7R(1), la società, al momento in cui i termini dell'operazione sono concordati ma prima della conclusione della stessa, dovrà rendere pubblica l'operazione mediante comunicazione ad un soggetto approvato dalla FCA (*regulatory information service* o "RIS", equivalente al sistema SDIR-NIS utilizzato in Italia ai sensi del TUF e del Regolamento Emittenti per le informazioni regolamentate). La comunicazione dovrà contenere, oltre alle informazioni di cui alla LR 10.4.1R⁴⁵, anche il nome della parte correlata e la natura dell'interesse della stessa nell'operazione.

Contestualmente la società dovrà inviare ai soci una comunicazione (*related party circular*) contenente gli elementi descritti alla LR 13.6⁴⁶. In particolare, nel contesto della

⁴⁴ Si tratta di una delle novità introdotte dalla FCA nel 2014. Il contenuto di tali accordi è indicato nel dettaglio dalla LR 6.1.4DR, secondo cui il socio di controllo (o soggetti ad esso collegati) si impegna (i) a contrattare con la società secondo normali condizioni contrattuali e ad "*arm's length*"; (ii) ad evitare qualsiasi azione che possa impedire all'emittente di rispettare le proprie obbligazioni ai sensi delle LRs; e (iii) a non proporre deliberazioni assembleari che abbiano lo scopo (anche in apparenza) di aggirare le obbligazioni imposte dalle LRs. La LR 11.1.1AR(4) prevede che tali accordi, così come le operazioni poste in essere sulla base di tali accordi, debbano essere attestate da un amministratore indipendente. In mancanza di tale attestazione si applicherà la procedura di cui alla LR 11.1.1CR espressamente prevista per le operazioni compiute da società con un *controlling shareholder*.

⁴⁵ La LR 10.4.1R disciplina le notifiche ai RIS nel caso di transazioni di classe 2 (la *disclosure* sull'operazione varia a seconda che l'operazione sia di maggiore o minore entità, quest'ultimo è il caso delle operazioni di classe 2). La notifica deve includere: (a) i dettagli dell'operazione e i dati relativi alla controparte; (b) un descrizione delle attività che verranno condotte utilizzando gli *asset* coinvolti nell'operazione; (c) il corrispettivo e le relative modalità di pagamento; (d) il valore degli *asset* coinvolti nell'operazione; (e) i profitti derivanti dall'operazione; (f) gli effetti dell'operazione sull'emittente; (g) dettagli relativi ai contratti con gli amministratori dell'emittente eventualmente proposti nel contesto della transazione; (h) nel caso di una vendita, i profitti derivanti dalla stessa; (i) nel caso di vendita il cui corrispettivo siano titoli, un documento in cui si specifichi se tali titoli verranno trattenuti o rivenduti dall'emittente; e (j) dettagli circa qualsiasi soggetto che abbia un ruolo di rilievo nell'operazione o nelle società coinvolte nell'operazione. Si noti che per le operazioni con parti correlate di maggiori dimensioni, oltre al rispetto di tali obblighi informativi, la società dovrà assicurare il rispetto delle regole previste per le operazioni di Classe 1 (LR 10.5.1R). queste ultime, in sostanza, sono riprese dalla LR 11.1.7R (preventiva comunicazione e approvazione dell'assemblea). Per un approfondimento sulla classificazione delle varie operazioni si veda C. HORTON – J. WESTON, "Significant Transactions and Related Party Transactions", in "A practitioner's guide to the FCA listing regime 2014/2015", London, 2014.

⁴⁶ Sul tema si veda la nota della FCA del Luglio 2013 ("Sponsor Services: Principles for Sponsors", UKLA

suddetta comunicazione, dovrà essere inviato ai soci (a) nel caso di acquisto o vendita oltre un certo valore, qualora non sia disponibile un'adeguata informazione finanziaria, la valutazione di un esperto indipendente; (b) un documento che attesti la correttezza dell'operazione così come confermata dallo *sponsor* che ha assistito gli amministratori (pare evidente qui la somiglianza di tale attestazione con il parere degli amministratori indipendenti previsto dal Regolamento); e (c) un documento che attesti che la parte correlata (i) non parteciperà alla deliberazione sull'operazione e (ii) si è impegnata a far sì che i soggetti ad essa collegati non votino la deliberazione in assemblea.

Una volta effettuate le comunicazioni al mercato (ossia alla FCA tramite il RIS) e ai soci, ai sensi della LR 11.1.7R(3), l'operazione dovrà essere approvata dai soci prima che venga conclusa (la deliberazione dell'assemblea può anche essere prevista come condizione sospensiva all'efficacia dell'operazione già deliberata dagli amministratori). Alla deliberazione assembleare non partecipa la parte correlata né i soggetti ad essa collegati.

Ovviamente, qualora vi siano dei mutamenti sostanziali nelle condizioni dell'operazione tra la data della notifica (alla FCA o ai soci) e la data della deliberazione, la società dovrà fornire adeguate integrazioni informative. Qualora dovesse sopraggiungere una nuova parte correlata, oltre agli aggiornamenti di carattere informativo, la società dovrà assicurarsi che la nuova parte correlata non partecipi alla deliberazione (LR 11.1.8G).

Qualora la RPT da approvare rientri tra le operazioni di minore rilevanza si applicherà la procedura semplificata di cui alla LR 11.1.10R⁴⁷. Prima della conclusione dell'operazione, la società dovrà ottenere una *fairness opinion* dello *sponsor* circa la correttezza dei termini dell'operazione con riferimento agli azionisti. Appena possibile, una volta conclusa l'operazione, dovrà effettuare la comunicazione tramite il RIS ricomprendendo tutte le informazioni rilevanti sull'operazione.

Nel caso di RPTs di minore rilevanza, dunque, non è prevista la deliberazione assembleare, la correttezza dell'operazione essendo garantita dalla *fairness opinion* dello *sponsor*.

Anche nel regime delle LR è previsto uno specifico regime di esenzioni (nel Regolamento disciplinato dall'art. 13). L'Allegato 1 della LR 11 ("*Transactions to which related party transaction rules do not apply*") contiene una nutrita serie di ipotesi in presenza

/ TN / 710.1, reperibile su <https://www.fca.org.uk>).

⁴⁷ Si ricorda che tale procedura semplificata non si applica alle operazioni in cui vi sia un *controlling shareholder* che non ha rispettato i requisiti di indipendenza descritti alla LR 11.1.1AR.

delle quali la società è esente dalla procedura⁴⁸.

(ii) *La disciplina sulle RPTs delle società quotate sul segmento AIM del London Stock Exchange*

L'analisi della regolamentazione per le operazioni con parti correlate sull'*Alternative Investment Market* (AIM) rileva sia in quanto tale mercato alternativo, in Italia, costituisce oggi un passaggio sempre più spesso obbligato per le società a bassa e media capitalizzazione che intendano successivamente approdare sul MTA; sia poiché la disciplina del Regolamento non è interamente applicabile, se non per quanto riguarda i profili della trasparenza. Ciò considerato, è innegabile che la Consob, nel disciplinare le OPC, abbia preso spunto dall'ordinamento inglese in cui, come vedremo, le società quotate sull'AIM non hanno molti obblighi dal punto di vista della *governance* ma solo per gli aspetti che concernono la *disclosure* dell'operazione.

Le società quotate sul mercato AIM⁴⁹ sono regolate secondo le disposizioni delle

⁴⁸ Si tratta in particolare:

- delle operazioni di minore rilevanza;
- delle operazioni concordate prima che la relativa controparte diventi una parte correlata;
- delle operazioni consistenti in emissione di nuove azioni o vendita di titoli di stato;
- delle operazioni consistenti nell'esercizio, da parte della parte correlata, di diritti di prelazione sull'acquisto o la conversione di titoli della società emittente;
- della remunerazione degli amministratori (anche mediante piani di *stock options*) qualora ricompresa in un più ampio piano di remunerazioni ("*Employees' share scheme*" o "*long-term incentive schemes*");
- della concessione di finanziamenti (o la concessione di garanzie per assistere un finanziamento) (a) a parti correlate (solo se effettuate a condizioni di mercato standard); (b) agli amministratori (solo se l'ammontare e le condizioni non sono più favorevoli di quelle previste per i finanziamenti ad altri dipendenti del gruppo); (c) da parte di una parte correlata (solo se a condizioni standard e non assistiti da garanzie);
- della stipula di assicurazioni, prestiti o piani di indennizzo a favore degli amministratori (alle condizioni specificate dal CA 2006);
- della stipula di contratti di *underwriting* con parti correlate (ossia quei contratti in cui la parte correlata si impegna a sottoscrivere una determinata quantità di azioni dell'emittente a determinate condizioni), qualora il corrispettivo che la società deve pagare all'*underwriter* non sia maggiore degli standard di mercato e sia uguale a quello applicato agli altri *underwriters*;
- degli accordi di *joint venture* o degli accordi ai sensi dei quali la società e la parte correlata si impegnano ad investire in determinati *asset*, a condizione che (a) l'investimento della parte correlata non sia superiore del 25% rispetto all'investimento della società; (b) della condizione *sub* (a) sia data notizia alla FCA; e (c) uno *sponsor* abbia inviato una *opinion* alla FCA circa la correttezza dei termini dell'investimento della società rispetto a quelli della parte correlata;
- delle operazioni in cui la parte correlata sia tale solo perché è (o è stata nei dodici mesi precedenti) un *substantial shareholder* o un suo soggetto collegato, oppure è (o è stato nei dodici mesi precedenti) un amministratore (di diritto di fatto) o un soggetto ad esso collegato, di una società controllata dall'emittente che rappresenta (o ha rappresentato) meno del 10% degli *asset* dell'emittente nel periodo di riferimento (che è successivamente definito dall'allegato). In sostanza questa categoria permette di esentare le operazioni con gli azionisti o gli amministratori delle società controllate che non hanno una rilevanza fondamentale per l'emittente;
- delle operazioni con società controllate (o il cui oggetto siano le azioni delle società controllate) quando il valore (in termini di capitalizzazione dell'emittente) abbia un *ratio* inferiore al 10%.

⁴⁹ Al 31 dicembre 2014 il listino AIM inglese conta 1104 società per una capitalizzazione totale pari a £71 milioni.

AIM Rules for Companies (“AIM Rules”) redatte dal London Stock Exchange⁵⁰.

In materia di parti correlate, l’art. 7 della prima parte delle AIM Rules dispone che qualora una società quotata sull’AIM svolga un’attività non indipendente (ossia un’attività il cui svolgimento comporti un collegamento alcuni azionisti) che abbia generato profitti per almeno due anni, la società deve assicurarsi che eventuali parti correlate mantengano la propria partecipazione nell’emittente per almeno un anno successivo alla quotazione. In sostanza, con la citata disposizione si vuole evitare che la parte correlata (ad esempio il *controlling shareholder*) ceda le proprie partecipazioni temendo di perdere – a causa dei maggiori controlli esercitati dalla FCA – i benefici privati derivanti dal controllo indiscriminato sull’emittente.

La disciplina per le operazioni con parti correlate è contenuta all’art. 13 delle AIM Rules e si applica a qualsiasi operazione con parti correlate che superi la soglia del 5% nei *class test* indicati nell’Allegato 3 delle AIM Rules. La definizione di parte correlata contenuta nelle AIM Rules è sostanzialmente in linea con quella contenuta nelle LRs.

L’emittente dovrà inviare a un RIS una notificazione non appena i termini dell’operazione siano stati concordati (e dunque prima del compimento dell’operazione), indicando, oltre ai dati indicati nell’Allegato 4 delle AIM Rules⁵¹, i dati relativi alla parte correlata coinvolta e la natura del suo interesse nell’operazione, e fornendo una dichiarazione in cui gli amministratori (fatta eccezione per gli amministratori che siano parti correlate), a seguito della consultazione con un esperto indipendente iscritto in apposito registro tenuto dal London Stock Exchange, attestino la correttezza dei termini dell’operazione per gli azionisti.

Come si è visto, le società quotate sull’AIM beneficiano di una disciplina semplificata che, essenzialmente, si basa solo su obblighi di *disclosure* al mercato. Da notare che tali obblighi sono tutti preventivi rispetto al compimento dell’operazione, a differenza di quanto avviene nel nostro ordinamento dove l’art. 5 del Regolamento prevede solo una *disclosure ex post*.

(iii) *La disciplina prevista dal Companies Act 2006*

Benché non vengano denominate espressamente *related party transactions*, all’art. 190 ss. CA 2006 sono contemplate alcune operazioni tra la società e i propri amministratori

⁵⁰ La versione cui qui ci si riferisce è l’ultima reperibile sul sito istituzionale del London Stock Exchange, datata maggio 2014.

⁵¹ L’Allegato 4 delle AIM Rules impone la *disclosure* di tutti i dettagli relativi all’operazione, alle parti e agli *asset* coinvolti. L’elenco proposto per il mercato AIM è molto simile a quello previsto per le operazioni di Classe 2 dalla LR 13.6 applicabile alle società che hanno un *premium listing*.

(o gli amministratori della propria società controllante non al 100%), che richiedono la preventiva approvazione dell'assemblea (eventualmente anche di quella della *holding* se sono coinvolti gli amministratori della stessa)⁵². Le operazioni concluse in violazione dell'approvazione assembleare possono essere espressamente annullate ai sensi dell'art. 195 CA 2006 che prevede, dunque, un rimedio di carattere reale e non solamente risarcitorio⁵³. Principi analoghi (approvazione assembleare e sanzioni) sono previsti nel caso di finanziamenti dalla società agli amministratori (o soggetti connessi agli stessi ai sensi dell'art. 200 CA 2006), anche in termini di assistenza finanziaria come, ad esempio, nel caso di rilascio di garanzie a beneficio dell'amministratore (art. 197 ss. CA 2006)⁵⁴. Medesimi principi sono contenuti nell'art. 201 CA 2006, con espresso riferimento ai finanziamenti o garanzie rilasciati dalle *public companies*⁵⁵.

L'apparato normativo su descritto, benché più eterogeneo e meno unitario rispetto a quello previsto nel nostro ordinamento, lascia dedurre che la regolamentazione delle operazioni con parti correlate nel Regno Unito sia anche più complessa di quella adottata in Italia. Ciò, in primo luogo, perché le medesime procedure di coinvolgimento degli azionisti non correlati sono previste sia per le RPTs di cui alle LRs sia per alcune specifiche categorie di operazioni (*self-dealing transactions*) previste nel CA 2006 per le società chiuse⁵⁶. Inoltre, pur non essendo prevista una procedura che coinvolga direttamente gli amministratori indipendenti, le LRs prevedono l'intervento di un garante indipendente (lo *sponsor*) il cui rischio di cattura da parte degli

⁵² La norma citata fa riferimento all'acquisizione di "*substantial non-cash assets*", che sono definiti all'art. 191 CA 2006 come "*any property or interest in property other than cash*", ricomprendendo dunque l'acquisizione di immobili o, ad esempio, di marchi e brevetti. L'acquisizione può definirsi "*substantial*" quando il valore dell'acquisizione eccede il 10% del valore complessivo degli *asset* della società ed è comunque di valore superiore a £5000, o comunque, in ogni caso in cui l'acquisizione abbia un valore superiore a £10000 (si veda l'art. 191 CA 2006). Le norme in questione sono state oggetto di studio in S. SHEIKH, "Company Law Handbook 2015", Bloomsbury Professional, 2014, 782 e, in giurisprudenza, in *Ultraframe (UK) Ltd v Fielding* [2005] UKHC 1638 (Ch) e *Re Duckwari plc (No 1)* [1997] 2 BCLC 713.

⁵³ Si consideri tuttavia che l'art. 195 CA 2006 subordina l'annullamento ad alcuni requisiti: (i) la restituzione degli *asset* o delle somme corrisposte deve essere possibile; (ii) la società non deve essere stata risarcita da terzi; (iii) i diritti dei terzi in buona fede sono comunque fatti salvi. Rimane peraltro ferma la responsabilità di chi ha posto in essere l'operazione (art. 195, paragrafo 4, CA 2006). Inoltre, nel caso in cui la società non subisca alcuna perdita dall'operazione, l'amministratore che avrà ottenuto un vantaggio (in termini di profitto) dalla transazione, non è obbligato a restituire il maggior profitto (come avverrebbe nell'ordinamento italiano sulla base del principio dell'ingiustificato arricchimento *ex art. 2041 c.c.*), a tali conclusioni si è giunti in *NBH Ltd v Hoare* [2006] 2 BCLC 649.

⁵⁴ Per un approfondimento su tali obblighi si rinvia a M. BRUCE, "Rights and Duties of Directors", Bloomsbury Professional, 2013, 154.

⁵⁵ Da notare che, prima della deliberazione, i soci devono ricevere un *memorandum* che riassume i termini dell'operazione (art. 201, paragrafo 4, CA 2006).

⁵⁶ Principio che, forse, avrebbe avuto senso anche nel nostro ordinamento, anche solo rispetto alle società non quotate (e non diffuse) aventi determinate caratteristiche dimensionali in termini di *asset*, profitti o numero di dipendenti.

insider è molto ridotto rispetto a quanto avviene con gli amministratori indipendenti, proprio perché tale soggetto è *a priori* selezionato dalla FCA. Come si dirà in seguito, l'incentivo dello *sponsor* ad agevolare il compimento di RPTs che si risolvano in un *tunneling* è molto più basso di quello degli amministratori indipendenti, in quanto lo *sponsor* inadempiente perderebbe non solo la credibilità del mercato, ma anche la possibilità di continuare a svolgere il suo lavoro venendo cancellato dagli elenchi della FCA e perdendo così l'autorizzazione ad operare come *sponsor*. Diverso il quadro per gli amministratori indipendenti che, qualora inadempimenti ai loro doveri fiduciari, verrebbero colpiti solo da una sanzione a carattere reputazionale, la cui efficacia dipende dal peso sociale della sanzione stessa, variabile a seconda dei valori culturali e sociali vigenti nell'ordinamento considerato.

Sezione 2 - Questioni preliminari: le fonti delle procedure e l'ambito di applicazione

2.1 *Le fonti delle procedure per le operazioni con parti correlate*

L'articolo 2391-*bis* c.c., prevede che, sulla base di principi generali emanati dalla Consob, gli organi di amministrazione delle società quotate adottino delle regole con lo scopo di garantire la correttezza formale e sostanziale delle operazioni con parti correlate.

I primi commentatori del Regolamento, ancora prima della sua emanazione, hanno sostenuto che la regolamentazione Consob fosse eccessivamente dettagliata e che ciò implicasse un "eccesso di delega" rispetto a quanto disposto dall'art. 2391-*bis* c.c.⁵⁷. Tuttavia, a parere di chi scrive, dalla norma in esame traspare la volontà del legislatore di affidare interamente e senza eccezioni (salvo quelle derivanti dalla necessaria applicazione delle norme gerarchicamente sovraordinate del codice civile) alla Consob il compito di "gestire" il fenomeno delle operazioni con parti correlate⁵⁸. Ciò pare confermato dall'utilizzo di termini variegati quali "principi generali" e "regole" che, letti insieme, non escludono certo una regolamentazione di dettaglio da parte delle Consob qualora la stessa sia comunque basata su una nutrita serie di clausole derogabili, come appunto avviene nel Regolamento. Peraltro, non sarebbe la prima volta che il legislatore conferisce alla Consob un ampio potere regolamentare, come testimoniato dallo stesso regolamento emittenti la cui emanazione è demandata alla Consob da svariate norme del TUF. Semmai può apparire strano che tale conferimento di potestà regolamentare derivi direttamente dal codice civile nel quale, solitamente, vengono direttamente normate anche discipline articolate. Una simile scelta è forse da qualificarsi quale "non-scelta" del legislatore rispetto alla regolamentazione di una disciplina complessa e articolata come quella delle parti correlate nelle società quotate. Senza voler qui affrontare il tema della potestà regolamentare della Consob, ci si limita ad osservare che la specificità della materia – che in un primo momento si era pensato di inserire direttamente nel codice civile attraverso il proposto art. 2391-*ter* – richiedeva un "legislatore speciale" che solo la Consob poteva incarnare.

⁵⁷ M. FOSCHINI, "Le operazioni con parti correlate e l'attuazione dei principi di cui all'art. 2391-*bis* del codice civile" in Studi per Franco di Sabato, Napoli 2009, III, 589.

⁵⁸ Un simile *modus operandi* non farebbe altro che confermare la necessità di una disciplina speciale, di fatto già esistente, per il "tipo" società quotata.

L'Autorità ha disciplinato l'adozione delle procedure all'art. 4 del Regolamento, secondo il quale gli organi di amministrazione “*adottano [...] procedure che assicurino la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale*” delle operazioni con parti correlate. Le procedure devono espressamente individuare: (a) le operazioni di maggiore rilevanza; (b) i casi di esclusione dell'applicazione del regolamento; (c) i requisiti di indipendenza degli amministratori che dovranno rilasciare il parere sulle OPC; (d) le modalità di istruzione e approvazione delle operazioni, anche quando le stesse sono compiute da società controllate; (e) le modalità di circolazione delle informazioni sulle OPC (sia prima che dopo la loro deliberazione); (f) eventuali scelte dell'emittente divergenti da quanto stabilito nel Regolamento.

L'utilizzo del termine generico “regole” nell'articolo 2391-*bis* c.c., può inoltre ritenersi inclusivo di fonti del diritto di natura diversa, le quali potranno essere (tutte o solo alcune) adottate dagli organi di amministrazione (o da questi consigliate ai soci) al fine di recepire i principi elaborati dalla Consob. Ne consegue che il consiglio di amministrazione (o il consiglio di gestione per quegli emittenti che adottano il sistema dualistico) potrà recepire le procedure per le operazioni con parti correlate (o anche solo specifici presidi), oltre che a mezzo dell'apposito regolamento OPC: (i) proponendo all'assemblea dei soci una modifica statutaria⁵⁹, o (ii) per alcuni profili specifici (principalmente di natura tecnica), proponendo all'assemblea l'adozione, la modifica o l'integrazione del regolamento dei lavori assembleari (inserendovi ad esempio le modalità per il computo dei voti in materia di *whitewash*); o (iii) adottando o modificando il regolamento dei lavori del consiglio di amministrazione. In tutti i suddetti casi, incluso quello della modifica statutaria che trae origine da una proposta del CdA, la fonte principale delle regole da osservare per l'approvazione delle operazioni con parti correlate è sempre una deliberazione consiliare. Come è stato

⁵⁹ Ipotesi confermata dalla lettera dell'articolo 4, comma 5 del Regolamento, secondo cui “*Nel definire le procedure, i consigli di amministrazione e di gestione identificano quali regole richiedano modifiche allo statuto e deliberano in conformità al comma 3 le conseguenti proposte da sottoporre all'assemblea*”. Tale possibilità è confermata anche in materia bancaria, dal Regolamento Soggetti Collegati che alla sezione III, par. 2.1, prevede che “*ciascuna banca individua in modo puntuale le procedure applicabili alle operazioni con soggetti collegati*” e che “*le scelte effettuate sono adeguatamente formalizzate (ad esempio, nei regolamenti interni o nel progetto di governo societario o in statuto*”. Peraltro si rileva come, in sede di consultazione per l'emanazione del Regolamento Soggetti Collegati, la Banca d'Italia sia stata ancora più favorevole al maggior recepimento delle norme regolamentari all'interno degli statuti delle banche, affermando che le società bancarie avrebbero dovuto introdurre nei loro statuti “*gli elementi essenziali delle procedure*”, mentre “*i restanti profili*” sarebbero potuti essere regolati anche nei “*regolamenti interni*” (così BANCA D'ITALIA, “Attività di rischio e conflitti di interesse delle banche e dei gruppi bancari nei confronti di soggetti collegati. Documento per la consultazione”, maggio 2010, paragrafo III.2.1). Tale orientamento sembra essere condiviso, in dottrina, da M. STELLA RICHTER JR., “Regole delle procedure per le operazioni con parti correlate e modificazioni statutarie conseguenti”, in “Le operazioni con parti correlate. Atti del Convegno presso Università Cattolica del Sacro Cuore, Piacenza”, 2011.

rilevato dalla dottrina, si tratta di una delibera consiliare sovraordinata alle altre, infatti con essa gli amministratori si vincolano a seguire una determinata procedura per future eventuali deliberazioni su operazioni con parti correlate⁶⁰. Si potrebbe allora affermare che le “procedure OPC” costituiscano una particolare forma di regolamento dei lavori del consiglio di amministrazione, imposto dalla legge (art. 2391-*bis* c.c.) e dalle norme di natura regolamentare (*i.e.* il Regolamento) allorché il consiglio si trovi a dover deliberare su una OPC⁶¹.

2.1.1 *L’implementazione delle procedure mediante norme statutarie*

Alcune delle norme principali del Regolamento possono essere adottate (*rectius*: efficaci) solo previa modifica statutaria. Purtuttavia, l’art. 4 del Regolamento prevede espressamente che siano gli amministratori ad adottare le procedure per le operazioni con parti correlate, previa consultazione degli amministratori indipendenti e, nella fase della deliberazione consiliare, eventuale confronto con gli organi di controllo. Non è dunque previsto un passaggio obbligato in assemblea e, del resto, tale meccanismo di approvazione è sensato in quanto, come rilevato in dottrina, le procedure per le operazioni con parti correlate possono essere redatte in modo tale da non implicare alcuna modifica statutaria⁶². Ciò non toglie che alcune norme regolamentari, per spiegare la loro efficacia, impongano una modifica statutaria⁶³.

È certamente il caso delle norme concernenti l’adozione del *whitewash*, utilizzabile solo a seguito di una modifica statutaria che, ai sensi dell’art. 2364, comma 1, n. 5, c.c.), conferisca all’assemblea ordinaria il potere di autorizzare specifiche operazioni con parti correlate qualora, nella fase deliberativa in seno al consiglio di amministrazione, gli amministratori indipendenti non abbiano fornito il loro parere

⁶⁰ Così M. STELLA RICHTER JR., “Regole delle procedure per le operazioni con parti correlate e modificazioni statutarie conseguenti”, in “Le operazioni con parti correlate. Atti del Convegno presso Università Cattolica del Sacro Cuore, Piacenza”, 2011, 58.

⁶¹ Come rilevato da STELLA RICHTER JR., “Regole delle procedure per le operazioni con parti correlate e modificazioni statutarie conseguenti”, in “Le operazioni con parti correlate. Atti del Convegno presso Università Cattolica del Sacro Cuore, Piacenza”, 2011, 58-59, le “procedure opc” costituiscono “l’unico regolamento necessario che promana dall’organo amministrativo di una società e, insieme allo statuto, l’unico atto normativo necessario tout court.”.

⁶² In questo senso M. STELLA RICHTER JR., “Regole delle procedure per le operazioni con parti correlate e modificazioni statutarie conseguenti”, in “Le operazioni con parti correlate. Atti del Convegno presso Università Cattolica del Sacro Cuore, Piacenza”, 2011, 53.

⁶³ M. STELLA RICHTER JR., “Regole delle procedure per le operazioni con parti correlate e modificazioni statutarie conseguenti”, in “Le operazioni con parti correlate. Atti del Convegno presso Università Cattolica del Sacro Cuore, Piacenza”, 2011, 55, secondo il quale “*di per sé la modificazione statutaria non potrà dirsi obbligatoria, e, anche in presenza di una procedura che voglia avvalersi di una o più delle suddette opzioni, la successiva mancata approvazione della modificazione statutaria da parte dell’assemblea non renderà inefficace l’intera procedura, ma renderà solamente impossibile avvalersi della disciplina opzionale e ulteriore.*”.

favorevole.

Altro caso che richiede una modificazione statutaria è quello concernente l'approvazione di operazioni con parti correlate in casi di urgenza. In tali ipotesi, ai sensi dell'art. 13, comma 6 del Regolamento, è previsto che se l'operazione non è di competenza assembleare (competenza che può essere deliberativa o anche solo meramente autorizzatoria), le procedure possano prevedere deroghe all'*iter* previsto dagli artt. 7 e 8 del Regolamento previa apposita modifica statutaria⁶⁴. Dovranno comunque essere rispettate una serie di condizioni, tra cui anche la trattazione, nella prima assemblea utile dopo il compimento dell'operazione, dell'oggetto dell'operazione compiuta e delle motivazioni dell'urgenza. In tale ultimo caso, si noti che, ai sensi dell'art. 13, comma 6, lett. b) del Regolamento, l'assemblea non deve ratificare l'operazione, ma solo prenderne atto, insieme alle motivazioni dell'urgenza⁶⁵.

La procedura di cui all'art. 13, comma 6 del Regolamento, qualora lo statuto lo preveda espressamente, si applica in parte anche alle operazioni di competenza assembleare da adottarsi in casi di urgenza connessa a situazioni di crisi aziendale. In tal modo è possibile velocizzare la fase della proposta di deliberazione dal consiglio di amministrazione all'assemblea. Difatti, mentre normalmente la proposta richiederebbe un passaggio con il comitato indipendenti, grazie alla deroga *de qua* il consiglio di amministrazione, convocando l'assemblea, dovrà "solo" redigere una dettagliata relazione sulle motivazioni dell'urgenza che verrà posta al vaglio del collegio sindacale

⁶⁴ Per completezza si riportano le previsioni di cui all'art. 13, comma 6, del Regolamento: "*Nei casi in cui l'operazione non sia di competenza dell'assemblea e non debba essere da questa autorizzata, le procedure possono prevedere, ove espressamente consentito dallo statuto, che in caso di urgenza, fermo quanto previsto dall'articolo 5, ove applicabile, le operazioni con parti correlate siano concluse in deroga a quanto disposto dagli articoli 7 e 8 nonché dall'Allegato 2, a condizione che:*

a) qualora l'operazione da compiere ricada nelle competenze di un consigliere delegato o del comitato esecutivo, il presidente del consiglio di amministrazione o di gestione sia informato delle ragioni di urgenza prima del compimento dell'operazione;

b) tali operazioni siano successivamente oggetto, ferma la loro efficacia, di una deliberazione non vincolante della prima assemblea ordinaria utile;

c) l'organo che convoca l'assemblea predisponga una relazione contenente un'adeguata motivazione delle ragioni dell'urgenza. L'organo di controllo riferisce all'assemblea le proprie valutazioni in merito alla sussistenza delle ragioni di urgenza;

d) la relazione e le valutazioni di cui alla lettera c) siano messe a disposizione del pubblico almeno ventuno giorni prima di quello fissato per l'assemblea presso la sede sociale e con le modalità indicate nel Titolo II, Capo I, del regolamento emittenti. Tali documenti possono essere contenuti nel documento informativo di cui all'articolo 5, comma 1;

e) entro il giorno successivo a quello dell'assemblea le società mettano a disposizione del pubblico con le modalità indicate nel Titolo II, Capo I, del regolamento emittenti le informazioni sugli esiti del voto, con particolare riguardo al numero dei voti complessivamente espressi dai soci non correlati."

⁶⁵ Per tale agione è corretto ritenere che la presa d'atto in sede assembleare serva solo ai fini di un'eventuale azione di responsabilità contro gli amministratori che hanno deliberato sull'operazione e non anche a determinare, in qualsiasi modo, l'invalidità della deliberazione del CdA sull'operazione o, comunque, dell'operazione ormai compiuta. Sul punto si veda, di recente M. MAUGERI, "Le deliberazioni assembleari «consultive» nella società per azioni", in "Società, Banche e Crisi d'impresa", liber amicorum P. Abbadessa, Torino, 2014, I, 819 ss..

(o del diverso organo di controllo presente in caso di sistemi alternativi di amministrazione e controllo). Qualora quest'ultimo si pronunci negativamente in merito alla sussistenza di una situazione di urgenza (sempre connessa alla crisi aziendale), ai sensi dell'art. 11, comma 5 del Regolamento, l'assemblea delibererà come se la regola del *whitewash* fosse stata applicata nella fase deliberativa in seno al consiglio di amministrazione, ossia l'operazione potrà essere bloccata qualora la maggioranza dei soci non correlati votanti esprima un voto contrario, come previsto all'art. 11, comma 3 del Regolamento⁶⁶.

Infine, in materia di operazioni relative ai compensi degli organi di amministrazione e controllo, l'art. 13 comma 1 del Regolamento prevede (i) la possibilità di non applicare le procedure regolamentari per la deliberazione sui compensi degli organi amministrativi laddove l'assemblea abbia il potere, in virtù di un'apposita previsione statutaria ai sensi dell'art. 2389, comma 3 c.c., di prevedere un ammontare massimo complessivo per i compensi di tutti gli organi amministrativi; nonché (ii) l'esclusione dell'*iter* deliberativo delle procedure regolamentari per l'individuazione dei compensi dell'organo di controllo ai sensi dell'art. 2402 del codice civile.

2.1.2 L'implementazione delle procedure mediante il regolamento assembleare

Tra le varie possibilità ai fini del recepimento della disciplina regolamentare, può trovare spazio anche l'ipotesi di una modifica al regolamento dei lavori assembleari. Come si è detto, tale modifica non riguarderebbe certo le procedure nella loro interezza ma solo alcuni specifici aspetti tra cui, in particolare, le modalità di votazione nel caso in cui lo statuto preveda l'adozione del *whitewash* e nell'ipotesi di operazione di competenza assembleare (*ex* art. 11 del Regolamento).

Il dibattito dottrinale sui regolamenti assembleari è molto ampio e scaturisce dalla disposizione normativa di cui all'art. 2364, comma 1, n. 6 che attribuisce alla competenza dell'assemblea ordinaria l'approvazione del regolamento dei lavori assembleari. La norma, seppur disposta a livello generale per tutte le S.p.A., trova maggiore applicazione in quelle di grosse dimensioni e, in particolare, nelle società quotate dove l'adozione del regolamento assembleare – qualificabile peraltro come

⁶⁶ Si noti che, qualora la società abbia anche previsto in statuto l'applicazione del *whitewash* con lo sbarramento per il *quorum* costitutivo dei soci non correlati fino al 10% (art. 11, comma 3 del Regolamento), anche tale soglia si applicherà al caso descritto.

informazione *price sensitive* da comunicare al mercato⁶⁷ – è suggerita anche dal Codice di Autodisciplina (art. 9.C.3.68) ed avallata da ABI e Assonime le quali, ancora prima della riforma del 2003, hanno predisposto un modello base di regolamento. Il profilo di maggiore interesse, soprattutto sul piano pratico, è sicuramente quello della validità della deliberazione dei soci adottata senza osservare le norme del regolamento assembleare. Sul punto si registrano in dottrina opinioni discordanti, alcuni sostenendo che la norma regolamentare non è norma di legge o statutaria e, pertanto, non consente di impugnare la deliberazione *ex art. 2377*⁶⁹ c.c., altri sostenendo invece che tale impugnazione sia ammissibile in quanto la violazione del regolamento assembleare costituisce “indiretta violazione di norma di legge”⁷⁰. La possibilità di impugnare la deliberazione discende anche dalla legittimazione che al regolamento assembleare si intende dare, quale previsione con forza di statuto laddove richiamata nello stesso o come semplice forma di autoregolamentazione o, ancora, come fonte substatutaria adottata con maggioranze tipiche delle deliberazioni straordinarie⁷¹. Per quel che qui interessa, stante l’ampio dibattito sul tema, ci si limita ad osservare che il regolamento assembleare è il luogo più idoneo per la regolamentazione dei profili tecnici riguardanti la votazione in assemblea. Nel caso del *whitewash*, la dottrina si è chiesta come sia possibile evitare coordinare la disciplina regolamentare – che prevede un diritto di veto in capo ai soci non correlati – con quella dei quorum assembleari. La risposta sembra risiedere proprio nella modificazione delle tecniche di deliberazione⁷², da adottarsi, a parere di chi scrive, mediante il regolamento assembleare.

Resta dunque da accertare se la violazione di tali specifiche previsioni possa legittimare l’impugnazione della deliberazione ai sensi dell’art. 2377 c.c.. Non v’è dubbio che laddove il regolamento assembleare sia annesso allo statuto – mediante

⁶⁷ P. MARCHETTI, “In tema di funzionamento dell’assemblea: problemi e prospettive”, Riv. Soc. 2001, 128. Conf. F. MAGLIULO-F. TASSINARI, “Il funzionamento dell’assemblea di S.p.A. nel sistema tradizionale” in Notariato e nuovo diritto societario, IPSOA 2008, 43.

⁶⁸ “Il consiglio di amministrazione propone all’approvazione dell’assemblea un regolamento che indichi le procedure da seguire al fine di consentire l’ordinato e funzionale svolgimento delle riunioni assembleari, garantendo, al contempo, il diritto di ciascun socio di prendere la parola sugli argomenti posti in discussione.”

⁶⁹ F. PASQUARIELLO, commento sub art. 2364 c.c., in “Commentario breve al diritto delle società”, Maffei Alberti (a cura di), 2011; A. SERRA, “Il procedimento assembleare”, in Il nuovo diritto delle società, liber amicorum liber amicorum G. Campobasso, II, Torino, 2006.

⁷⁰ P. ABBADESSA – A. MIRONE, “Le competenze dell’assemblea nelle S.p.A.”, in Riv. Soc., 2-3, 2010, 269.

⁷¹ Si vedano, per le varie posizioni, A. SERRA, “Il procedimento assembleare”, in Il nuovo diritto delle società, liber amicorum liber amicorum G. Campobasso, II, Torino, 2006; M. STELLA RICHTER JR., “Forma e contenuto dell’atto costitutivo”, in Trattato Colombo-Portale, 1*, Torino, 2004, 316.

⁷² P. ABBADESSA, “Assemblea ed operazioni con parti correlate (prime riflessioni)”, in “Le operazioni con parti correlate”, atti del convegno presso Università Cattolica del Sacro Cuore, Piacenza, 2010; ASSONIME, “La disciplina della Consob in materia di operazioni con parti correlate”, circolare n. 38/2010. Sul tema si veda anche il Capitolo II, par. 3.3 del presente lavoro.

allegazione o anche solo mediante esplicito richiamo nello stesso – la violazione regolamentare equivale ad una violazione statutaria e, pertanto, comporta l'impugnabilità della deliberazione⁷³. Al contrario, quando il regolamento assembleare non trova alcuna legittimazione in statuto, la dottrina di maggioranza ritiene impossibile l'impugnazione della deliberazione in caso di violazione. Simile conclusione, nel caso di violazione delle regole di sterilizzazione previste nel Regolamento, lascerebbe al socio non correlato il solo rimedio basato sull'azione per abuso di maggioranza che, come è noto, non è certo di facile esperimento. Per evitare tale conseguenza, in ottica di maggior tutela per i soci non correlati, si potrebbe argomentare che le norme del Regolamento sono norme imperative⁷⁴ che, se violate, legittimano l'impugnazione della deliberazione *ex art. 2377 c.c.* indipendentemente dalla fonte in cui sono contenute. Seguendo tale linea, pare possibile affermare che la violazione circa le disposizioni di sterilizzazione del voto dei soci correlati (o di veto dei soci non correlati, come pare più corretto secondo la formulazione dell'art. 11 del Regolamento), possa legittimare il socio non correlato all'impugnazione anche laddove tali regole siano contenute in un regolamento assembleare non richiamato in statuto. Tanto più che, trattandosi di società quotate, tale regolamento assembleare è reso pubblico e dunque ben noto anche al terzo che beneficia dell'operazione.

2.1.3 *L'implementazione delle procedure mediante il regolamento del consiglio di amministrazione*

Come anticipato al paragrafo 2.1 che precede, il Regolamento Consob potrebbe essere considerato una forma particolare di regolamento consiliare che, eventualmente e per alcuni specifici profili – con riferimento in particolare alla regolamentazione dei

⁷³ In questo senso anche P. ABBADESSA – A. MIRONE, “Le competenze dell’assemblea nelle S.p.A.”, in Riv. Soc., 2-3, 2010. Vi è chi in dottrina ritiene non sufficiente il mero rinvio statutario a norme organizzative disciplinate da un regolamento assembleare, perlomeno quando tali norme siano riservate dalla legge alla competenza statutaria (F. CASALE, “Il regolamento dei lavori assembleari tra equità ed efficienza dei processi decisionali”, *paper* presentato in occasione del Convegno dell’Associazione Orizzonti del Diritto Commerciale, Roma, 2011). Ciò in quanto il regolamento assembleare non è soggetto alle stesse forme di pubblicità dello statuto (iscrizione nel registro imprese). Il rilievo pare corretto se ci si limita alle società chiuse. Tuttavia sembra ingiustificato nelle società aperte o quotate per le quali il regolamento assembleare deve essere reso pubblico sul sito internet dell’emittente nonché comunicato a Consob. In tal senso, non si ravvisa un *deficit* per quanto riguarda il profilo della trasparenza e, pertanto, non si vedono limiti al rinvio che lo statuto può effettuare a favore del regolamento assembleare circa le norme organizzative dei lavori dell’assemblea, senza peraltro riscontrare alcun problema sul tema impugnativa della deliberazione assembleare che potrà essere impugnata *ex art. 2377* per contrarietà a norma statutaria (di richiamo del regolamento assembleare).

⁷⁴ Sulla collocazione dei regolamenti emanati dalla Consob nel sistema di gerarchia delle fonti, si veda F. DURANTE, “I regolamenti della Consob sostanzialmente indipendenti”, 2004 reperibile su www.altalex.it, nonché dello stesso autore, “Semaforo verde al potere normativo della Consob alla vigilia dell’entrata in vigore del Nuovo Regolamento Intermediari, adottato con delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007”, 2007, reperibile su www.dirittoefinanza.it.

flussi informativi tra CdA e comitato parti correlate – potrebbe anche essere integrato all'interno dello stesso regolamento che regola i lavori consiliari (ove presente) al fine di avere un'unica fonte per le procedure deliberative in seno al CdA.

Le norme principali che regolano il funzionamento dell'organo consiliare e le deliberazioni dello stesso sono gli articoli 2381 e 2388 c.c.. Ai sensi dell'articolo 2381, comma 1, il presidente del consiglio di amministrazione è il soggetto deputato a convocare l'assemblea consiliare ed a fissarne l'ordine del giorno, assicurandosi che tutti i membri coinvolti ricevano adeguate informazioni prima dell'adunanza stessa.

Il codice civile non detta regole puntuali in merito al regolamento dei lavori del consiglio di amministrazione la cui legittimità, ad ogni buon conto, è stata affermata argomentando *ex art.* 2364, n. 6 c.c. il quale, prevedendo l'eventuale emanazione di un regolamento dei lavori assembleari da parte dell'assemblea ordinaria, sembrerebbe legittimare il potere, in capo agli organi collegiali, di autoregolamentare il proprio funzionamento⁷⁵. Sul punto, è bene precisare, l'autorevole dottrina che ha riconosciuto, la legittimità dei regolamenti consiliari sulla base dell'interpretazione di cui sopra, ha anche affermato che l'adozione degli stessi debba essere riservata agli organi collegiali, essendo invece preclusa all'assemblea⁷⁶. Da tale considerazione si potrebbe dunque desumere l'inammissibilità della modifica statutaria atta a prevedere un regolamento consiliare. Tuttavia, simile conclusione pare eccessiva, considerato che la previsione nello statuto sociale, circa l'ammissibilità del regolamento consiliare, non costituisce un obbligo per il CdA – ove la clausola statutaria sia formulata in modo generico – né regola nel dettaglio il funzionamento dell'organo collegiale. Anzi, l'esplicitazione dell'ammissibilità – meramente eventuale e lasciata al vaglio del CdA – del regolamento consiliare in statuto avrebbe l'effetto positivo di eliminare l'incertezza giuridica circa l'ammissibilità di tali regolamenti nell'ordinamento, confermando peraltro l'interpretazione analogica dell'art. 2364, n. 6 c.c. operata dalla stessa dottrina.

Ammettendo dunque che lo statuto possa contenere una previsione che consenta al CdA di, senza obbligarlo a, dotarsi di un regolamento interno, va affrontato il tema della validità delle deliberazioni consiliari assunte in violazione dello stesso. Sul piano della validità delle deliberazioni consiliari, l'articolo 2388, comma 4, c.c., prevede che le deliberazioni *contra legem* (*i.e.* contrarie alla legge o allo statuto)

⁷⁵ Così P. ABBADESSA – A. MIRONE, “Le competenze dell'assemblea nelle S.p.A.”, in Riv. Soc., 2-3, 2010, 269.

⁷⁶ P. ABBADESSA – A. MIRONE, “Le competenze dell'assemblea nelle S.p.A.”, in Riv. Soc., 2-3, 2010, nt. 31.

possano essere impugnate dal collegio sindacale, dagli amministratori assenti o dissenzienti e dai soci i cui diritti siano stati direttamente lesi⁷⁷. Non vi sono dunque, nel codice civile, norme che disciplinano nel dettaglio i meccanismi di deliberazione del consiglio di amministrazione che, sempre più di frequente, sono contenuti proprio nei regolamenti consiliari. Questi ultimi, inoltre, sono spesso sede di recepimento di molte disposizioni o principi contenuti nel Codice di Autodisciplina⁷⁸, anche al fine di non appesantire lo statuto con disposizioni di natura eminentemente tecnica (peraltro sottratte alla competenza assembleare secondo la citata dottrina). Il riferimento è, tra le altre cose, al funzionamento dei comitati interni al consiglio di amministrazione, come anche alla regolamentazione di dettaglio dei flussi informativi tra gli organi di amministrazione esecutivi e quelli non esecutivi (siano essi o meno indipendenti). Soprattutto quest'ultimo profilo è rilevante ai fini del tema "OPC", in quanto il

⁷⁷ Il tema dell'impugnazione delle delibere consiliari è oggetto di costante dibattito in dottrina. Prima della riforma del 2003, l'unico caso di impugnazione codificato era quello in cui la delibera fosse adottata con il voto determinante di un amministratore in conflitto di interessi (art. 2391 c.c. vecchia formulazione). Già allora ci si chiedeva se le delibere consiliari fossero impugnabili per altri vizi di natura sostanziale o procedimentale e se, in tal caso, si dovesse ricorrere al vizio della nullità o dell'annullabilità delle stesse (a favore della tesi della impugnabilità, secondo lo schema di cui all'art. 2378 c.c. adottato per l'impugnazione delle delibere assembleari, *Trib. Milano 16 luglio 1999* nonché *Trib. Roma 18 marzo 1982*; in dottrina, con diverse soluzioni a favore dell'impugnabilità, si vedano N. SALANITRO, "L'invalidità delle deliberazioni del consiglio di amministrazione di società per azioni", Milano, 1965 e M. IRRERA, "Le delibere del consiglio di amministrazione. Vizi e strumenti di tutela.", Milano, 2000). La predetta riforma ha ampliato i casi di impugnazione mediante la nuova formulazione dell'art. 2388 c.c., limitando il ricorso a ipotesi di impugnazione non espressamente previste (nullità e inesistenza) così come all'applicazione analogica dell'art. 2377 c.c. previsto per le deliberazioni assembleari (P. ABBADESSA – A. MIRONE, "Le competenze dell'assemblea nelle S.p.A.", in *Riv. Soc.*, 2-3, 2010). L'ampiezza della formulazione del nuovo art. 2388 c.c. è tale da ricomprendere le ipotesi più diverse, come è stato rilevato da S. BRUNO – F. BIANCONI, "Il voto assembleare sulle politiche di remunerazione degli amministratori: procedura, risultati, prospettive", in *Riv. Soc.*, 6, 2014, 1269, "la formulazione della disposizione codicistica in materia di impugnazione delle delibere consiliari è talmente ampia, «non conformità alla legge», da ricomprendere, certamente, anche questa violazione che consiste nell'assenza del parere del collegio sindacale prescritto dall'art. 2389, comma 3, c.c."; in giurisprudenza, sulla base della genericità del disposto di cui all'art. 2388, comma 4, c.c., è stata sostenuta la possibilità di far valere anche "qualunque irregolarità relativa sia al procedimento di approvazione della delibera sia al suo contenuto, includendo anche i vizi procedurali che, di norma, non costituiscono elementi costitutivi della deliberazione e, dunque, non sono idonei a determinarne l'invalidità." (così *Trib. Milano*, 21 giugno 2010, n. 28208, che si pronunciava sull'applicabilità dell'a sospensione di una deliberazione consiliare mediante l'applicazione analogica dell'art. 2377 c.c.). Sulla scorta dei predetti orientamenti, vi è una corrente in dottrina che sostiene, in determinati casi, la possibilità di applicare la disciplina prevista per l'invalidità delle delibere assembleari. Così, M. IRRERA, "La patologia delle delibere consiliari", in *Giur. Comm.*, 2004, I, 1137, per i casi in cui le "delibere consiliari [abbiano] per oggetto competenze, in origine, assembleari o, in altre parole, materie che possono anche formare oggetto di un deliberato assembleare"; in tal senso anche V. SALAFIA, "Amministrazione e controllo delle società di capitali nella recente riforma societaria", in *Le Società*, 2002, 1468), *conf. Trib. Milano*, 21 giugno 2010, n. 28208. Da notare, che certa giurisprudenza di merito sembra ancora considerare le possibilità di nullità e inesistenza delle delibere assembleari (*Trib. Belluno*, 13 febbraio 2010).

⁷⁸ Un esempio di tale tecnica regolatoria è il regolamento del CdA di Unicredit S.p.A. (versione del febbraio 2013) che è stato adottato proprio "alla luce dei principi e delle regole stabiliti dal Codice di Autodisciplina delle Società Quotate" (il documento è reperibile online sul sito dell'emittente, la citazione si riferisce alla premessa del medesimo documento). Un riferimento simile è contenuto anche nel regolamento del CdA di Banca Generali S.p.A..

presupposto per l'efficace funzionamento del Regolamento è la presenza di un costante flusso informativo dalle componenti esecutive del consiglio di amministrazione agli amministratori indipendenti facenti parte del comitato che opera ai sensi degli articoli 7 e 8 del Regolamento.

Per i fini di cui sopra, il regolamento del consiglio di amministrazione potrebbe disciplinare, *inter alia*: (i) il termine massimo, anteriore alla data dell'adunanza, entro cui tutti gli amministratori (ed eventualmente i sindaci) devono ricevere l'ordine del giorno e la documentazione rilevante⁷⁹; (ii) le caratteristiche delle “*informazioni complete ed adeguate*” che devono essere fornite agli amministratori indipendenti ai sensi dell'art. 7, comma 1, lett. c) del Regolamento; (iii) gli elementi che il comitato di amministratori indipendenti deve prendere in considerazione ai fini dell'emissione del parere di cui all'art. 7, comma 1, lett. a), concernente l'interesse della società al compimento dell'operazione nonché la convenienza e la correttezza sostanziale delle relative condizioni⁸⁰.

Riguardo al profilo dell'*enforceability* delle norme del regolamento consiliare, parte della dottrina ritiene che l'impugnabilità delle deliberazioni sia connessa al grado di legittimazione del regolamento consiliare. Secondo tale interpretazione, qualora l'adozione del regolamento sia prescritta dallo statuto – nei termini meramente eventuali su descritti – una sua violazione equivarrebbe, *per relationem*, ad una violazione dello statuto e sarebbe dunque *contra legem* ai sensi dell'art. 2388 c.c.. Diversamente, qualora il regolamento del consiglio di amministrazione non trovi legittimazione nello statuto sociale, una sua violazione non potrebbe comportare invalidità della deliberazione, salvo nei casi di eccesso di potere⁸¹. Viceversa, secondo altri autori, l'inosservanza delle norme regolamentari costituisce una mera irregolarità, sanzionabile sul piano della responsabilità degli amministratori ma non anche sul piano della validità delle deliberazioni collegiali⁸².

⁷⁹ È il caso del regolamento del CdA di Unicredit S.p.A. (versione del febbraio 2013), il quale prevede un termine di 48 ore antecedenti alla riunione consiliare. Diversamente, il regolamento del CdA di Banca Generali S.p.A. prevede un preavviso di 5 giorni ma solo con riferimento alla comunicazione dell'ordine del giorno, mentre non è previsto un termine specifico per la documentazione rilevante.

⁸⁰ Una simile previsione avrebbe l'effetto di conformare i pareri rilasciati dai comitati di amministratori indipendenti, contribuendo a creare degli *standard* minimi da rispettare nella prassi di mercato.

⁸¹ Per tale ultimo profilo si veda M. VENTORUZZO, commento all'art. 2388 in “Commentario alla riforma delle società”, Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari (diretto da), Milano, 2005, 322. Nel caso di deliberazioni in materia di operazioni con parti correlate, non è escluso che la deliberazione adottata in conflitto di interessi, possa avere profili rilevanti in termini di eccesso di potere, ciò solo basterebbe a concludere per l'impugnabilità delle delibere consiliari concernenti le operazioni con parte correlate se adottate in contrasto al regolamento del consiglio di amministrazione.

⁸² P. ABADESSA – A. MIRONE, “Le competenze dell'assemblea nelle S.p.A.”, in Riv. Soc., 2-3, 2010, 269.

Tuttavia, anche accogliendo l'interpretazione maggiormente restrittiva che rigetta il rimedio invalidatorio della delibera consiliare per contrasto con lo statuto, considerato che le norme del Regolamento possono ritenersi norme di natura imperativa, si potrebbe concludere che un regolamento consiliare che recepisca tali norme, sia una fonte legale la cui violazione legittimerebbe l'impugnabilità della delibera, non necessariamente per violazione dello statuto (che, peraltro, potrebbe anche non legittimare il regolamento consiliare), ma per violazione di norma di legge imperativa (*i.e.* il Regolamento Consob)⁸³.

Sulla base del passaggio che precede, si può concludere che l'efficacia delle norme del Regolamento Consob non muta a seconda della fonte di recepimento. Pertanto, la scelta di utilizzare, dove possibile, il regolamento del consiglio di amministrazione piuttosto che lo statuto come strumento di implementazione potrebbe essere preferibile dal punto di vista dei costi interni dell'emittente che sarebbero certamente più elevati (anche in termini di tempistica) in caso di modifica statutaria.

2.2 *Le definizioni del Regolamento Consob: le nozioni di “controllo” ed “influenza notevole”*

L'allegato 1 del Regolamento Consob, fornisce all'interprete un apparato di definizioni completo ai fini dell'elaborazione ed interpretazione delle procedure per le operazioni con parti correlate. Le definizioni regolamentari si rifanno allo IAS 24, al quale la Consob ha preferito non operare un mero rinvio, né statico né dinamico, per evitare i rischi connessi al naturale evolversi della normativa contabile⁸⁴. Uno dei principali problemi interpretativi riguarda il coordinamento di tali nuove disposizioni definitorie con l'apparato normativo codicistico, in particolare con le norme in materia di gruppi di società⁸⁵. Premesso che restano ferme, come è ovvio essendo il

⁸³ Nel senso che la violazione delle norme adottate a seguito del recepimento delle procedure OPC sia una violazione di legge, F. BONELLI, commento *sub* art. 2391-*bis* c.c., in Codice civile commentato, Alpa-Mariconda (a cura di), secondo cui “[s]i ritiene che la deliberazione del consiglio di amministrazione assunta in spregio alle regole dettate dallo stesso consiglio di amministrazione sulle operazioni con parti correlate sia da qualificarsi “contraria alla legge” ai sensi dell’art. 2388 e, quindi, impugnabile”. In tal senso anche A. POMELLI, commento *sub* art. 2391-*bis* c.c., in “Commentario breve al diritto delle società”, Maffei Alberti (a cura di), 2011.

⁸⁴ Come espressamente riconosciuto dalla Consob nelle Linee Guida, “la formulazione dell’Allegato n. 1 non opera un rinvio diretto al principio contabile internazionale; pertanto, il perimetro delle parti correlate e delle operazioni rilevanti non è modificato automaticamente in caso di variazioni nei principi contabili internazionali: queste ultime, infatti, giustificate dal punto di vista della disciplina contabile, non necessariamente lo sono anche dal punto di vista della disciplina di trasparenza e correttezza oggetto del Regolamento.”

⁸⁵ Lo scarso coordinamento è testimoniato, ad esempio, dal fatto che nel paragrafo 7 delle Linee Guida, la Consob ribadisce che, al fine di applicare il Regolamento anche quando le operazioni con parti correlate siano poste in essere dalle società controllate da emittenti direttamente soggetti al Regolamento, tali controllate vanno individuate secondo le definizioni dell’art. 2359 e non secondo quelle dell’Allegato

Regolamento fonte normativa di rango secondario⁸⁶, le regole sui rapporti di direzione e coordinamento di cui agli articoli 2497 e ss. c.c., qui di seguito si cercherà di effettuare una esegesi al fine di rilevare le principali differenze ed eventuali difetti di coordinamento tra le definizioni civilistiche e quelle regolamentari.

Nell'Allegato 1 del Regolamento, *“Il controllo è il potere di determinare le politiche finanziarie e gestionali di un'entità al fine di ottenere benefici dalle sue attività”*. La definizione è esattamente speculare a quella contenuta nello IAS 24⁸⁷ ed è maggiormente caratterizzata rispetto a quella di natura civilistica. Infatti, l'art. 2359 c.c., non fa alcun riferimento alle finalità del controllo, individuandone soltanto i presupposti. L'elemento finalistico contenuto nell'Allegato 1 del Regolamento (*“al fine di ottenere benefici dalle sue attività”*) trova giustificazione nel fatto che la normativa di natura contabile è improntata al raggiungimento del massimo livello di trasparenza nei documenti contabili, obiettivo condiviso ma non esclusivo della disciplina civilistica del controllo⁸⁸. Tale approccio della Consob è stato criticato da autorevole dottrina in quando fondato su una concezione aprioristicamente negativa delle situazioni di controllo⁸⁹. E' opportuno rilevare che l'introduzione dell'elemento finalistico nella nozione di controllo ai sensi del Regolamento, determina non un ampliamento ma un restringimento del campo di applicazione della nozione stessa. Infatti, in presenza di una situazione complessa, l'esplicitazione del criterio finalistico permette all'interprete di operare una più precisa valutazione in sede di redazione delle procedure, nella fase di valutazione delle stesse, nonché in una eventuale fase giudiziale o sanzionatoria in seno alla Consob.

1 del Regolamento. Sul punto, particolarmente critico è P. MONTALENTI, *“Le operazioni con parti correlate”*, in Giur. Comm., 2011, 319, secondo il quale *“La Consob non ha poi resistito alla tentazione di dettare definizioni autonome anche delle nozioni di controllo e di collegamento, diverse da quelle civilistiche, ma le ha mutate, nuovamente, dalle regole contabili. Suscitando interrogativi delicati.”*. Similmente, si veda M. MIOLA, *“Le operazioni con parti correlate”*, in Amministrazione e controllo nel diritto delle società, 2010, 643.

⁸⁶ Per una critica al fatto che la Consob abbia ritenuto necessario esplicitare nel Regolamento che alcune norme di rango primario sono comunque fatte salve, si veda P. FERRO-LUZZI, *“Le operazioni con parti correlate infragruppo”* in *“Le operazioni con parti correlate, Atti del Convegno presso Università Cattolica del Sacro Cuore, Piacenza, 2011, 8.*

⁸⁷ Per completezza si riporta il testo originale dello IAS 24 in lingua inglese: *“Control is the power to govern the financial and operating policies of an entity so as to obtain benefits from its activities”*.

⁸⁸ La finalità dello IAS 24 è *“quella di assicurare che il bilancio di un'entità contenga le informazioni integrative necessarie a evidenziare la possibilità che la sua situazione patrimoniale-finanziaria ed il suo risultato economico possano essere stati influenzati dall'esistenza di parti correlate e da operazioni e saldi in essere con tali parti, inclusi gli impegni.”*. Sul tema della nozione di controllo in materia contabile si veda L.A. BIANCHI, *“Note sulla nozione di “controllo nei principi contabili internazionali IAS/IFRS in materia di bilancio consolidato”*, Riv. Soc., 2011, 253.

⁸⁹ Si veda in tal senso P. FERRO-LUZZI, *“Le operazioni con parti correlate infragruppo”* in *Le operazioni con parti correlate, Atti del Convegno presso Università Cattolica del Sacro Cuore, Piacenza, 2011, 9.*

Analizzando meglio la definizione contenuta nel Regolamento, va osservato che l'art. 2359 c.c., nel definire il controllo, si riferisce sempre al caso in cui una società ne controlli un'altra, direttamente o indirettamente. Differentemente, il Regolamento si riferisce al controllo esercitato da un "soggetto", non specificando se lo stesso debba essere necessariamente una persona fisica o possa anche essere una persona giuridica. Il dubbio circa l'ammissibilità di una persona giuridica quale soggetto controllante ai sensi della disciplina OPC è facilmente superabile laddove ci si riferisca alla nozione di controllo di diritto, derivante dal possesso di un pacchetto azionario. Al contrario, qualche incertezza permane se si pensa al controllo derivante dalla posizione di predominio di uno o più amministratori in CdA, ipotesi di cui alla lett. d) della definizione di controllo del Regolamento secondo cui il controllo esiste anche quando, pur avendo una partecipazione minima, un soggetto *"ha la maggioranza dei diritti di voto nelle sedute del CdA, qualora il CdA controlli l'entità"*. Ove si volesse estendere tale nozione di controllo alle persone giuridiche si dovrebbe necessariamente ammettere la possibilità che una persona giuridica possa rivestire la carica di amministratore di società, ipotesi che ad oggi la dottrina tende ad ammettere seppur con qualche riserva⁹⁰.

Peraltro, sotto il medesimo aspetto, l'ampiezza della definizione di controllo

⁹⁰ L'ipotesi di un amministratore di società di capitali persona giuridica è questione ampiamente dibattuta. Sino alla riforma del 2003, la dottrina propendeva per una soluzione negativa (G.F. CAMPOBASSO, "Diritto commerciale. 2. Diritto delle società", Torino, Utet, 2002, 374). Anche in giurisprudenza, benché risalente, prevaleva la tesi negativa (Cass., Torino, 18 marzo 1920, in Riv. Dir. Comm., 1921, II, 127). Il silenzio del legislatore della riforma del 2003 ha contribuito ad alimentare il dibattito.

Per la tesi affermativa si vedano: Consiglio Notarile di Milano, "Amministratore persona giuridica di società di capitali (artt. 2380-bis e 2475 c.c.)", reperibile su www.consiglionotarilemilano.it, secondo cui *"E' legittima la clausola statutaria di s.p.a. o s.r.l. che preveda la possibilità di nominare alla carica di amministratore una o più persone giuridiche o enti diverse dalle persone fisiche ("amministratore persona giuridica"), salvi i limiti o i requisiti derivanti da specifiche disposizioni di legge per determinate tipologie di società. Ogni amministratore persona giuridica deve designare, per l'esercizio della funzione di amministratore, un rappresentante persona fisica appartenente alla propria organizzazione, il quale assume gli stessi obblighi e le stesse responsabilità civili e penali previsti a carico degli amministratori persone fisiche, ferma restando la responsabilità solidale della persona giuridica amministratore."*; A. NIGRO, "Note in tema di persona giuridica amministratore di società", in Riv. del Dir. Soc. 1, 2007; A. CETRA, "La persona giuridica amministratore nelle società", in "Amministrazione e controllo nel diritto delle società", liber amicorum A. Piras, Torino, 2010; G. PESCATORE, "Società di capitali amministratrice di altra società di capitali", in Giur. Comm., 6, 2009; da ultimo, sembra anche essere configurabile l'ipotesi in cui una persona giuridica rivesta la posizione di amministratore di fatto. Per tale tesi si veda G. PESCATORE, "Prossima fermata: persona giuridica amministratore di fatto", nota a: Tribunale Milano, 27 febbraio 2012, sez. VIII, in Giur. Comm., 4, 2014, 647. In giurisprudenza si veda anche Trib. Catania, 7 agosto 2007, in cui il tribunale ha accolto la soluzione affermativa in relazione alla nomina, quale liquidatore, di una persona giuridica, sulla stregua della soluzione affermativa consolidata per gli amministratori persone giuridiche. In aggiunta, senza che ciò possa giustificare la prassi da un punto di vista strettamente di diritto, va detto che, specialmente nelle società quotate o comunque di grosse dimensioni, non è raro imbattersi in amministratori persone giuridiche, il cui rapporto con la società è regolato in vario modo.

In senso negativo si veda, per le analitiche motivazioni, P.M. SANFILIPPO, "Eleggibilità di persona giuridica a liquidatore o anche ad amministratore di società di capitali?", in Giur. Comm., 3, 2008, 654.

regolamentare è confermata anche dalla definizione di “società controllata” contenuta nel Regolamento, che ricomprende non solo le società ma anche altre entità con o senza personalità giuridica⁹¹.

Ai sensi del Regolamento, il controllo è presunto se un soggetto, direttamente o indirettamente, detiene più della metà dei diritti di voto in un'altra entità⁹². Tale ipotesi è speculare a quella di cui all'articolo 2359, comma 1, n. 1), c.c.⁹³, salvo per il richiamo all'assemblea ordinaria operato dalla norma codicistica. Sotto questo profilo, la previsione del Regolamento dal punto di vista letterale sembra meno specifica, dunque maggiormente suscettibile di interpretazione estensiva, rispetto all'ipotesi *ex* articolo 2359 c.c., la prima riferendosi al “controllo di più della metà dei diritti di voto” e non alla “maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria” richiamata dall'art. 2359 c.c.. La definizione del Regolamento sembra dunque slegata dall'effettivo esercizio del voto in assemblea e connessa, invece, ad una nozione di controllo più vaga. Tuttavia, nonostante il Regolamento non lo specifichi – né vi sia alcun indizio in merito nelle Linee Guida –, sembra ragionevole che il computo della maggioranza ai fini del controllo ai sensi del Regolamento debba comunque fondarsi sulla possibilità di esercizio dei voti nell'assemblea ordinaria. Tale conclusione pare l'unica possibile considerato che le alternative sarebbero (i) di intendere il silenzio della Consob come un riferimento implicito alle maggioranze richieste, a seconda dei casi, in seno all'assemblea ordinaria o straordinaria in base al tipo di operazione da approvare⁹⁴; o (ii) di attribuire alla Consob la volontà di riferirsi a tutte le ipotesi in cui sussiste un diritto di voto, anche qualora lo stesso non sia esercitabile (ad esempio nei casi in cui il TUF preveda la cristallizzazione della partecipazione).

⁹¹ Si pensi ai frequenti casi in cui le società capogruppo operano attraverso *trusts* o appositi *special purpose vehicle* che non sono classificabili quali società ai sensi del diritto italiano.

⁹² Può essere utile precisare che la definizione mutuata dallo IAS 24, pur riprendendo quella contenuta nello IAS 27, non contiene alcun riferimento alla titolarità di diritti di voto potenziali, contemplati invece dallo IAS 27. Per tale ultimo profilo, si veda ASSONIME, “La disciplina della Consob in materia di operazioni con parti correlate”, circolare n. 38/2010, 15.

⁹³ Si noti che parte della dottrina ha fermamente criticato la ricostruzione dell'ipotesi *ex* art. 2359, comma 1, n. 1 c.c. (e dunque anche quella di cui alla definizione di controllo dell'allegato 1 del Regolamento) come presunzione dell'esistenza di un controllo di diritto. Secondo tale orientamento, l'ipotesi del c.d. controllo di diritto descritta dall'art. 2359, comma 1, n. 1 configurerebbe il potere che costituisce *in re ipsa* il controllo. In tal senso si vedano M. NOTARI, commento all'art. 2359 in “Commentario alla riforma delle società”, Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari (diretto da), Milano, 2005, 702; M. LAMANDINI, commento all'art. 2359 in “Società di Capitali, Commentario Niccolini-Stagno d'Alcontres”, 396.

⁹⁴ Ad esempio, qualora l'operazione da valutare richieda modifiche statutarie o quando debba essere approvata dall'assemblea straordinaria, per individuare il rapporto di controllo ai sensi dell'Allegato 1, si potrebbe fare riferimento al controllo di più della metà dei diritti di voto necessari per approvare tale deliberazione in assemblea straordinaria.

A parere di chi scrive, l'opzione *sub* (i) è sicuramente da escludere in quanto, da un lato minerebbe la certezza del diritto poiché i soggetti controllati classificabili quali parti correlate non sarebbero sempre gli stessi ma cambierebbero in base al tipo di operazione da deliberare, dall'altro avrebbe l'effetto di restringere l'ambito di applicazione del Regolamento che, invece, mira ad avere la massima estensione proprio per coprire tutte le possibili situazioni di controllo. Anche l'opzione *sub* (ii) non pare francamente ammissibile considerato che le ipotesi in cui il voto è "sospeso" sono comunque limitate e, in ogni caso, non comportano un mutamento di controllo dell'emittente.

Per tali ragioni, si ritiene che l'interpretazione corretta della norma sia quella conforme al disposto dell'art. 2359 c.c. che considera il controllo derivante da partecipazione azionaria sulla base dell'effettivo esercizio dei voti in assemblea ordinaria.

La terza proposizione della definizione di controllo offerta dal Regolamento sancisce che il controllo "*esiste anche quando*" un soggetto detiene una partecipazione pari alla metà o una quota inferiore dei diritti di voto in assemblea, quando tale soggetto:

- (a) controlla più della metà dei diritti di voto in virtù di un accordo con altri investitori;
- (b) ha il potere di determinare le politiche finanziarie e gestionali dell'entità in forza di uno statuto o di un accordo;
- (c) ha il potere di nominare o rimuovere la maggioranza dei componenti dell'organo di amministrazione, qualora tali soggetti controllino l'entità;
- (d) ha la maggioranza dei diritti di voto nelle sedute del CdA, qualora il CdA controlli l'entità.

La definizione *de qua* integra alcune ipotesi di controllo "di fatto" *ex* art. 2359, comma 1, n. 2 c.c.⁹⁵ nonché alcune ipotesi di c.d. controllo esterno o commerciale di cui all'art. 2359, comma 1 n. 3⁹⁶, come nell'ipotesi *sub* (b)⁹⁷, richiamando, peraltro, vari

⁹⁵ Si ha controllo "di fatto" ai sensi dell'art. 2359, comma 1 n. 2 se una società dispone di un numero di voti sufficienti ad esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria di un'altra società. Per una disamina delle teorie sul "controllo di fatto" si vedano, *inter alios*, M. NOTARI, commento all'art. 2359 c.c. in "Commentario alla riforma delle società", Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari (diretto da), Milano, 2005, 702; P. DAL SOGLIO, commento sub art. 2359 c.c. in "Commentario breve al diritto delle società", Maffei Alberti (a cura di), 2011; in chiave operativa, si veda la Comunicazione Consob n. 3074183 del 13 novembre 2003.

⁹⁶ Si ha controllo "esterno" ai sensi dell'art. 2359, comma 1, n. 3, c.c., quando una società esercita su un'altra un'influenza dominante in virtù di particolari vincoli contrattuali.

⁹⁷ Può essere utile rilevare che già l'art. 23 del TUB e l'art. 93 del TUF, contengono specifiche

elementi della definizione di controllo dedicata agli emittenti ai sensi dell'art. 93 TUF⁹⁸.

Le presunzioni offerte dalla Consob non semplificano di molto il quadro regolamentare. Infatti non si comprende come nel caso di partecipazione che garantisca meno della metà dei diritti di voto si affermi che “*il controllo esiste*” piuttosto che ribadire che si tratta di una presunzione. E' interessante soffermarsi sull'ipotesi di controllo descritto dalla lettera (c), secondo cui il controllo sussiste anche quando, pur non controllando la società mediante partecipazioni di maggioranza, un soggetto abbia il potere di controllare le deliberazioni del consiglio di amministrazione potendone nominare i componenti. In tale ultima ipotesi, trattandosi di una forma di controllo di fatto, la nomina degli amministratori non può dipendere dalla titolarità di partecipazioni di maggioranza. Pertanto gli unici casi in cui una simile ipotesi si può configurare sono (i) l'esistenza di un patto parasociale grazie al quale uno o più soci in coalizione riescano a nominare un numero di amministratori capace di controllare la società; o (ii) un alto assenteismo dei piccoli azionisti tale da consentire ad un socio con una maggioranza anche irrisoria di nominare un numero di amministratori idoneo a controllare la società, pur operando pienamente il meccanismo del voto di lista previsto dalla normativa applicabile.

Per ciò che concerne l'influenza notevole⁹⁹, il Regolamento la identifica con “*il*

definizioni di controllo, con elementi in comune a quelle del Regolamento. Anche nella normativa bancaria la nozione di controllo di cui all'art. 2359 comma 1 e 2, c.c., è estesa a soggetti diversi dalle società. Inoltre, il TUB fornisce una serie di presunzioni di controllo anche più ampia di quella prevista dal Regolamento. Ai fini della disciplina delle operazioni con parti correlate con riferimento agli istituti di credito, le definizioni di cui all'art. 23 TUB, vanno coordinate con quelle di cui al Regolamento nonché con quelle di cui Regolamento Soggetti Collegati. A tal proposito, l'art. 23, comma 2, TUB prevede alcuni casi, in cui si presume la sussistenza del controllo di fatto basato sull'influenza dominante, assimilabili alle definizioni fornite dal Regolamento. In specie ci si riferisce all'ipotesi del controllo derivante dal diritto di nominare la maggioranza degli amministratori (sulla base di accordi o sulla base di una partecipazione ai sensi dei numeri 1 e 2). Fermo restando che l'art. 23 del TUB prevede anche ipotesi ulteriori in cui si presume il controllo di fatto da influenza dominante (ad esempio gli svariati casi di rapporti tra i soci di cui al numero 3 del secondo comma). Per un ulteriore approfondimento si vedano M. LAMANDINI, commento all'art. 23 TUB in “Commentario al Testo Unico Bancario” a cura di Porzio e altri, 2010; A. SERRA, commento all'art. 23 TUB in “Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia” a cura di F. Capriglione. Per ciò che concerne la disciplina degli emittenti, l'art. 93 del TUF, oltre a rinviare alle definizioni di cui all'art. 2359, commi 1 e 2, c.c., precisa che il controllo sia ha anche in caso di influenza dominante scaturente da contratti, clausole statutarie o accordi con altri soci.

⁹⁸ Il disposto dell'art. 39 TUF individua il controllo nei seguenti termini, più ampi di quelli *ex art.* 2359 c.c. ma meno estesi di quelli di cui al Regolamento: “1. *Nella presente parte sono considerate imprese controllate, oltre a quelle indicate nell'articolo 2359, primo comma, numeri 1 e 2, del codice civile, anche:*

a) le imprese, italiane o estere, su cui un soggetto ha il diritto, in virtù di un contratto o di una clausola statutaria, di esercitare un' influenza dominante, quando la legge applicabile consenta tali contratti o clausole;

b) le imprese, italiane o estere, su cui un socio, in base ad accordi con altri soci, dispone da solo di voti sufficienti a esercitare un' influenza dominante nell'assemblea ordinaria.

2. Ai fini del comma 1 si considerano anche i diritti spettanti a società controllate o esercitati per il tramite di fiduciari o di interposte persone; non si considerano quelli spettanti per conto di terzi.”.

⁹⁹ Come nel codice civile, anche nel Regolamento l'influenza notevole determina la sussistenza di un

*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*¹⁰⁰. Il Regolamento fornisce poi un criterio percentuale per individuare presuntivamente l'influenza notevole: “*Se un soggetto possiede, direttamente o indirettamente (per esempio tramite società controllate), il 20% o una quota maggiore dei voti esercitabili nell'assemblea della partecipata, si presume che abbia un'influenza notevole, a meno che non possa essere chiaramente dimostrato il contrario*”¹⁰¹.

Diversamente, ai sensi dell'art. 2359 comma 3, l'influenza notevole si presume quando nell'assemblea ordinaria delle società quotate può essere esercitato almeno un decimo dei voti. Pertanto, la principale e sostanziale differenza tra la definizione regolamentare e quella codicistica risiede proprio nel diverso criterio percentuale utilizzato per presumere la sussistenza dell'influenza notevole (10% nel codice, 20% nel Regolamento)¹⁰². In questo caso la definizione del Regolamento, rispetto a quella codicistica ha un campo di applicazione più ristretto che, peraltro, tende a sovrapporsi ai casi di influenza dominante, i quali, come si è detto sopra, sono stati ampliati – almeno a livello presuntivo – rispetto a quanto disposto dalla disciplina civilistica¹⁰³. La ragione della più alta percentuale prevista dal Regolamento è probabilmente da

collegamento tra due entità. Sulle nozioni di “collegamento” ed “influenza notevole” si vedano, *inter alios*, M. NOTARI, commento all'art. 2359 c.c. in “Commentario alla riforma delle società”, Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari (diretto da), Milano, 2005, 694; D.U. SANTOSUOSSO, “Sul collegamento societario nell'ambito dei poteri di fatto di società su società”, *Giur. Comm.*, 2002, 712.

¹⁰⁰ Anche in questo caso la definizione è speculare a quella contenuto nello IAS 24, il cui testo inglese recita: “*Significant influence is the power to participate in the financial and operating policy decisions of an entity, but is not control over those policies. Significant influence may be gained by share ownership, statute or agreement*”.

¹⁰¹ Per completezza, si riporta di seguito il testo della definizione Regolamentare: “*se il soggetto possiede, direttamente o indirettamente (per esempio tramite società controllate), una quota minore del 20% dei voti esercitabili nell'assemblea della partecipata, si presume che la partecipante non abbia un'influenza notevole, a meno che tale influenza non possa essere chiaramente dimostrata. La presenza di un soggetto in possesso della maggioranza assoluta o relativa dei diritti di voto non preclude necessariamente a un altro soggetto di avere un'influenza notevole.*

L'esistenza di influenza notevole 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) la presenza di operazioni rilevanti tra la partecipante e la partecipata; (d) l'interscambio di personale dirigente; (e) la messa a disposizione di informazioni tecniche essenziali.” Si noti che l'interscambio di personale dirigente, benché determini la sussistenza (presunta) di un rapporto di collegamento, è stato espressamente escluso dall'art. 14, comma 2 del Regolamento ai fini dell'individuazione dell'interesse significativo la cui sussistenza non consente di escludere l'applicazione del Regolamento alle opç infragruppo.

¹⁰² Diversa la scelta di Banca d'Italia che, nel Regolamento Soggetti Collegati, ha mantenuto la doppia percentuale per la presunzione sulla sussistenza dell'influenza notevole.

¹⁰³ Si noti che in tal caso non può parlarsi di svista, in quanto dalle Linee Guida (p. 17-18), si evince che la Consob ha consapevolmente innalzato, rispetto all'art. 2359, comma 3 c.c., la soglia percentuale ai fini della presunzione di collegamento. L'influenza notevole, come è noto, è una situazione diversa e meno forte dell'influenza dominante, tuttavia, già agli albori della riforma del 2003, la dottrina era dell'idea che le situazioni di “influenza notevole” e “influenza dominante” avessero una matrice fattuale nel controllo di una società su un'altra, mutando, tra le due versioni di controllo, solo il grado di intensità.

ricercarsi nella complessa strutturazione della definizioni di “parti correlate” ivi prevista. Infatti, molte delle situazioni di controllo o influenza *de facto* sono già ricomprese nelle diverse ipotesi di correlazione enumerate dal Regolamento che, peraltro, non costituiscono un *numerus clausus*. Una simile considerazione ha probabilmente indotto la Consob ad alzare la percentuale rilevante dei voti necessari per determinare un’influenza notevole, evitando così sovrapposizioni con altre ipotesi di influenza o controllo più leggere, diluite o comunque connesse a situazioni di fatto che potrebbero sussistere in ipotesi di controllo possibili con una partecipazione tra il 10% e il 19,99%. Del resto, lo stesso Regolamento offre solo un criterio presuntivo, stabilendo che ove un soggetto possieda (direttamente o indirettamente) meno del 20% dei voti esercitabili in assemblea, non si presume l’influenza notevole, “*a meno che tale influenza non possa essere chiaramente dimostrata*”.

2.3 Le definizioni del Regolamento Consob: l’individuazione delle “parti correlate” (presupposto soggettivo)

Prima di affrontare i temi relativi ai meccanismi deliberativi imposti dal Regolamento, è opportuno comprendere quali siano i soggetti e le entità nei cui confronti una società quotata debba applicare le disposizioni regolamentari. Occorre insomma capire “chi” sono le parti correlate che giustificano una procedura deliberativa più complessa del normale.

Come anticipato, parte correlata ad una società quotata è quel soggetto che con la stessa ha un rapporto di tipo privilegiato¹⁰⁴. La definizione di “parti correlate” offerta dal Regolamento è certamente molto ampia ma comunque non esaustiva¹⁰⁵ in quanto il criterio di interpretazione sostanziale permette ai soggetti coinvolti di individuare parti correlate ulteriori rispetto a quelle indicate dal Regolamento¹⁰⁶. Una

¹⁰⁴ Così L. BONZANINI - A. MARTELLONI, “Le operazioni con «parti correlate» di società «aperte»”, in *Le Società*, 8, 2005, 950.

¹⁰⁵ Fino all’entrata in vigore del Regolamento, la nozione di “parti correlate” vigente era quella ai sensi della Comunicazione Consob n. 2064231 del 30 settembre 2002. Definizione anch’essa ampia ma che, secondo alcuni autori, non era suscettibile di interpretazione estensiva (L. BONZANINI - A. MARTELLONI, “Le operazioni con «parti correlate» di società «aperte»”, in *Le Società*, 8, 2005, 951).

¹⁰⁶ Il criterio di interpretazione sostanziale è risultato fondamentale, ad esempio, nel caso che ha visto coinvolta Telecom Italia S.p.A. nel 2013. La società aveva emesso un *bond* convertibile escludendo il diritto di opzione *ex art. 2441 c.c.*. Alcuni dei soggetti sottoscrittori del *bond* erano parti correlate dell’emittente, ciononostante, a causa di un’interpretazione formalistica dei criteri di individuazione delle parti correlate, in un primo momento non è stata applicata la procedura *opc* prevista dal Regolamento. Tuttavia, come riportato nella relazione della Consob per l’anno 2013, “*L’emissione con esclusione del diritto di opzione delle azioni Telecom al servizio di tale prestito è stata successivamente sottoposta all’approvazione dell’assemblea dei soci ai sensi dell’art. 2441 del c.c.. Tale collocamento, essendo riservato a un insieme di soggetti comprensivo di parti correlate, ha configurato un’operazione da trattarsi ai sensi del Regolamento OpC. L’applicazione delle procedure valutative*

simile tecnica regolatoria di certo non agevola l'interprete nella ricostruzione sistematica delle ipotesi di correlazione¹⁰⁷. Ciononostante, la prassi ha visto svilupparsi l'uso frequente del c.d. "Registro delle Parti Correlate", strumento a mezzo del quale gli emittenti possono individuare le parti correlate esistenti in un determinato momento, prevedendo un aggiornamento periodico ed evitando così di doversi interrogare sull'applicazione o meno del Regolamento prima di ogni operazione¹⁰⁸. Nel caso delle banche, è direttamente il Regolamento Soggetti Collegati (sezione V, paragrafo 2) ad imporre agli istituti di credito ed ai gruppi bancari, su base consolidata, di censire le parti correlate esistenti nonché i "soggetti connessi" e gli "stretti familiari" delle parti correlate individuate¹⁰⁹.

Ai sensi dell'Allegato 1 del Regolamento, un soggetto è parte correlata di una società se:

- (a) direttamente, o indirettamente, anche attraverso società controllate, fiduciari o interposte persone: (i) controlla la società, ne è controllato, o è sottoposto a comune controllo; (ii) detiene una partecipazione nella società tale da poter esercitare un'influenza notevole su quest'ultima; (iii) esercita il controllo sulla società congiuntamente con altri soggetti;
- (b) è una società collegata della società;
- (c) è una joint venture in cui la società è una partecipante;
- (d) è uno dei dirigenti con responsabilità strategiche della società o della sua controllante;

ivi previste è avvenuta, successivamente al collocamento, su richiesta del comitato controllo e rischi che, deliberando a maggioranza dei suoi componenti, ha espresso ex post parere favorevole sull'emissione e collocamento del prestito convertendo. Nel complesso, la vigilanza sulle operazioni poste in essere dal Gruppo Telecom ha evidenziato i limiti che un'applicazione formalistica della nozione di operazione con parte correlata potrebbe comportare."

¹⁰⁷ Critico sull'approccio utilizzato dalla Consob sembra essere M. MIOLA, "Le operazioni con parti correlate", in Amministrazione e controllo nel diritto delle società, 2010, 641, il quale sottolinea che la "delimitazione dell'area soggettiva di applicazione di tale disciplina, risulta essere a tutti gli effetti uno dei profili maggiormente problematici della fattispecie".

¹⁰⁸ È il caso, ad esempio, di Impregilo S.p.A., Enel S.p.A., Unipol Gruppo Finanziario S.p.A., Gruppo Bancario Mediobanca.

¹⁰⁹ Si riporta di seguito la relativa disposizione: "Le banche e, nel caso di un gruppo bancario, la capogruppo censiscono le parti correlate e nei limiti dell'ordinaria diligenza individuano i soggetti connessi, anche chiedendo le necessarie informazioni in fase di apertura di nuovi rapporti e, successivamente, in occasione del rinnovo del fido o della revisione dei contratti. Per quanto non si tratti di soggetti collegati ai sensi della presente disciplina, le banche e le capogruppo censiscono come stretti familiari di una parte correlata anche gli affini fino al secondo grado e tengono tali informazioni a disposizione per eventuali richieste della Banca d'Italia. I soggetti qualificabili come parti correlate ai sensi della presente disciplina cooperano con le banche e gli intermediari con cui intrattengono rapporti al fine di consentire loro un censimento corretto e completo dei soggetti collegati, in particolare per quanto riguarda l'individuazione dei soggetti connessi. E' dovere delle parti correlate, altresì, comunicare tempestivamente le circostanze sopravvenute di cui siano a conoscenza che possano comportare modifiche del perimetro dei soggetti collegati. Le banche individuano e pongono in essere soluzioni idonee ad acquisire le necessarie informazioni, a rendere edotta la clientela dei propri doveri e ad avisare la stessa circa i possibili profili di responsabilità (es. ex art. 137 del Testo unico bancario)."

- (e) è uno stretto familiare di uno dei soggetti di cui alle lettere (a) o (d);
- (f) è un'entità nella quale uno dei soggetti di cui alle lettere (d) o (e) esercita il controllo, il controllo congiunto o l'influenza notevole o detiene, direttamente o indirettamente, una quota significativa, comunque non inferiore al 20%, dei diritti di voto;
- (g) è un fondo pensionistico complementare, collettivo od individuale, italiano od estero, costituito a favore dei dipendenti della società, o di una qualsiasi altra entità ad essa correlata.

Occorre innanzitutto precisare che gli amministratori della società (esecutivi o meno) sono parti correlate della stessa in quanto letteralmente ricompresi nella categoria “dirigenti con responsabilità strategiche” per espresso richiamo operato da tale definizione nel Regolamento. Ciò spiega perché, ad esempio, anche la remunerazione degli amministratori rientri a pieno titolo tra le operazioni con parti correlate, in quanto considerato uno dei principali mezzi con cui gli amministratori, interagendo con la società, ne sottraggono valore a loro diretto vantaggio.

La maggior parte dei casi contemplati dalla superiore definizione si basa sulla nozione di “controllo”. La normativa Consob individua come “*soggetto parte correlata a una società*” (quest’ultima di seguito, per maggiore chiarezza espositiva, l’“**Emittente**”) quel soggetto che direttamente o indirettamente (*i.e.* tramite società controllate, fiduciari o interposte persone): (i) controlla l’Emittente (anche congiuntamente ad altri soggetti¹¹⁰); o (ii) è controllato dall’Emittente (anche congiuntamente ad altri soggetti). Dunque il Regolamento considera sussistente il rapporto di correlazione sia che l’Emittente eserciti il controllo, che quando sia lui stesso controllato. Inoltre, vi sono casi in cui l’Emittente dovrà applicare le procedure OPC anche nel caso in cui l’operazione sia posta in essere con un’entità che è parte correlata non dell’Emittente ma di un soggetto ad esso correlato. Esempi tipici di tale ipotesi sono i casi in cui entità terze siano controllate da (i) dirigenti con responsabilità strategiche dell’Emittente o di società da questo controllate; (ii) stretti familiari dei soggetti che controllano o hanno un’influenza notevole sull’Emittente; o (iii) stretti familiari dei soggetti di cui al punto (i) che precede. In tali casi le entità terze controllate saranno parti correlate dell’Emittente e non è un caso se tutte le situazioni appena descritte si siano di recente verificate nel contesto della vicenda Fondiaria-Sai. Come è noto dalla cronaca giornalistica, prima

¹¹⁰ Dovendosi ritenere che la Consob, con l’espressione “comune controllo” contenuta alla lettera (a) dell’art. 1 dell’Allegato 1 al Regolamento, abbia voluto riferirsi al controllo congiunto.

ancora che dai provvedimenti giudiziari e sanzionatori irrogati ai protagonisti dello scandalo finanziario, l'intreccio di partecipazioni e la struttura di controllo familiare hanno reso possibile il compimento di operazioni rischiose, poco convenienti per l'emittente e con parametri spesso fuori mercato¹¹¹. Tra le operazioni poste in essere, ve ne sono alcune che rientrano pienamente negli schemi di cui sopra, ad esempio quelle a carattere immobiliare a vantaggio di Immobiliare Costruzioni S.p.A. ("IMCO") e Sinergia Holding di partecipazioni S.p.A., entrambe di proprietà della famiglia Ligresti e parti correlate di FonSai proprio in funzione della posizione in esse ricoperta da alcuni dirigenti con responsabilità strategiche di Fonsai (peraltro spesso membri del medesimo nucleo familiare)¹¹²; o anche i contratti di sponsorizzazione di Laita S.r.l., società facente capo alla famiglia Ligresti che al tempo controllava Fonsai¹¹³.

Ulteriore caso è quello dell'operazione posta in essere con una parte correlata al soggetto controllante l'Emittente. In questo caso, bisognerà valutare il tipo di correlazione tra l'entità controllante e la sua correlata, infatti, ai sensi della lettera (a)(iii) della definizione di parti correlate, se la correlata esercita sull'Emittente una qualche forma di controllo congiunto (insieme alla controllante dell'Emittente), allora dovranno applicarsi le procedure. Similmente, il Regolamento sarà applicabile nel caso in cui l'Emittente compia una operazione con un'entità nella quale un amministratore della controllante dell'Emittente (o uno stretto familiare di questi) abbia una

¹¹¹ La quantità di operazioni con parti correlate registrata durante i processi e varie indagini di magistratura e Consob è stata ampiamente rilevata dalla stampa specializzata tanto che su Il Sole 24 Ore si leggeva (F. PAVESI, "Ligresti story: ecco come e perché quell'aggiotaggio su Premafin serviva a salvare sinergia la holding di famiglia", Il Sole 24 Ore, 29 aprile 2012) che il "*sistema Ligresti*" era un vero e proprio "*vaso di Pandora*" le cui operazioni avevano sempre il medesimo epilogo: "*soldi, centinaia di milioni di euro che da anni uscivano dalle società quotate controllate dai Ligresti a favore delle società della famiglia, a monte della galassia dell'ingegnere siciliano*".

¹¹² Dal documento pubblicato dal collegio sindacale di FonSai (pp. 27-71) si evince il mancato rispetto delle norme sul conflitto di interessi, concludendo che (p. 68) "*nell'ambito delle operazioni immobiliari esaminate [...] non risultano essere mai state svolte attività di selezione della controparte contrattuale attraverso l'avvio di specifiche procedure competitive. In particolare, non risulta che siano stati vagliati prezzi alternativi a quelli proposti dalle parti correlate.*", e (p. 69) lamentando il mancato aggiornamento delle *fairness opinions*, la mancata autorizzazione preventiva da parte del CdA di FonSai in alcuni casi, la mancata riscossione delle penali pattuite per il ritardo della consegna degli immobili da edificare. Il collegio sindacale di FonSai ha inoltre rilevato che per alcune operazioni a favore di IMCO non è stato richiesto alcun parere ad esperti indipendenti sulla congruità dei corrispettivi contrattuali. Parere che invece veniva normalmente assunto quanto la controparte dell'operazione non era una parte correlata.

¹¹³ Nel periodo considerato dal collegio sindacale, FonSai ha speso 4,8 milioni di euro per sponsorizzare Laità S.r.l., proprietaria di alcuni cavalli purosangue della scuderia di Jonella Ligresti, figlia di S.L.. Su Il Sole 24 Ore del 25 agosto 2011, a firma di C. CONDINA, si legge che "*Toulon, Nanta, Caruso e Contact BZ sono i quattro cavalli posseduti dalla Laità srl, società controllata dalla famiglia Ligresti e specializzata nella gestione di impianti sportivi. Laità era già balzata agli onori delle cronache lo scorso aprile, quando tra le svariate operazioni con parti correlate di Fondiaria Sai era spuntato un pagamento a suo favore di 1,4 milioni di euro in cambio di "iniziative promozionali" che aveva fatto storcere il naso a qualche azionista di minoranza.*".

partecipazione di controllo¹¹⁴.

Altra categoria principale di correlazione deriva dalla sussistenza di un'influenza notevole. Tale situazione, come si è visto in precedenza, viene determinata dal potere di prendere parte, mediante partecipazione alla società o accordi, alle politiche finanziarie e gestionali della società stessa. Considerato che vi è "influenza notevole" anche senza una diretta partecipazione nell'Emittente, sembra plausibile concludere che il termine "partecipazione" di cui alla definizione di parti correlate, lettera (a), romanino (ii), sia da intendersi in senso lato. Sul punto, la Consob ha fornito la sua interpretazione autentica nelle Linee Guida, dove si specifica che è parte correlata dell'Emittente (i) il soggetto che controlla un'entità che esercita un'influenza notevole sull'Emittente; nonché (ii) le società sulle quali le controllate dell'Emittente esercitano un'influenza notevole. Sempre secondo le Linee Guida, non sono parti correlate dell'Emittente: (a) i soggetti che esercitano influenza notevole sulla società controllante l'Emittente; nonché (b) le controllate di società sulle quali l'Emittente esercita influenza notevole.

La dottrina si è chiesta se l'adesione ad un patto parasociale comportasse di per sé lo *status* di parte correlata. In tal senso le Linee Guida hanno specificato che l'aderente ad un patto parasociale non necessariamente deve essere considerato parte correlata dell'Emittente cui il patto si riferisce, dovendosi valutare l'influenza che il socio esercita sull'Emittente nel singolo caso di specie. In questo senso, il Regolamento Soggetti Collegati, temporalmente successivo alle Linee Guida, ha tenuto conto della possibile influenza esercitata grazie a patti tra i soci, prevedendo che in taluni casi il paciscente debba effettivamente essere considerato parte correlata (è il caso, ad esempio, dei sindacati di voto o dei casi di controllo realizzato mediante il consiglio di amministrazione).

Opportuna, anche se innegabilmente gravosa da un punto di vista dei costi di agenzia, l'inclusione tra le parti correlate degli stretti familiari di soci di controllo o dirigenti strategici dell'Emittente. A tali fini, si considerano stretti familiari di un soggetto quei familiari che ci si attende possano influenzare il (o essere influenzati dal) soggetto interessato nei loro rapporti con l'Emittente (è il caso, tra l'altro, dei componenti della famiglia Ligresti nella vicenda Fonsai). Il Regolamento specifica che si presumono stretti familiari il coniuge, anche non legalmente separato, il convivente e

¹¹⁴ Ulteriori esemplificazioni di tali ipotesi si ritrovano in M. MAUGERI, "Le operazioni con parti correlate nei gruppi societari", in Riv. Dir. Comm., 2010, 887; ODCEC Milano, "Esempi pratici di operazioni con parti correlate", in Diritto e Pratica delle Società, 4, 2011.

i figli o qualsiasi soggetto a carico dell'esponente dell'Emittente. Il tema ha suscitato vivido interesse soprattutto nel mondo bancario quando la Banca d'Italia, nella bozza di Regolamento Soggetti Collegati posto in consultazione nell'estate del 2011, ha incluso nella definizione di stretti familiari, oltre ai parenti, anche gli affini fino al secondo grado. A seguito degli interventi delle associazioni del mondo bancario, Banca d'Italia ha deciso di eliminare il riferimento agli affini nella versione definitiva del Regolamento Soggetti Collegati, rendendo la definizione uniforme a quella adottata dalla Consob¹¹⁵.

Per quanto riguarda i “dirigenti con responsabilità strategiche”, nel Regolamento sono indicati come “quei soggetti che hanno il potere e la responsabilità, direttamente o indirettamente, della pianificazione, della direzione e del controllo delle attività della società, compresi gli amministratori (esecutivi o meno) della società stessa”. Nelle Linee Guida (paragrafo 1.4) si specifica che gli organi di controllo vanno ricompresi nella categoria dei dirigenti con responsabilità strategiche. Tra i dirigenti con responsabilità strategiche vanno annoverati anche gli amministratori indipendenti, nonostante i compiti gestionali operativi degli stessi siano molto limitati nella prassi commerciale. Del resto, tale inclusione è pienamente conforme a quella degli organi di controllo, operata dalla stessa Consob nelle Linee Guida.

Sul tema dell'individuazione delle “parti correlate”, è di particolare interesse il confronto con la disciplina vigente per le banche¹¹⁶. Il Regolamento Soggetti Collegati, applicabile a tutte le banche autorizzate in Italia (dunque non solo alle società quotate) nonché ai gruppi bancari, reca sue proprie definizioni, non sempre identiche a quelle del Regolamento. Tuttavia, la prassi di mercato vede le banche quotate o con azioni diffuse adottare complessi regolamenti, spesso a livello di gruppo, in cui sono recepite sia le disposizioni del Regolamento Soggetti Collegati sia quelle del Regolamento, oltre che altre disposizioni cogenti derivanti dall'appartenenza al segmento bancario-

¹¹⁵ Il documento posto in consultazione da Banca d'Italia, così come le Disposizioni di Vigilanza di volta in volta aggiornate, sono reperibili sul sito web della relativa autorità. Per una critica all'inclusione degli “affini” nella definizione di stretti familiari, si veda la risposta dell'ABI alla seconda consultazione indetta da Banca d'Italia nel giugno del 2011, reperibile al link <http://www.abi.it>, ove l'associazione bancaria ribadisce che l'ampliamento agli affini “*non farebbe che rendere ancora più gravosa l'operatività, atteso che le banche si troverebbero a dover gestire ulteriori, non banali, complessità di tipo informativo nei confronti dei propri esponenti, che dovrebbero rendere sui propri familiari distinte informative (ex art. 136 Tub; regolamento Consob su OPC; disposizioni Banca d'Italia su soggetti collegati), in considerazione dei diversi gradi di parentela e di affinità.*”.

¹¹⁶ I due testi normativi hanno molti punti in comune, tuttavia proprio l'apparato definitorio, in particolare quello relativo all'individuazione dei soggetti correlati, non è del tutto coincidente. Per un confronto maggiormente dettagliato tra la disciplina Consob e quella di Banca d'Italia si rinvia a M. HOUBEN, “Operazioni con parti correlate e operazioni con soggetti collegati: confini e sovrapposizioni. Le interferenze soggettive e oggettive nelle banche quotate”, in Banca, Borsa e Tit. Cred. 2014, 4, 447.

finanziario. Ciò posto, volendo confrontare i due testi normativi in maniera asettica – e dunque senza tener conto della frequente cumolazione delle due discipline – occorre soffermarsi primariamente su alcune delle definizioni adottate nel Regolamento Soggetti Collegati.

In primo luogo, sono “parti correlate” ai sensi del Regolamento Soggetti Collegati, (i) gli esponenti aziendali; (ii) i partecipanti¹¹⁷; (iii) i soggetti in grado di nominare, anche in virtù di clausole, patti o accordi, uno o più componenti degli organi di amministrazione o controllo; (iv) quelle entità (società o imprenditori individuali) sulle quali la banca o il gruppo bancario è in grado di esercitare il controllo o l’influenza notevole. I soggetti indicati possono poi appartenere alla categoria delle “parti correlate non finanziarie”, qualora più del 50% della loro attività non sia di natura, bancaria, finanziaria o assicurativa.

Rispetto al Regolamento, il Regolamento Soggetti Collegati contiene definizioni separate per individuare tutti quei soggetti che hanno dei rapporti con le parti correlate della banca (“soggetti connessi”)¹¹⁸, nonché l’insieme costituito da una parte correlata ed i soggetti alla stessa connessi (“soggetti collegati”). Si tratta di concetti che il Regolamento Consob non esplicita, ma che comunque condivide riunendoli nell’unica definizione di “parti correlate”.

Definizione dedicata, seppur per certi versi assimilabile a quella di dirigenti con responsabilità strategiche utilizzata nel Regolamento, è quella di “esponenti aziendali”, ossia tutti quei soggetti che “svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso una banca, una società finanziaria capogruppo o un intermediario vigilato”. Gli “esponenti aziendali” del Regolamento Soggetti Collegati sono i medesimi soggetti le cui obbligazioni sono meglio dettagliate all’articolo 136 TUB (Obbligazioni degli Esponenti Bancari)¹¹⁹.

¹¹⁷ Ossia i soggetti che, ai sensi dell’articolo 19 TUB, devono chiedere l’autorizzazione alla Banca d’Italia prima di acquisire partecipazioni in una banca tali da consentirgli di esercitare il controllo, l’influenza notevole o di detenere almeno il 10% del capitale sociale della stessa.

¹¹⁸ Il Regolamento Soggetti Collegati individua come “soggetti connessi” (i) le società e le imprese anche costituite in forma non societaria controllate da una parte correlata; (ii) i soggetti che controllano una parte correlata tra quelle indicate ai numeri 2 e 3 della relativa definizione (i.e. i partecipanti e i soggetti in grado di nominare membri degli organi amministrativi o di controllo), ovvero i soggetti sottoposti, direttamente o indirettamente, a comune controllo con la medesima parte correlata; (iii) gli stretti familiari di una parte correlata e le società o le imprese controllate da questi ultimi.

¹¹⁹ La norma in questione, recentemente modificata nel 2015, dispone che gli “esponenti aziendali” non possano contrarre obbligazioni con la banca che amministrano se non previa approvazione del consiglio di amministrazione presa all’unanimità con l’esclusione del voto dell’esponente interessato e col voto favorevole di tutti i membri dell’organo di controllo (i.e. collegio sindacale). Sono fatti salvi gli obblighi in materia di operazioni con parti correlate, per le quali dunque si applicheranno il Regolamento e il Regolamento Soggetti Collegati, secondo lo schema che si delinea più avanti al paragrafo 1.3 del

2.4 Le definizioni del Regolamento Consob: l'individuazione delle "operazioni con parti correlate" (presupposto oggettivo)

Il Regolamento offre parametri quantitativi e qualitativi per individuare le operazioni con parti correlate.

Per ciò che concerne i criteri quantitativi, l'Allegato 3 (*Individuazione delle operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate*) del Regolamento individua alcuni indici il cui rapporto, se superiore al 5%, indica che l'operazione è da classificarsi quale operazione di maggiore rilevanza, destinataria dunque della disciplina di cui all'art. 8 del Regolamento.

Il primo indice è collegato al valore dell'operazione da compiere, da considerarsi in relazione al patrimonio netto della società o, in caso di società quotata, alla capitalizzazione di borsa. Nel caso di operazioni poste in essere da banche, il rapporto da considerare è tra il valore dell'operazione e il patrimonio di vigilanza¹²⁰. La Consob ha indicato parametri specifici per calcolare il controvalore dell'operazione nel caso in cui le condizioni economiche dell'operazione siano già determinate al momento della valutazione sulla tipologia di operazione¹²¹. Diversamente, 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 o degli accordi da stipulare.

Il secondo indice si riferisce al rapporto tra il totale attivo dell'entità oggetto dell'operazione e il totale attivo dell'Emittente. Con tale indice la Consob ha inteso disciplinare le operazioni di acquisizione e cessione di società o *asset*¹²².

Il terzo indice si ottiene dal rapporto tra il totale delle passività dell'entità acquisita e il totale attivo dell'Emittente.

capitolo 2.

¹²⁰ Come confermato anche dal Regolamento Soggetti Collegati.

¹²¹ Ai sensi dell'Allegato 3 del Regolamento, 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; (iii) per le operazioni di finanziamento o di concessione di garanzie, l'importo massimo erogabile.

¹²² Ad ulteriore conferma di tale approccio, la Consob ha dettagliato i valori da considerare al numeratore per il calcolo del relativo indice. Per ciò che riguarda le operazioni su partecipazioni (che non abbiano effetti sull'area di consolidamento): (a) in caso di acquisizione, va considerato il controvalore dell'operazione maggiorato delle passività della società acquisita eventualmente assunte dall'acquirente; (b) in caso di cessione, va considerato il corrispettivo dell'attività ceduta. Per le operazioni di acquisizione o vendita di *asset* diversi dalle partecipazioni: (a) in caso di acquisizione, va considerato il maggiore tra il corrispettivo e il valore contabile che verrà attribuito all'attività; (b) per le cessioni, il valore contabile dell'attività.

Gli indici di rilevanza vengono dimezzati (dal 5% al 2,5%) per le operazioni infragrupo, ossia quelle poste in essere da un Emittente con la società controllante quotata o con soggetti a quest'ultima correlati che risultino a loro volta correlati all'Emittente. In questi casi, il maggior rischio di estrazione di benefici privati ha indotto la Consob a rendere più facile l'applicazione della procedura aggravata prevista per le OPC di maggiore rilevanza. Resta inteso che in qualsiasi caso, tutti gli indici indicati possono essere ridotti a discrezione del singolo Emittente.

A dispetto degli indici su indicati, non vi sono criteri quantitativi per le operazioni di minore rilevanza che, dunque, saranno individuate solo in base all'esistenza di una "parte correlata" come controparte dell'operazione e al criterio qualitativo di cui si dirà tra poco.

Da un punto di vista qualitativo, l'Allegato 1 del Regolamento classifica come operazione con parti correlate "*qualunque trasferimento di risorse, servizi o obbligazioni fra parti correlate, indipendentemente dal fatto che sia stato pattuito un corrispettivo*"¹²³. Benché la definizione sia molto vaga, si considerano comunque rientranti nell'ambito applicativo del Regolamento, qualora compiute con parti correlate: (i) le operazioni straordinarie di fusione e scissione; e (ii) ogni deliberazione concernente l'assegnazione di remunerazioni e benefici economici, sotto qualsiasi forma, ai componenti degli organi di amministrazione e controllo e ai dirigenti con responsabilità strategiche.

In particolare sul tema delle remunerazioni, si ricorda che la superiore previsione è controbilanciata dalla facoltà di esenzione di cui all'art. 13 del Regolamento, che consente di non applicare le procedure quando l'assemblea stabilisca un ammontare massimo complessivo per i compensi ai sensi dell'art. 2389, comma 3 c.c.. Adottando il presidio di cui al citato articolo, dovrebbero potersi evitare operazioni di estrazione di benefici privati legate alla corresponsione di compensi, come quelle riscontrate nel caso Fondiaria-Sai, in cui è stato rilevato un conferimento di compensi fuori misura ai membri del CdA, nonché la stipulazione di una serie mandati di consulenza ad *hoc* pagati oltre le soglie normali di mercato¹²⁴. Un caso analogo si è avuto nel 2012 nel

¹²³ Di portata ampia anche la definizione di operazione con soggetti collegati di cui al Regolamento Soggetti Collegati: "*la transazione con soggetti collegati che comporta assunzione di attività di rischio, trasferimento di risorse, servizi o obbligazioni, indipendentemente dalla previsione di un corrispettivo, ivi incluse le operazioni di fusione e di scissione*". In parte diversi, tra le due discipline, i casi di esenzione. Per un approfondimento si veda M. HOUBEN, "Operazioni con parti correlate e operazioni con soggetti collegati: confini e sovrapposizioni. Le interferenze soggettive e oggettive nelle banche quotate", in Banca, Borsa e Tit. Cred. 2014, 4, 489.

¹²⁴ Il collegio sindacale ha rilevato come i compensi dei membri della famiglia Ligresti che sedevano in CdA erano molto più elevati dei compensi degli altri componenti del consiglio. Su Il Sole 24 Ore del 2 aprile 2012 (http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2012-04-02/fonsai-2011-stipendi-milioni-121036_PRN.shtml) si leggeva che "[i] tre figli del presidente onorario Salvatore Ligresti hanno ricevuto

Regno Unito, quando la Exillon Energy plc è stata la prima – ed ad oggi unica – società inglese sanzionata dall'allora FCA per la violazione della normativa sulle parti correlate, avendo effettuato dei pagamenti, sotto forma di rimborsi spese, al presidente del CdA, beneficiario di un *trust* che era l'azionista di maggioranza di Exillon. I pagamenti erano destinati alla copertura di spese private¹²⁵ e risalivano al periodo precedente alla quotazione in borsa della stessa Exillon (dunque un periodo in cui, a rigore, la normativa delle Listing Rules sulle RPTs non avrebbe trovato applicazione). Poco dopo la quotazione, il presidente del CdA aveva ripagato interamente alla Exillon i versamenti ricevuti. Ciononostante, i pagamenti effettuati da Exillon al presidente del CdA non sono stati qualificati come RPTs fino al 2011 quando, grazie all'intervento dei revisori di Exillon, i rimborsi spese effettuati sono stati qualificati come prestiti nei confronti di una parte correlata. Ciò ha poi portato alla sanzione per omessa comunicazione alla FSA di una RPT¹²⁶, pur in assenza di un danno effettivo subito

*complessivamente quasi 5,5 milioni: 2,51 alla presidente Jonella, 2,14 al vicepresidente Paolo e 837 mila all'ex vicepresidente Giulia che riceverà un compenso, al momento non ancora noto, come presidente Premafin (lo scorso anno pari a 2,12 milioni). La parte del leone, secondo la relazione sulla remunerazione della compagnia, l'ha fatta però l'ex amministratore delegato Fausto Marchionni, uomo di fiducia della famiglia Ligresti dimessosi all'inizio del 2011: a lui sono andati 11,4 milioni di euro di cui 10,5 milioni come buonuscita. Marchionni per un mese da direttore generale (gennaio 2011) ha percepito 626 mila euro, cifra vicina a quanto ricevuto per sette mesi di lavoro dal neo direttore generale Piergiorgio Peluso (661 mila euro), arrivato nel gruppo a giugno 2011.”; ancora che (p. 73) “risultano essere stati pagati all'ing. Salvatore Ligresti, dal 2003 al 2010, da FonSai e Milano Assicurazioni complessivamente euro 40 milioni. La società ha segnalato che i contratti sottoscritti da FonSai e Milano Assicurazioni, pur in mancanza di una formale lettera di disdetta, sono cessati al 31 dicembre 2010.”. Più nel dettaglio, i dati forniti dal collegio sindacale (p. 88 ss.) mostrano come, tra il 2008 e il 2010, i compensi dei membri della famiglia Ligresti e dei fiduciari della stessa siano notevolmente più elevati degli altri, in parte anche grazie ad emolumenti a titolo di *bonus* connessi ai risultati positivi di FonSai negli esercizi precedenti (solo per l'esercizio 2008). Le consulenze sono un esempio di OPC ex art. 1, lett. a) e soprattutto e), Allegato 2, Regolamento ma, non essendo questo in vigore al momento del compimento di dette operazioni, i principi applicati da FonSai sono stati diversi. Dal documento del collegio sindacale (p. 73, par. 4.1.2) si evince che i contratti di consulenza tra FonSai/Milano Assicurazioni e l'ing. S.L. non sono mai stati corredati da *fairness opinion* o pareri indipendenti, in particolare ciò vale per i rapporti *post* 2007, quando le procedure di FonSai per le OPC prevedevano tali pareri. Il collegio sindacale riconosce comunque che la fissazione dei compensi è stata effettuata nel rispetto delle regole previste dalla legge e dallo statuto che, in quel periodo, prevedeva che l'assemblea fissasse un ammontare complessivo per i compensi che poi sarebbe stato distribuito dal CdA (che è uno dei casi di esenzione previsti dal Regolamento all'art. 13, comma 1 del Regolamento). Tuttavia, benché la deliberazione assembleare fosse esente dall'applicazione delle procedure OPC, i compensi dei singoli componenti del consiglio venivano individuati in seno allo stesso CdA, dove si verificavano notevoli sperequazioni.*

¹²⁵ Secondo la *Final Notice* “*The private expenses included his children's education expenses, private flights and accommodation for himself and his family; replenishment of his personal credit card; and other expenses for which Mr Arip did not provide documentation to show they were for a business purpose.*”.

¹²⁶ Ancor prima dell'irrogazione della sanzione, ma comunque dopo la quotazione in borsa, la Exillon, resasi conto della violazione delle LRs, ha adottato una procedura di emergenza stabilendo che (i) il presidente del comitato *audit* avrebbe dovuto approvare tutti i pagamenti effettuati dalla società nei confronti di parti correlate; (ii) gli amministratori avrebbero ricevuto una formazione aggiuntiva in relazione alla normativa RPTs; e (iii) lo *sponsor* di Exillon sarebbe stato nominato CEO della società. Pochi mesi dopo, la procedura d'emergenza è stata sostituita con altra procedura ai sensi della quale il CEO avrebbe dovuto approvare i pagamenti da effettuarsi a parti correlate e il presidente del CdA (che nel frattempo era stato sostituito) o il presidente del comitato *audit* avrebbero dovuto approvare tutti i pagamenti nei confronti di parti correlate superiori ai diecimila dollari. Nonostante la Exillon si sia

dalla Exillon¹²⁷.

Con riferimento alle operazioni straordinarie di fusione e scissione, va in primo luogo considerato l'effetto che le stesse hanno sul capitale sociale. L'elaborazione del rapporto di cambio può infatti volgersi a favore della parte correlata, specialmente quando l'esperto chiamato a valutarne la congruità sia individuato tra soggetti di fiducia della parte correlata stessa. Per quanto riguarda le operazioni di scissione, la stessa Consob ha precisato che rientrano nel perimetro del Regolamento solo le operazioni di scissione per incorporazione con una parte correlata (ossia le operazioni con le quali la quotata, ad esempio, scinde parte del suo patrimonio a beneficio della controllante o viceversa) ovvero le operazioni di scissione in senso stretto non proporzionale (ossia le operazioni nelle quali il patrimonio della quotata viene scisso, ad esempio, in più società con assegnazione non proporzionale delle azioni ai suoi soci). Non sono invece incluse le scissioni in senso stretto di tipo proporzionale in

attivata per risolvere la violazione, lo *sponsor* di Exillon ha comunque contattato la FSA per procedere con le relative indagini. Come risulta dalla *Final Notice* inviata dalla FSA alla Exillon in data 26 aprile 2012, la Exillon aveva adottato delle *policies* interne per essere *compliant* con la normativa sulle RPTs, tuttavia, tali procedure non sono state ritenute efficaci in quanto (i) si basavano su un controllo da parte dei *senior officers* che non avevano adeguata esperienza in materia; e (ii) Exillon non ha in alcun modo verificato l'implementazione e l'applicazione delle procedure da parte dei *senior officer* (la *Final Notice* riporta che “*The RPT Policy relied on the operational managers to identify related party transactions and take appropriate action. However the training provided to the operational managers [...] failed to provide Mr Arip and the operational managers who authorized the transactions with a sufficient understanding of the related party transaction Listing Rules and the RPT Policy. As a result [...] the operational managers failed to identify the related party transactions because they saw the payments as pertaining to Mr Arip as an employee rather than a related party.*”. Per tali motivi, Exillon non ha qualificato i pagamenti al presidente del CdA come operazioni con parti correlate omettendo, conseguentemente, di farne *disclosure* alla FSA e di adottare le dovute precauzioni ai sensi di legge (benché i rimedi posti in essere siano stati considerati dalla FSA ai fini della quantificazione della sanzione).

Il dato più rilevante è che la sanzione è stata irrogata, anche se la FSA non ha riscontrato alcun danno effettivo in capo ad Exillon o ai suoi azionisti¹²⁶. La conclusione cui è arrivata la FSA in qualche modo risulta premiante per quegli emittenti che si sono dotati di una procedura OPC efficace, adottando non solo meccanismi di *corporate governance* virtuosi ma assicurandosi anche che i soggetti preposti all'applicazione dello stesso siano competenti ed idonei a svolgere i loro compiti. La *ratio* della sanzione nel caso Exillon risiede in una sorta di *culpa in vigilando* del board, colpevole di non aver selezionato e adeguatamente formato i funzionari che avrebbero dovuto vigilare sull'applicazione e l'efficacia del modello di regolamentazione OPC adottato.

¹²⁷ Nella *Final Notice* notificata ad Exillon dalla FSA si legge infatti che “*The FSA did not conclude that Mr Arip acted improperly in relation to the payments made to him. Neither was there any evidence to suggest that Mr Arip or Exillon benefited financially from the payments or that Exillon's shareholders suffered any losses.*” E ancora, spiegando le modalità con cui la sanzione è stata calcolata, che “*At Step 1 (disgorgement) the FSA seeks to deprive a firm of the financial benefit derived directly from the breach. In this case Exillon did not derive any financial benefit from the breach.*”. La sanzione collegata alla mancata implementazione delle procedure è stata peraltro giustificata dalla stessa FSA, tramite uno dei suoi amministratori (David Lawton), il quale ha affermato che “*Our related party rules protect minority shareholders in Premium Listed companies by ensuring large shareholders and company directors cannot unfairly benefit from their positions in the corporate governance of a listed company. Compliance with these rules is particularly important for previously closely-held companies whose owners may have been used to entering into informal transactions.*

In this case Exillon fell below the standards we expect. Companies must have systems and controls that enable them to comply fully with the listing rules from the moment of admission. It is not enough to have detailed compliance procedures drafted by experienced advisors sitting on the shelf.”.

quanto si tratta di operazioni rivolte indifferentemente a tutti i soci a parità di condizioni¹²⁸.

Tra le operazioni con parti correlate maggiormente frequenti – seppur non incluse nella tipizzazione operata dalla Consob – vi sono poi gli aumenti di capitale sociale riservati alla parte correlata a seguito di esclusione del diritto di opzione. Solo in tale ipotesi, infatti, si verifica un trattamento non proporzionale per tutti gli azionisti e vi è il rischio di una possibile diluizione della partecipazione degli azionisti esistenti qualora il prezzo di emissione delle nuove azioni sia “*sotto la pari*”, ossia quanto la parte correlata acquista le azioni ad un prezzo più basso rispetto al prezzo di borsa (c.d. acquisto a sconto)¹²⁹.

V'è da chiedersi – dato che le Linee Guida non sembrano riferirsi a questa ipotesi – se possa rientrare tra le operazioni con parti correlate l'adesione da parte dell'Emittente ad un aumento di capitale deliberato da una parte correlata non quotata (ad esempio una società controllata) e, inoltre, in caso di risposta affermativa, se il Regolamento debba attuarsi solo quando l'aumento di capitale è riservato all'Emittente. Se è vero infatti che l'Emittente, deliberando un aumento di capitale in favore di una parte correlata, consente a quest'ultima di aumentare la sua influenza sulle decisioni imprenditoriali con l'inevitabile effetto di diluire gli altri soci, l'adesione dell'Emittente ad un aumento di capitale deliberato da una parte correlata comporta per l'Emittente un esborso a seguito della sottoscrizione, e ciò avviene sia nel caso di aumento riservato (seppur con l'attenuante del probabile acquisto a sconto sul prezzo di borsa) che in quello di aumento di capitale nel rispetto del diritto di opzione.

Al di là delle singole ipotesi previste dal Regolamento – la cui tipizzazione poteva forse essere lasciata ad apposita comunicazione della Consob –, il concetto di “operazione con parti correlate” ricomprende sostanzialmente qualsiasi tipo di operazione che sfoci in uno spostamento di *asset* dall'Emittente a sue parti correlate o viceversa. Da un punto di vista qualitativo, pertanto, un'operazione con parti correlate può essere individuata con certezza solo prendendo in considerazione il caso di specie.

Inoltre, è opportuno tenere in considerazione che alcune operazioni, benché

¹²⁸ Così le Linee Guida, par. 1.3.

¹²⁹ Per l'analisi di tali ipotesi si rinvia a E. GINEVRA, “Prezzo e sovrapprezzo negli aumenti di capitale”, in Dialoghi tra giuristi e aziendalisti in tema di operazioni straordinarie, a cura di M. Notari, Giuffrè, 2008; F. MANFRIN-M. L. VITALI, “Relazione introduttiva in tema di determinazione del prezzo e del sovrapprezzo negli aumenti di capitale sociale a pagamento”, in Dialoghi tra giuristi e aziendalisti in tema di operazioni straordinarie, a cura di M. Notari, Giuffrè, 2008; G. Balp-M. Ventoruzzo, “Esclusione del diritto d'opzione nelle società con azioni quotate nei limiti del dieci per cento del capitale e determinazione del prezzo di emissione”, in Riv. Soc., 2004.

formalmente classificabili come operazioni con parti correlate ai sensi del Regolamento, possono essere concluse in deroga alle disposizioni dello stesso in quanto operazioni compiute dall'Emittente nel corso della sua attività ordinaria, qualora siano concluse a condizioni "equivalenti a quelle di mercato" o "standard" (articolo 13, comma 3, lettera (c) del Regolamento)¹³⁰. Ai fini dell'esercizio della facoltà di esclusione, occorre tener presente che la classificazione di ciò che è "operazione ordinaria" non è sempre semplice, per almeno due motivi: (i) l'individuazione delle "condizioni di mercato" va effettuata confrontando l'operazione da approvare con altre operazioni simili compiute sul mercato di riferimento, ciò non sempre è possibile in quanto alcune operazioni particolarmente complesse non hanno adeguati termini di paragone sul mercato e possono essere valutate solo in astratto; e (ii) il concetto stesso di "operazione ordinaria" rischia di essere interpretato troppo estensivamente, consentendo agli Emittenti di abusare della facoltà di esclusione del Regolamento. Per evitare tali forme di abuso, l'art. 3, comma 1, lett. d) del Regolamento, limita le "operazioni ordinarie" a quelle "*che rientrano nell'ordinario esercizio dell'attività operativa e della connessa attività finanziaria*". Tale ultima definizione contiene due elementi: (i) il carattere ordinario dell'attività; e (ii) la natura dell'attività, a seconda che sia effettivamente attività operativa o che sia attività connessa a quella operativa.

L'ordinarietà dell'attività andrà valutata in base ai seguenti parametri: (a) oggetto dell'operazione; (b) ricorrenza del tipo di operazione nel *business* ordinario dell'Emittente; (c) dimensioni economiche dell'operazione; (d) termini e condizioni dell'operazione; (e) natura della controparte.

Per quanto riguarda la natura dell'attività, questa può essere distinta in "operativa", "di investimento" o "finanziaria", o anche in attività "principale" e "connessa" (quest'ultima da considerare in riferimento all'attività operativa o a quelle finanziaria/di investimento, a seconda dei casi).

Secondo le Linee Guide, nell'attività operativa vanno ricomprese (a) le attività che costituiscono la parte principale del fatturato dell'Emittente (ovvero quelle corrispondenti all'oggetto sociale); (b) tutte le altre attività (anche estranee all'attività

¹³⁰ Per ciò che concerne la remunerazione degli amministratori, l'esenzione non è connessa a parametri di *benchmark* rispetto al mercato. L'art. 13, comma 1, del Regolamento prevede infatti che qualora l'assemblea individui i compensi spettanti agli amministratori secondo i parametri di cui all'art. 2389, comma 1, c.c. (all'atto di nomina o con deliberazione assembleare) non si applicheranno le procedure del Regolamento. In egual modo, non si applicano le procedure opc per i compensi degli amministratori investiti di particolari cariche qualora il compenso non ecceda i limiti dell'ammontare massimo individuato dall'assemblea ai sensi dell'art. 2389, comma 3, c.c.. Medesime disposizioni sono previste per i compensi dei sindaci.

principale dell'oggetto sociale) che non siano classificabili come “attività finanziarie”¹³¹ o “attività di investimento”¹³²; e (c) le attività, anche di natura finanziaria o di investimento, che siano connesse all'attività operativa¹³³.

Pur fornendo svariati criteri interpretativi e numerose esemplificazioni, le Linee Guida specificano che la classificazione di un'operazione all'interno di una delle tre grandi aree di attività (operativa, di investimento, finanziaria) debba essere compiuta nel modo più appropriato secondo l'attività effettivamente svolta dalla società, anche qualora questa sia una società controllata e l'operazione rientri nel perimetro del consolidato di gruppo. A tal proposito, si noti che qualora l'operazione venga compiuta da una mera società veicolo, per inquadrarla come operazione con parti correlate si dovrà guardare all'attività svolta dal gruppo nel suo insieme¹³⁴.

Infine, occorre considerare che alcune delle attività classificate come “non ordinarie” per la maggior parte degli emittenti, sono invece attività ordinarie per altri. Nello specifico, l'attività finanziaria e la concessione del credito, rientrano a pieno titolo tra le attività ordinarie delle società finanziarie e delle società bancarie indicate agli articoli 106, 107 e 113 del TUB, per le quali la concessione di prestiti è solitamente classificabile come attività operativa piuttosto che di investimento, in quanto costituisce l'attività con la quale tali emittenti coprono la maggior parte dei loro ricavi¹³⁵. Tuttavia, benché si possa affermare con certezza che l'attività di concessione

¹³¹ Nell'attività finanziaria ricadono le attività che determinano modifiche al capitale sociale o ai finanziamenti ottenuti dalla società.

¹³² Secondo le Linee Guida, rientrano nell'attività di investimento (i) le operazioni che determinano l'acquisto e la cessione di attività immobilizzate – quali, ad esempio, gli acquisti e le cessioni di immobili, impianti e macchinari o di attività immateriali – ad eccezione delle attività non correnti che siano possedute per la vendita; (ii) gli investimenti finanziari che non rientrano nelle c.d. “disponibilità liquide equivalenti” ossia, oltre alla cassa e ai depositi a vista (c.d. “disponibilità liquide”), gli investimenti finanziari a breve termine e ad alta liquidità che sono prontamente convertibili in valori di cassa noti e che sono soggetti a un irrilevante rischio di variazione del loro valore.

¹³³ Tale ultima ipotesi consente di estendere il beneficio dell'esenzione anche a operazioni in astratto qualificabili come finanziarie, nella misura in cui queste siano accessorie allo svolgimento dell'attività operativa. Non potranno invece considerarsi operazioni ordinarie i finanziamenti ottenuti per il compimento di operazioni non appartenenti all'attività operativa (in quanto classificabili come attività connesse all'attività di investimento, già di per sé esclusa dall'attività ordinaria). Per l'individuazione del grado di connessione, saranno dirimenti i termini del finanziamento. Secondo le Linee Guida, “*in linea generale e salve specifiche circostanze eccezionali, si ritiene che il carattere dell'accessorietà rispetto all'attività operativa sussista con riferimento ai c.d. “prestiti ponte” bancari ottenuti al fine di assicurare temporaneamente la continuità finanziaria o la copertura di fabbisogno finanziario*”.

¹³⁴ Come espressamente statuito dal paragrafo 3.5 delle Linee Guida, “*Ciò fa sì che non sia possibile avvalersi dell'esenzione attraverso società veicolo costituite al solo scopo di compiere un'operazione che risulti estranea alle attività caratteristiche svolte fino a quel momento dalle società incluse nell'area di consolidamento*”.

¹³⁵ Con riferimento alle società bancarie, non è risolutiva la definizione di “operazione ordinaria” di cui al Regolamento Soggetti Collegati, che non fornisce elementi di valutazione diversi da quelli già previsti nel Regolamento. Sono “operazioni ordinarie” ai sensi del Regolamento Soggetti Collegati le operazioni “*con soggetti collegati, di minore rilevanza, rientranti nell'ordinaria operatività della banca e concluse a condizioni equivalenti a quelle di mercato o standard. Nel definire le operazioni della specie, la banca tiene conto almeno dei seguenti*”.

del credito rientra a pieno titolo nell'ordinaria attività bancaria (art. 10, comma 1 TUB), più complesso risulta individuare le altre attività finanziarie che, pur non rientrando nella nozione di attività bancaria, sono comunque esercitate in via ordinaria dalle banche, con la conseguenza che potrebbero essere escluse dall'applicazione del Regolamento e del Regolamento con Soggetti Collegati¹³⁶.

Sul punto si è espressa anche la Consob nelle Linee Guida, specificando che i finanziamenti erogati da *pool* di banche tra cui vi sia una parte correlata della società finanziata, costituiscono operazioni con parti correlate a tutti gli effetti, a meno che la “banca correlata” non ricopra un ruolo meramente secondario nel *pool*. In casi simili, uno dei possibili rischi è che la banca correlata spinga il *pool* ad accettare condizioni maggiormente vantaggiose per la società finanziata, a discapito dei soci della banca stessa e, indirettamente, dei risparmiatori qualora si tratti di una banca quotata. Una situazione del genere stenterebbe a verificarsi nella pratica in caso di finanziamenti poco complessi, in quanto una banca con una partecipazione minima non avrebbe il potere contrattuale necessario ad alterare le condizioni del finanziamento. La situazione muta radicalmente in caso di finanziamenti articolati, ad esempio costituiti da più linee o assistiti da garanzie particolari. In tali casi, anche una banca con un *commitment* poco rilevante potrebbe imporre alcune condizioni del finanziamento.

Peraltro, va considerato che laddove sia la banca finanziatrice che la società finanziata siano società quotate, entrambe dovranno deliberare sull'operazione di finanziamento rispettando le procedure per le operazioni con parti correlate. Tuttavia, ciò che nella pratica accade di frequente, ad esempio nelle operazioni di *project financing*, è che la società finanziata sia un mero veicolo (c.d. *special purpose vehicle* o società di progetto) costituito da una società madre, non di rado quotata in borsa. Una struttura simile è spesso riscontrabile nel settore dell'energia, ove i grossi gruppi multinazionali operano sul territorio attraverso una moltitudine di società veicolo controllate, direttamente o indirettamente, da una capogruppo quotata in borsa. A tal proposito vale la pena specificare che l'utilizzo di una società veicolo per il compimento di una

elementi: riconducibilità all'ordinaria attività, oggettività delle condizioni, semplicità dello schema economico-contrattuale, contenuta rilevanza quantitativa, tipologia di controparte”. Sul tema, bisognerebbe poi indagare più approfonditamente sulle distinzioni, se ve ne sono, tra l'esercizio del credito riservato alle banche ai sensi dell'art. 10 TUB e la “concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma” consentita alle società iscritte nell'elenco di cui all'art. 106 TUB.

¹³⁶ Secondo l'art. 10, comma 3 del TUB: “Le banche esercitano, oltre all'attività bancaria, ogni altra attività finanziaria, secondo la disciplina propria di ciascuna, nonché attività connesse o strumentali. Sono salve le riserve di attività previste dalla legge”. Sulla indeterminatezza del concetto di “attività finanziaria” nel TUB, si veda F. GIORGIANNI – G.M. TARDIVO, “Manuale di diritto bancario e degli operatori finanziari”, Giuffrè, 2012, 90 ss.

determinata operazione, come sottolineato dalla stessa Consob nelle Linee Guida, non vale di per sé ad escludere l'operazione dal novero di quelle compiute con parti correlate¹³⁷. In tal caso, bisogna chiedersi se la facoltà di esclusione delle operazioni ordinarie dall'applicazione del Regolamento possa effettivamente operare anche nel caso di finanziamenti a SPV facenti parte di gruppi la cui *holding* è quotata in borsa. A tal proposito, visto l'esteso controllo del finanziatore sull'attività del soggetto finanziato (in particolare nelle operazioni di finanza di progetto), a parere di chi scrive, pare poco plausibile che la facoltà di esclusione possa essere applicabile in ogni caso. Ciò in quanto un finanziamento in *project finance* è sì un'erogazione di credito (attività ordinaria) ma con elementi di cogestione dell'attività imprenditoriale ineliminabili.

2.5 L'esecuzione delle operazioni con parti correlate nei gruppi di società: l'ipotesi di esclusione di cui all'art. 14, comma 2 del Regolamento Consob

I gruppi societari sono considerati l'alveo naturale delle operazioni con parti correlate¹³⁸ dal momento che, proprio all'interno dei gruppi, si riscontrano ipotesi di correlazione inevitabili e che, proprio in funzione delle dinamiche di gruppo, le società facenti parte dello stesso sono in vario modo incentivate ad operare tra loro prima di rivolgersi al mercato¹³⁹. I rapporti di correlazione infragruppo, sebbene principalmente connessi alle situazioni di controllo di cui all'art. 2359 c.c., possono anche prescindere dallo stesso, basti pensare ai frequenti casi di condivisione di amministratori o altre figure apicali tra le società del gruppo.

Nell'ambito del gruppo, le transazioni sono semplificate sia in virtù della minore presenza di asimmetrie informative tra i contraenti, sia perché spesso il costo del prodotto o del servizio scambiato è inferiore rispetto ai prezzi medi di mercato, senza contare che spesso vi sono notevoli vantaggi a livello fiscale¹⁴⁰. Tali vantaggi sono

¹³⁷ Si veda il paragrafo 3.5 delle Linee Guida.

¹³⁸ Hanno affrontato il tema nel dettaglio, tra gli altri, M. MAUGERI, "Le operazioni con parti correlate nei gruppi societari", in Riv. Dir. Comm., 2010, 888, secondo cui "la disciplina del gruppo è in primo luogo, e per definizione, disciplina di operazioni con parti correlate [...]"; P. FERRO-LUZZI, "Le operazioni con parti correlate infragruppo" in Le operazioni con parti correlate, Atti del Convegno presso Università Cattolica del Sacro Cuore, Piacenza, 2011, 10, per il quale "le operazioni infragruppo sembrano essere, forse sono, la sede tipica, non certo esclusiva, delle operazioni con parti correlate"; P. MONTALENTI, "Le operazioni con parti correlate", in Giur. Comm. 2011, 10, il quale sottolinea che il maggior problema delle operazioni con parti correlate infragruppo riguarda il "delicato discrimen tra necessità fisiologica di perseguire un interesse di gruppo ed il rischio di patologica estrazione di benefici privati".

¹³⁹ Ciò trova fondamento, prima di tutto, nel modello imprenditoriale italiano, basato inizialmente e in buona parte anche oggi, su piccole imprese riunite in grossi gruppi. Si veda, a tal proposito, U. TOMBARI, "Diritto dei gruppi di imprese", Giuffrè, 2010; dello stesso autore, "Riforma del diritto societario e gruppo di imprese", Giur. Comm., 1, 2004, 61.

¹⁴⁰ Dato un simile presupposto, è facile capire che l'ipotesi di operazioni con parti correlate di cui

controbilanciati dall'acuirsi del rischio derivante da possibili conflitti di interessi.

Il fenomeno delle operazioni infragruppo integrando, *ex se*, una tipologia di operazioni con parti correlate determina, da un lato, l'applicabilità del Regolamento – ovviamente ove siano presenti anche gli altri presupposti (quotazione delle società coinvolte, operazione rientrante nella definizione di “operazione con parti correlate” di cui all'Allegato 1 del Regolamento) – dall'altro, l'applicazione della disciplina sulla direzione e coordinamento di società (peraltro espressamente richiamata dall'art. 2, comma 2 del Regolamento)¹⁴¹.

La sovrapposizione delle due normative, ferma restando la superiorità gerarchica – seppur non specialistica – delle norme su direzione e coordinamento, ha determinato varie incertezze, specialmente nelle prime fasi di applicazione del Regolamento. Sotto un primo profilo, ci si è chiesti se la normativa del Regolamento sia un mero duplicato di quella codicistica, in particolare con riferimento agli obblighi di motivazione delle decisioni adottate dagli amministratori della società diretta, quando le stesse siano influenzate dalla *holding*. In tal senso, sia prima che dopo l'emanazione del Regolamento, autorevoli autori hanno rilevato l'occorrenza di possibili sovrapposizioni normative¹⁴².

Le due discipline, pur avendo ambiti operativi a volte coincidenti (ferma restando la maggiore ampiezza di quello Regolamentare applicabile quando il rapporto si instauri tra “enti” anche non societari), hanno invero una *ratio* diversa. Infatti, la disciplina della direzione e coordinamento è posta principalmente a tutela delle società

all'Allegato 1 del Regolamento, ricomprendendo anche le operazioni senza corrispettivo (“*indipendentemente dal fatto che sia pattuito un corrispettivo*”), sia stata prevista proprio per gli scambi infragruppo che spesso avvengono a condizioni economiche molto vantaggiose per una delle due società contraenti.

¹⁴¹ Sul tema è interessante notare come anche in sede europea, nella recente Proposta di direttiva della Commissione EU 2014/0121 (COD) che dovrebbe andare a modificare la direttiva sui diritti degli azionisti, l'art. 9-*quater*, comma 4, prevede la facoltà di esclusione delle operazioni infragruppo, ma solo qualora la società destinataria delle procedure OPC detenga l'intero capitale sociale della società parte correlata nell'operazione (“*Gli Stati membri possono esentare dagli obblighi di cui ai paragrafi 1, 2 e 3 le operazioni concluse tra la società e uno o più membri del gruppo a condizione che questi ultimi siano interamente di proprietà della società.*”).

¹⁴² È il caso di M. FOSCHINI, “Le operazioni con parti correlate e l'attuazione dei principi di cui all'art. 2391 bis del codice civile”, in Studi per Franco di Sabato, Napoli 2009, III, 587; P. MONTALENTI “Le operazioni con parti correlate”, in Giur. Comm., 2011, 321, il quale, in chiave critica, afferma che “*le operazioni tra parti correlate – rectius, tra quelle parti correlate che costituiscono il gruppo – trovano già una loro disciplina e che, pertanto, si deve evitare di creare duplicazioni o eccessi di obblighi informativi e/o procedurali che rischiano di svilire una necessaria disciplina di attenzione in riti procedurali formalistici e/o di annegare informazioni rilevante in un cumulo indifferenziato di informazioni pletoriche*”. Dello stesso avviso, anche analizzando il tema da un punto di vista fiscale, L. STAROLA, “Operazioni con parti correlate, direzione e coordinamento: sovrapposizioni e interrelazioni”, Corriere Tributario n. 29/2011, 2357, secondo cui “[l]a correlazione è, infatti, fattispecie distinta da quella del coordinamento, ma le due fattispecie si sovrappongono in presenza di un rapporto di controllo, il quale implica correlazione, specie per effetto della presunzione prevista dall'art 2497-sexies c.c.”.

controllate e dei loro azionisti di minoranza, mentre la disciplina regolamentare mira a tutelare i soci di minoranza dell'emittente controllante¹⁴³. La valutazione su eventuali sovrapposizioni delle due discipline deve comunque tenere conto del soggetto che in concreto è chiamato ad applicare la normativa regolamentare. Infatti, qualora l'operazione sia posta in essere da una società aperta con la propria controllata non quotata, non vi è pericolo di sovrapposizione in quanto la disciplina regolamentare si applicherà solo alla società aperta controllante mentre la controllata non quotata dovrà applicare unicamente i presidi previsti dalle norme in materia di direzione e coordinamento. Esemplificando maggiormente, nell'ipotesi appena descritta sugli amministratori della controllata non graverà un obbligo di motivazione ulteriore rispetto a quello previsto dall'art. 2497-ter c.c.. Diversamente, qualora l'operazione si svolga tra una società quotata e la sua controllata altrettanto quotata, potrebbe sussistere il tema della sovrapposizione delle due discipline in quanto le norme del Regolamento saranno certamente applicabili ad entrambe le società.

Il Regolamento, all'art. 14, comma 2, consente che le procedure adottate dalle singole società possano prevedere che le disposizioni del Regolamento – fermi restando gli obblighi informativi di cui all'art. 5 dello stesso – non si applichino *“in tutto o in parte, alle operazioni con o tra società controllate, anche congiuntamente, nonché alle operazioni con società collegate, qualora nelle società controllate o collegate controparti dell'operazione non vi siano interessi, qualificati come significativi in base ai criteri definiti dalle procedure di cui all'art. 4, di altre parti correlate della società.”*. Secondo tale disposto, e tenendo a mente le due ipotesi descritte sopra – operazione tra controllante quotata e controllata non quotata; operazione tra controllante e controllata ambedue quotate – l'esenzione pare concessa solo alla controllante e non anche alla controllata benché quotata. Nel caso della controllata quotata, l'applicazione delle norme regolamentari – senza possibilità di esenzione per le operazioni infragruppo – si traduce in un potenziamento della disciplina, già di per sé applicabile, della direzione e coordinamento (con l'inevitabile

¹⁴³ Di tale avviso è M. FOSCHINI, “Le operazioni con parti correlate e l'attuazione dei principi di cui all'art. 2391 bis del codice civile”, in Studi per Franco di Sabato, Napoli 2009, III, 595. L'autore rileva come, la responsabilità della *holding* ex art. 2497 c.c., nasca dal danno procurato alla controllata, ai suoi soci ed eventualmente ai suoi creditori, diversamente, nel caso di operazioni con parti correlate, il danno derivante dal compimento dell'operazione tra controllante e controllata è sopportato dai soci (o parte di essi) della controllante. In accordo con tale visione anche G. GUIZZI, “Interessi degli amministratori e operazioni con parti correlate”, in “La governance nelle società di capitali”, M. VIETTI (a cura di), Egea, 2013, 197, secondo cui la disciplina OPC e quella elaborata per la gestione dei rapporti di direzione e coordinamento sono *“pensate per affrontare un tipo di problema se non identico sostanzialmente analogo”*, con riferimento al fatto che in entrambe le ipotesi si vuole evitare che la controllante o, *rectius*, i suoi soci di controllo o amministratori, sfruttino la loro posizione a proprio vantaggio e a danno di altri.

duplicazione degli obblighi di motivazione degli amministratori e l'aumento degli oneri pubblicitari e informativi). Concludendo dunque che la *ratio* della mancata estensione della facoltà di esenzione alle operazioni infragruppo delle società controllate quotate è il mero potenziamento della tutela dei soci della controllata stessa, non ci si può esimere dall'osservare che la tutela dei soci delle controllate oggi sia oltremodo garantita almeno da tre distinti apparati normativi: in primo luogo dalle norme in materia di direzione e coordinamento di cui all'art. 2497 e ss. c.c.; in secondo luogo dai presidi del Regolamento che non possono essere disapplicati anche quando l'operazione è condotta con la propria controllante; ed infine, per le società quotate sottoposte a direzione e coordinamento, dal disposto dell'art. 37, comma 1, lett. d) del Regolamento Mercati che impone alla società controllata diretta e coordinata che voglia quotarsi, la presenza di un comitato di controllo interno composto da indipendenti e, nel caso in cui la direzione e coordinamento sia esercitata da altra quotata, la presenza di un CdA composto in maggioranza da amministratori indipendenti. Di fronte ad un simile apparato normativo, appare difficile che l'operazione condotta tra una controllata quotata e la sua controllante non quotata possa andare a discapito dei soci non correlati della prima ed in favore dei soci della seconda.

Viceversa, meno palese sembra la *ratio* dell'esenzione per le società quotate controllanti in quanto anche una OPC con la propria controllata potrebbe essere potenzialmente lesiva dei diritti dei soci non correlati della società controllante. In una simile ipotesi, il fine di tutela del Regolamento – diretto proprio ai soci non correlati della società chiamata ad applicarlo – sembra venire meno. Andando ad indagare su quale sia la motivazione di una simile scelta, sembra si possa concludere che si è trattato di merà opportunità legata ad una maggiore garanzia di flessibilità per il mercato. In tal senso sembra esprimersi la Consob quando, nel primo documento di consultazione sul Regolamento (2008) giustifica l'esclusione per le operazioni con le controllate al fine *“non creare un “irrigidimento” nella gestione ordinaria, [escludendo] le operazioni con società controllate che risultano molto frequenti nell'organizzazione dei gruppi di società e che non presentano particolari profili di rischio”*. Trend che sembra confermato anche per le altre ipotesi di esenzione facoltativa – tra cui l'ampliamento alle operazioni con le società collegate – nel secondo documento di consultazione (2009), in cui la Consob, in relazione all'ampliamento dei casi di esclusione, ne descrive gli effetti in termini di *“maggior beneficio per gli investitori data l'eliminazione della possibilità che il regime inizialmente*

ipotizzato rendesse eccessivamente costoso il compimento di operazioni con parti correlate a condizioni non pregiudizievoli per gli azionisti di minoranza”, e di “*considerevole beneficio per gli emittenti in termini di maggiore flessibilità operativa*” pur riconoscendo che “*a tale beneficio si contrappongono costi rappresentati dal rischio di utilizzo dei casi di esclusione a fini elusivi*”.

Per riassumere dunque le ragioni dell'esenzione – prima di analizzarne le singole fattispecie – si può dire che la Consob abbia operato un'analisi costi-benefici ad esito della quale ha ritenuto controbilanciato il rischio di abusi derivante dall'esercizio della facoltà di esenzione con la limitazione imposta agli emittenti che decidano di optare per l'esenzione stessa, ossia l'assenza di interessi significativi di altre parti correlate dell'emittente nell'operazione da compiere.

Risulta evidente, dal dibattito che ne è nato e dalle speculazioni interpretative che lo stesso offre, che quella delle operazioni infragruppo è la principale opzione di esclusione della disciplina regolamentare, il cui ambito di applicazione risulta, peraltro, esteso dal fatto che le Linee Guida specificano che “*ai fini dell'esenzione, le definizioni di società controllate e collegate rilevanti sono quelle contenute nell'Allegato n. 1*” e non quelle di cui all'art. 2359 c.c..

Volendo dunque analizzare le singole ipotesi che possono configurarsi, occorre avvertire che la Consob ha consentito agli emittenti di disapplicare anche solo parzialmente la disciplina regolamentare, pertanto è impossibile delineare con certezza – se non mediante indagini campionarie – in che modo gli emittenti abbiano usufruito dell'opzione di cui sopra, sebbene da recenti studi di settore si evinca chiaramente il ricorso “di massa” a tale facoltà di esclusione¹⁴⁴. Le principali ipotesi di esclusione coperte dall'art. 14 del Regolamento sono le seguenti¹⁴⁵:

¹⁴⁴ Secondo un'analisi effettuata da Assonime ed Emittenti Titoli, con riferimento all'anno 2011, i cui risultati sono sintetizzati in ASSONIME, Circolare n. 1/2012, “La Corporate Governance in Italia: autodisciplina e operazioni con parti correlate”, 19, “*La facoltà di escludere, in tutto o in parte, le operazioni infragruppo è stata sfruttata da 246 società (pari al 94% del totale), tra cui tutte le FTSE Mib e le Mid cap. Tale esclusione è quasi sempre integrale, con l'unico limite dell'assenza di “interessi significativi” di altre parti correlate. In 19 casi è prevista un'esclusione parziale. Le procedure contengono sovente (nel 75% dei casi) indicazioni circa gli “interessi significativi” la cui presenza non consente l'esclusione. La modalità più frequente (66% dei casi) è la formulazione di esempi (in positivo o in negativo), più frequente nelle società maggiori (79% nel FTSE Mib). Gli esempi fanno riferimento, in prevalenza, all'assetto proprietario della controparte (80% dei casi) e/o alla condivisione di amministratori o dirigenti con responsabilità strategiche (79% dei casi).*”.

¹⁴⁵ Per quanto concerne la disciplina applicabile alle banche, si noti che il Regolamento Soggetti Collegati esclude dal novero delle operazioni con soggetti collegati, tra l'altro: (i) quelle effettuate tra componenti di un gruppo bancario quando tra essi intercorre un rapporto di controllo totalitario, anche congiunto; e (ii) le operazioni di trasferimento infragruppo di fondi o di “*collateral*” poste in essere nell'ambito del sistema di gestione del rischio di liquidità a livello consolidato. Pertanto, per gli istituti di credito la possibilità di non applicare la normativa regolamentare alle operazioni infragruppo è maggiormente limitata rispetto ai soggetti cui si applica solo il Regolamento Consob. Per una serie di esempi di operazioni tra parti correlate, anche infragruppo, si veda M. CONFALONIERI, “Esempi pratici di operazioni con parti correlate”, in *Dir. Prat. Soc.* 4, 2011, 85.

(i) operazioni dell'Emittente con società dallo stesso controllate. Si tratta dell'ipotesi più ricorrente e di più facile interpretazione. Tuttavia, si consideri che la norma regolamentare, ai fini dell'esclusione, non specifica se l'operazione debba essere compiuta direttamente dall'Emittente o possa anche essere compiuta a mezzo di terzi soggetti, eventualmente estranei al gruppo. L'ipotesi è quella di una società terza, legata all'Emittente controllante da rapporti non qualificabili come correlazione, che pone in essere un'operazione con una società controllata dall'Emittente su sollecitazione – ovviamente informale – di quest'ultimo. La *ratio* di una simile schema è, da un lato, quella di eludere l'applicazione del Regolamento in capo all'Emittente (che non conclude direttamente l'operazione) e, dall'altro, quella di alleggerire gli obblighi motivazionali del CdA della società controllata dato che l'operazione non verrebbe formalmente conclusa con la società che esercita la direzione e coordinamento ma con un terzo estraneo al gruppo. Il rischio di un simile schema può essere duplice: la lesione degli interessi dei soci non correlati dell'Emittente in quanto la mancata applicazione delle norme regolamentari potrebbe tradursi in un minor controllo da parte dei soci non correlati sull'operazione; la lesione dei soci di minoranza della società controllata laddove l'operazione sia finalizzata ad estrarre valore dalla controllata per trasferirlo nell'Emittente o al soggetto terzo comunque legato all'Emittente.

Considerati i rischi, ci si chiede se in tale ipotesi si possa comunque considerare applicabile la facoltà di esclusione *ex art.* 14 del Regolamento. Sul piano formale infatti, l'operazione tra il terzo e la controllata non è un'operazione “con società controllate”, almeno non direttamente, dunque l'esenzione dovrebbe essere inutilizzabile. Da un punto di vista sostanziale, tuttavia, l'operazione potrebbe comunque essere qualificata come operazione “infragruppo”, proprio perché posta in essere tra la controllante e la controllata, anche se indirettamente a mezzo di un terzo. In tale ultimo caso la controllante beneficerebbe dell'esenzione e potrebbe disapplicare le procedure regolamentari. Medesimi rischi si avrebbero nel caso in cui l'Emittente e il terzo che conclude formalmente l'operazione controllino congiuntamente la controllata controparte dell'operazione, considerato che la facoltà di esenzione è estesa anche alle ipotesi

di controllo congiunto. Visti i rischi determinati dall'applicazione dell'esenzione ai casi di compimento indiretto dell'operazione con la controllata, a parere di chi scrive, la facoltà di esclusione non dovrebbe essere concessa in capo all'Emittente. Ciò sarebbe possibile interpretando letteralmente il disposto dell'art. 14, comma 2 del Regolamento che prevede la facoltà di esclusione solo per le operazioni compiute con la controllata e non anche quando tali operazioni siano compiute dalla controllante indirettamente.

- (ii) Operazioni compiute tra società controllate da uno stesso Emittente. Valorizzando la preposizione “tra” contenuta nell'art. 14, comma 2 del Regolamento, emerge che lo stesso possa essere disapplicato nel caso in cui l'operazione non veda un coinvolgimento diretto dell'Emittente, ma solo di due o più controllate dello stesso, fermo restando che non vi sia un terzo parte correlata dell'Emittente interessato significativamente all'operazione tra le due controllate. Considerato che il Regolamento è applicabile solo alle società quotate o aperte, le ipotesi che potrebbero verificarsi sono principalmente due: (a) l'Emittente, agendo indirettamente tramite una sua controllata, compie un'operazione con un'altra società controllata, in modo tale che, almeno formalmente, l'operazione sia eseguita “tra” le due controllate (dunque in questo caso l'Emittente sarebbe tenuto ad applicare il Regolamento e, conseguentemente, potrebbe disapplicarlo grazie all'opzione di cui all'art. 14, comma 2 del Regolamento); o (b) una delle controllate che compiono l'operazione è una società soggetta all'applicazione del Regolamento che, pertanto, si applica indipendentemente dal fatto che l'Emittente controllante sia parte (indiretta) o meno dell'operazione. In mancanza delle due ipotesi di cui sopra, non si vede come un'operazione tra due società non soggette al Regolamento (in quanto non quotate), seppur entrambe controllate dal medesimo Emittente vincolato dal Regolamento, possa ricadere nell'alveo della normativa Consob. E del resto tale interpretazione pare sensata considerato che la disciplina regolamentare mira a tutelare i soci non correlati dell'Emittente che pongano in essere una OPC, dunque se l'Emittente non agisce, nemmeno indirettamente, non v'è motivo per ricorrere alle procedure in mancanza dei suoi presupposti applicativi (*i.e.* la quotazione sui mercati o il fatto di essere società aperta).
- (iii) Operazioni dell'Emittente con società allo stesso collegate. Anche tale caso è

abbastanza frequente, tuttavia non vi sono particolari dubbi interpretativi in merito considerato che il regolatore non ha previsto la facoltà di esenzione anche per le operazioni “tra” società collegate. In questo caso, l’Emittente sarà tenuto ad applicare il Regolamento (e potrà dunque escluderlo se ha aderito all’opzione *ex* art. 14, comma 2) non in funzione del controllo ma solo del collegamento che, secondo le definizioni del Regolamento, sussiste in tutti i casi in cui l’Emittente ha una influenza notevole su un altro soggetto, ossia il “potere di partecipare alla determinazione delle politiche finanziarie e gestionali di un’entità senza averne il controllo”, indipendentemente dal fatto che tale situazione derivi dal possesso di azioni, da clausole statutarie o accordi di altro genere. Chiaro è che anche in tal caso vale quanto detto *sub* (i) circa il compimento indiretto dell’operazione e la critica alla facoltà di esclusione delle procedure beneficiando dell’art. 14, comma 2.

2.5.1 Individuazione dei criteri di “significatività” dell’interesse ai fini dell’applicazione dell’art. 14, comma 2 del Regolamento Consob

Secondo il dettato di cui all’art. 14, comma 2 del Regolamento, la facoltà di non applicare il Regolamento ad operazioni infragrupo sussiste solo “*qualora nelle società controllate o collegate controparti dell’operazione non vi siano interessi, qualificati come significativi in base ai criteri definiti dalle procedure di cui all’articolo 4, di altre parti correlate della società*”.

Il caso contemplato dalla suddetta norma si fonda sulla presenza di un interesse rilevante che non è quello delle società coinvolte nell’operazione (l’emittente e la controllata o collegata), ma quello di un soggetto terzo, parte correlata dell’emittente, estraneo all’operazione ed avente un interesse qualificabile come “significativo” in relazione alle società controllate o collegate dell’emittente¹⁴⁶. Da un’interpretazione letterale del disposto normativo sembra, in effetti, che la rilevanza dell’interesse della parte correlata terza debba considerarsi solo riguardo alla società controllata o collegata con la quale viene posta in essere l’operazione¹⁴⁷. Tuttavia pare più corretto interpretare la norma regolamentare considerando che, ai fini della non applicazione del Regolamento, la parte correlata terza non dovrà avere interessi significativi in relazione all’operazione da compiersi, più che nei confronti della società controllata o

¹⁴⁶ P. FERRO-LUZZI, “Le operazioni con parti correlate infragrupo” in “Le operazioni con parti correlate, Atti del Convegno presso Università del Sacro Cuore, Piacenza, 2011, 16.

¹⁴⁷ Il punto è accennato, con venature critiche, da P. FERRO-LUZZI, “Le operazioni con parti correlate infragrupo” in “Le operazioni con parti correlate, Atti del Convegno presso Università del Sacro Cuore, Piacenza, 2011, 16.

collegata all'emittente. Quest'ultima pare la soluzione interpretativa più corretta anche da un punto di vista pragmatico. Si pensi, infatti, al caso in cui la terza parte correlata detenga una partecipazione di rilievo (seppur non di controllo) nella società controllata che deve compiere l'operazione con l'emittente. Se la nozione di interesse significativo fosse riferita solo alla società controllata o collegata si potrebbe concludere che, nell'esempio precedente, tale interesse significativo sussista e dunque che all'operazione debba applicarsi per intero il Regolamento. Ciò anche qualora la terza parte correlata non abbia alcun interesse o collegamento con il tipo di operazione posto in essere¹⁴⁸. Se ad esempio l'emittente Alfa dovesse vendere alla controllata Beta dei materiali, la parte correlata terza Gamma, pur in possesso di una partecipazione in Beta, potrebbe non avere alcun interesse nell'operazione, che ha caratteristiche assolutamente ordinarie. Diversamente, qualora i materiali da vendere siano originariamente prodotti da Gamma, la quale li trasferisce ad Alfa che a sua volta li raffina e li vende a Beta, Gamma avrebbe effettivamente un interesse significativo con riferimento all'operazione, ciò indipendentemente dalle partecipazioni detenute in Beta¹⁴⁹. Ciò posto, non potendosi limitare la valutazione dell'interesse significativo alla sussistenza di partecipazioni del soggetto terzo nella controllata, si può concordare con quella parte della dottrina secondo la quale la valutazione sulla sussistenza o meno dell'interesse significativo andrebbe valutata caso per caso prendendo in considerazione l'operazione da concludere¹⁵⁰.

V'è poi da chiedersi se la nozione di interesse significativo possa coincidere con quella di parte correlata ai sensi dell'Allegato 1 del Regolamento. A voler sposare tale interpretazione, si finirebbe con l'affermare che sussiste un interesse significativo

¹⁴⁸ La preoccupazione per l'eccessiva rigidità della disposizione sembra essere condivisa da P. MONTALENTI "Le operazioni con parti correlate", in Giur. Comm., 2011, 329. L'autore, criticando l'introduzione dell'art. 14, comma 2 del Regolamento, mette in guardia dal duplice rischio di scadere in una disciplina che sia, da un lato, poco efficace in quanto "pur in assenza di interessi di altre parti correlate potrebbe essere conveniente per la società ma pregiudizievole per la controllata", mentre per altro verso eccessivamente stringente poiché "la presenza di altra parte correlata potrebbe essere del tutto neutrale rispetto all'operazione".

¹⁴⁹ Di questo avviso è P. MONTALENTI "Le operazioni con parti correlate", in Giur. Comm., 2011, 329, secondo il quale "[l]a norma potrebbe, in verità essere riportata a maggiore razionalità interpretandola nel senso che l'altra parte correlata debba essere interessata all'operazione e che non sia sufficiente, per impedire l'esenzione, la mera presenza nella società controllata o collegata di meri interessi significativi per così dire in via permanente e non in relazione alla specifica operazione".

¹⁵⁰ In tal senso M. MAUGERI, "Le operazioni con parti correlate nei gruppi societari", in Riv. Dir. Comm., 2010, 907. Secondo l'autore la nozione di interesse significativo "non oltrepassa la soglia della classe dei concetti giuridici indeterminati e sollecita, in quanto tale, una valutazione delle caratteristiche concrete assunte dalla singola relazione partecipativa o patrimoniale di volta in volta istituita dalla controllata con una parte correlata all'emittente, e della sua idoneità a rendere attuale il rischio di una traslazione di valore in senso discendente (dalla società madre alla società figlia e, per il suo medio, al soggetto correlato alla prima".

ogniquale Gamma (adottando la nomenclatura già utilizzata) sia qualificabile come parte correlata di Beta (oltre che di Alfa). Di primo acchito, una simile interpretazione non pare conforme a quanto affermato in precedenza, e cioè che sarebbe più corretto valutare la sussistenza dell'interesse significativo in relazione all'operazione e non in base a criteri basati sul solo rapporto tra controllata (Beta) e parte correlata terza (Gamma). Non v'è dubbio che la nozione di parte correlata comprenda situazioni ben più ampie del semplice controllo (sia esso di diritto o di fatto) e dunque potrebbe forse avvicinarsi alla più fumosa nozione di "interesse significativo". Tuttavia, come si è cercato di dimostrare, la *ratio* dell'art. 14, comma 2, sembra essere quella di proteggere la controllata da indebite estrazioni di valore scaturenti dal compimento dell'operazione, e non quella di escludere l'esenzione in presenza di stabili rapporti (siano essi di correlazione, di controllo o di collegamento) tra il soggetto terzo e la controllante. Se così fosse, del resto, vi sarebbe un rischio permanente e la possibilità di *opt-out* ex art. 14, comma 2, sarebbe davvero limitata in quanto non è infrequente che all'interno di un gruppo due controllate siano parti correlate tra loro oltre che, rispettivamente, dell'emittente.

(i) *L'interesse significativo derivante dall'appartenenza ad un gruppo di società*

Fermo restando quanto sopra affermato, nulla esclude che nel singolo caso, previa attenta valutazione dell'interprete, la situazione di interesse significativo possa coincidere con quella di correlazione di cui all'Allegato 1 del Regolamento o, in termini maggiormente generici, che la significatività dell'interesse sia determinata proprio dall'appartenenza della parte correlata al gruppo.

Si dia il caso di un gruppo in cui Alfa è la *holding* quotata, Beta e Gamma due società del gruppo, entrambe parti correlate di Alfa. All'interno del gruppo ciascuna società si occupa di una singola fase della produzione. Ad esempio, nel caso delle compagnie nel settore dell'energia, Gamma si occupa degli impianti per l'estrazione e la produzione dell'energia, Beta acquista l'energia da Gamma e da altri fornitori, occupandosi poi dello stoccaggio e della distribuzione al cliente finale, Alfa è la *holding* quotata che si occupa di gestire la *governance* dell'intero gruppo ed intrattiene i rapporti con gli investitori. Alfa, in quanto capogruppo, nomina alcuni dei suoi amministratori all'interno dei CdA di Beta e di Gamma¹⁵¹.

¹⁵¹ Si ricorda che tale situazione non è di per sé indizio di un "interesse significativo" ai sensi dell'ultimo inciso dell'art. 14, comma 2, Regolamento. Purtuttavia, la condivisione di un amministratore può comportare un maggior controllo della *holding* nei confronti delle controllate e generare una situazione di

Nel caso di un'operazione tra Alfa e Beta, per valutare se vadano applicate le norme del Regolamento o si possa beneficiare dell'esclusione *ex art. 14*, comma 2, Regolamento, occorrerà valutare se Gamma, parte correlata di Alfa, ha interessi significativi in Beta. Nella maggior parte dei casi, visti i rapporti infragrupo, tale interesse sussisterà. Qualora Alfa e Beta stipulino un contratto di esclusiva ai sensi del quale Beta si impegna ad acquistare l'energia solo da Gamma, quest'ultima avrebbe un chiaro interesse al compimento dell'operazione e, in specie, un "interesse significativo" in Beta che, a seguito del contratto di esclusiva, diventerebbe la sua principale controparte commerciale. Tale situazione è aggravata dal fatto che Alfa e Gamma condividono alcuni amministratori, generandosi così il rischio che l'amministratore condiviso, al fine di avvantaggiare Gamma, faccia in modo che Alfa compia un'operazione poco conveniente. In tal caso, non opererebbe l'esenzione dall'applicazione della disciplina OPC ai sensi dell'art. 14, comma 2 del Regolamento, in quanto Gamma potrebbe avvantaggiarsi col compimento dell'operazione e Alfa sarebbe dunque tenuta a osservare le cautele previste nel Regolamento al fine di evitare che l'operazione venga posta in essere per il solo beneficio di Gamma.

Altro esempio, questa volta più concreto, è l'operazione tra Parmalat e Lactalis American Group, entrambe controllate indirettamente dalla francese Lactalis. In quel caso, il Tribunale di Parma ha rilevato che Parmalat era soggetta ad attività di direzione e coordinamento del gruppo Lactalis (in specie di BSA Finances) sin dal 6 ottobre 2011 quando, a seguito dell'OPA indiretta da parte di Lactalis, Parmalat aveva aderito al sistema di tesoreria accentrata (c.d. *cash pooling*) del gruppo Lactalis. Tuttavia, il CdA di Parmalat ha confermato la sussistenza della direzione e coordinamento solo il 31 luglio 2012 (immediatamente dopo l'avvio del procedimento *ex art. 2409 c.c.* scaturito dalla denuncia di un fondo azionista di minoranza di Parmalat). La mancata dichiarazione ha permesso a Parmalat di non applicare all'operazione di acquisizione, tra l'altro: (a) l'art. 37 Regolamento Consob n. 16191 del 2007 (Regolamento Mercati), anche ai fini della valutazione di indipendenza degli amministratori, nel caso di specie da effettuare alla stregua degli artt. 3.C.1. e 3.C.2. del Codice di Autodisciplina di Borsa Italiana, cui Parmalat ha dichiarato di aderire ai sensi dell'art. 123-*bis* comma 2 del TUF; e (b) le disposizioni statutarie, e in particolare l'art. 12 in tema di indipendenza degli amministratori e l'art. 15 in materia di direzione e coordinamento da parte di soggetti terzi tale da determinare un potenziale conflitto di interessi in capo agli amministratori.

conflitto di interessi idonea ad escludere la disapplicazione delle norme regolamentari.

Nelle descritte ipotesi, ciò che determina la sussistenza di un interesse significativo non è tanto la condivisione degli amministratori tra le varie società – che semmai aggrava un problema già esistente – ma la relazione di gruppo tra esse intercorrente.

(ii) L'interesse significativo di natura contrattuale: relazioni commerciali e patti parasociali

(a) le relazioni di natura commerciale

Si ponga ora il caso di alcune società (le stesse Alfa, Beta e Gamma dell'ipotesi di cui al punto (i) che precede) legate tra loro da relazioni commerciali. Alfa è la società quotata che controlla Beta detenendo la maggioranza del suo capitale sociale. Inoltre, Alfa è il principale *partner* commerciale di Beta, avendo stipulato con la stessa un contratto con cui si obbliga ad acquistare il 90% dell'energia prodotta annualmente da Beta. Gamma è una società interessata all'acquisto di energia. L'amministratore delegato di Gamma è un parente stretto di uno dei soci di controllo (o dell'amministratore delegato) di Alfa, pertanto, Alfa e Gamma sono parti correlate ai sensi del Regolamento.

Alfa, influenzata dal proprio rapporto con Gamma, cessa di acquistare la maggior parte dell'energia da Beta, stipulando dunque con quest'ultima un nuovo contratto con cui si obbliga ad acquistare solo il 50% dell'energia prodotta annualmente da Beta. Contestualmente Gamma propone a beta di acquistare parte dell'energia prodotta dalla stessa a un prezzo molto inferiore a quello pagato in precedenza da Alfa.

In tale ipotesi, non vi è relazione di gruppo tra Gamma e Beta, ma solo un rapporto di natura contrattuale e commerciale. Ciononostante, Gamma ha un "interesse significativo" in Beta in quanto interessata ad acquistare l'energia prodotta dalla stessa. L'operazione posta in essere da Alfa è influenzata da Gamma, parte correlata, ed è poco conveniente per la stessa Alfa.

(b) patti parasociali

Si ponga ora il caso di un'operazione influenzata dalla sussistenza di un patto parasociale.

Alfa è una società quotata che si occupa dell'acquisto di energia da varie società produttrici. Beta è una società produttrice di energia controllata al 40% da Alfa. Alfa e Beta sono vincolate da un contratto di esclusiva ai sensi del quale Alfa non può acquistare l'energia da soggetti diversi da Beta.

Alcuni soci di Alfa – detentori della maggioranza del capitale sociale della stessa (il “Gruppo di Controllo”) – detengono congiuntamente il 30% del capitale sociale di Gamma, anch’essa società produttrice di energia elettrica (Gamma è pertanto una parte correlata di Alfa ai sensi del Regolamento).

I soci rappresentanti congiuntamente il 70% del capitale sociale di Gamma, detengono congiuntamente il restante 60% di Beta (tali soci vengono qui identificati come i “Pattisti”).

I Pattisti stipulano un patto parasociale, concernente le proprie partecipazioni in Gamma e Beta, ai sensi del quale si impegnano ad avallare (a) la cessazione del rapporto di esclusiva tra Beta e Alfa; e, conseguentemente (b) la stipula di un contratto di compravendita di energia tra Alfa e Gamma a condizioni di mercato poco convenienti per la stessa Alfa, specialmente se confrontate a quelle offerte da Beta.

In tal caso, l’operazione posta in essere tra Alfa e Beta è influenzata da una parte correlata di Alfa (*i.e.* la società Gamma) e, pertanto, sussistendo un “interesse significativo” di Gamma nei confronti di Beta (per via del patto parasociale che lega i soci detentori di partecipazioni sia in Gamma che in Beta), non può applicarsi l’esenzione di cui all’art. 14, comma 2, Regolamento. Alfa, prima di cessare il proprio rapporto di esclusiva con Beta, dovrà attivare la procedura OPC prevista dal Regolamento.

2.5.2 Significatività dell’interesse, amministratori condivisi ed il c.d. divieto di interlocking directorship di cui all’art. 36 del Decreto Legge Salva Italia

L’inciso finale dell’art. 14, comma 2 del Regolamento dispone che “[n]on si considerano interessi significativi quelli derivanti dalla mera condivisione di uno o più amministratori o di altri dirigenti con responsabilità strategiche tra la società e le società controllate o collegate”.

Da una lettura attenta della norma in parola, sembra si possa concludere che l’ipotesi di cui al secondo inciso dell’art. 14, comma 2, costituisca un caso affatto diverso da quello contemplato nel primo inciso della stessa norma. Il secondo inciso considera infatti i rapporti diretti tra emittente e controllata ai fini dell’individuazione dell’interesse significativo e, in ultimo, della disapplicazione della disciplina regolamentare. Ciò salvo non si voglia sostenere una diversa interpretazione, e cioè che l’interesse significativo è quello del terzo soggetto (Gamma), parte correlata dell’emittente (Alfa), con riferimento alla presenza dello stesso amministratore tra Alfa e la sua controllata (Beta) con la quale viene conclusa l’operazione. A parere di chi

scrive, una simile interpretazione non può essere accolta in quanto non si riesce ad individuare, in concreto, come il terzo soggetto Gamma possa essere interessato al (e dunque trarre un beneficio dal) fatto che Alfa e Beta condividano lo stesso amministratore. Se il regolatore avesse voluto tenere in considerazione il punto di vista del terzo soggetto Gamma, avrebbe forse dovuto precisare che non costituisce interesse significativo la condivisione di amministratori “tra la controllata o collegata e la terza parte correlata alla società emittente, qualora appartenenti allo stesso gruppo” o, al massimo, “tra la società emittente e la terza parte ad essa correlata, qualora facenti parte dello stesso gruppo”.

La formulazione dell'inciso al comma 2 dell'art. 14 del Regolamento lascia intendere che l'interesse significativo qui considerato non tiene conto di un terzo soggetto parte correlata dell'emittente (come invece sembra suggerire la prima parte dell'art. 14, comma 2), ma si limita a specificare che non si configura un interesse significativo quando emittente e controllante condividono gli stessi dirigenti. Ciò in quanto, all'interno di un gruppo, il fenomeno della condivisione di amministratori (c.d. *interlocking directorship*) non solo è frequente ma è anche pacificamente ammesso dal nostro ordinamento¹⁵².

Per altro verso, la norma in discussione sembra voler colpire il fenomeno dell'*interlocking directorship* tra società concorrenti, oggi in parte limitato grazie all'introduzione dell'art. 36 del decreto legge n. 201/2011 (c.d. “Salva Italia”)¹⁵³.

Con circa un anno e mezzo di anticipo rispetto al legislatore, la Consob ha introdotto dunque una norma *anti-interlocking* nel nostro ordinamento, con l'intento di

¹⁵² L'art. 2390 c.c. impone infatti ai soli amministratori di non assumere incarichi di amministrazione o direzione generale in società concorrenti, salvo autorizzazione assembleare. Nessun riferimento v'è dunque per le società non concorrenti o, nel nostro caso, per le società dello stesso gruppo. E, in quest'ultimo caso, non potrebbe essere altrimenti dato che la condivisione di amministratori è una delle modalità tipiche con cui si esercita l'attività di direzione e coordinamento ex artt. 2497 e ss. c.c. Sul tema di particolare impatto è il ritratto proposto da R. SANTAGATA, “*Interlocking directorates* ed «interessi degli amministratori» di società per azioni”, in Riv. Soc. 2009, 311, secondo il quale “*non soltanto si registra in Italia il tasso più elevato di emittenti quotati con interlocking directorates, ma anche il maggior numero di amministratori titolari di incarichi multipli per società [...] Una simile diffusione del cumulo di cariche nei consigli di amministrazione delle società quotate italiane è giustamente ritenuta patologica, in quanto naturale precipitato della struttura familiare di un capitalismo retto su gruppi piramidali, «scatole cinesi» incroci azionari. In un tale contesto, la condivisione di consiglieri costituisce eccellente strumento di rafforzamento dei legami di controllo azionario fondati su partecipazioni reciproche di minoranza, poiché ostacola la sua contendibilità, garantendo coesione all'interno dei gruppi*”.

¹⁵³ La norma introdotta dal governo Monti mira a limitare l'interscambio di amministratori e di personale dirigente tra le società concorrenti operanti nei settori del credito, assicurativo o finanziario e, per certi versi, può essere considerata un'evoluzione del disposto di cui all'art. 2390 c.c., applicabile solo agli amministratori. Per un approfondimento sul tema si vedano i seguenti contributi: ASSONIME, “Divieto del cumulo di incarichi nel settore finanziario”, Circolare n. 2/2012; F. GHEZZI, “La nuova disciplina dei legami personali in Italia” in Mercato Concorrenza Regole, 2, 2012, 199; E. BROLI, “La disciplina del cumulo di incarichi nel mercato finanziario tra cause di incompatibilità e cause di ineleggibilità”, in Banca, Borsa e Tit. Cred., 3, 2013, 331.

limitare i rischi derivanti da una OPC compiuta tra emittente e controllante. Ovviamente la portata delle due disposizioni non può ritenersi del tutto analoga e ciò non solo per i diversi soggetti cui si applicano le due discipline. Infatti, l'effetto peculiare dell'art. 36 del d.l. Salva Italia è quello di comportare la decadenza *ex lege* di quei dirigenti che non abbiano rinunciato spontaneamente a parte dei loro incarichi. Diversamente, il Regolamento Consob, specifica soltanto che l'*interlocking*, se infragruppo, non configurando alcun rischio di estrazione di benefici privati (eventualità peraltro tutta da dimostrare, si pensi al caso in cui all'interno di un gruppo vi siano due società che si occupano dello stesso tipo di attività), non limita la facoltà di disapplicare il Regolamento.

Non può negarsi tuttavia che la Consob, nel predisporre l'art. 14, comma 2, ultimo inciso, abbia effettivamente tenuto conto della struttura e delle esigenze di *governance* di buona parte delle società quotate italiane ed abbia così incentivato l'emanazione di una norma la cui introduzione si discuteva da tempo.

CAPITOLO SECONDO

LA DISCIPLINA DEL REGOLAMENTO CONSOB: MAGGIORI CRITICITÀ ED ALCUNI PROBLEMI INTERPRETATIVI

Sezione 1 - I nuovi obblighi degli amministratori di società “quotate” ai sensi del Regolamento Consob

1.1 Gli obblighi informativi degli amministratori: completezza, adeguatezza e “congruo anticipo” ai sensi degli artt. 7(1)(c) e 8(1) del Regolamento Consob

Una delle direttrici principali del Regolamento Consob è l'aumento degli obblighi informativi gravanti sugli amministratori delegati e, in generale, sui soggetti che sono deputati al compimento di un'operazione, qui da intendersi quale attività comprendente, oltre che la stipula di contratti, anche le trattative ed i negoziati precontrattuali nonché l'esecuzione nelle fasi successive alla stipula.

La struttura base che gli emittenti devono recepire per il compimento di operazioni con parti correlate è quella descritta dagli artt. 7 e 8 del Regolamento, rispettivamente, per le operazioni di minore rilevanza e per quelle di maggiore rilevanza. Come anticipato, rispetto alle operazioni di minore rilevanza, quelle di maggiore rilevanza richiedono un maggior coinvolgimento del comitato di amministratori indipendenti, che si traduce in un incremento degli obblighi informativi a carico dei soggetti che operativamente pongono in essere l'operazione.

Secondo l'art. 7, lett. c) del Regolamento, l'organo competente a deliberare sull'operazione e il comitato di amministratori indipendenti devono ricevere “*con congruo anticipo informazioni complete e adeguate*”. Il medesimo principio, tramite un rinvio all'art. 7, lett. c), è previsto anche dall'art. 8 del Regolamento per le operazioni di maggiore rilevanza. In quest'ultimo caso, considerato il maggior profilo di rischio, il Regolamento prevede anche che il comitato indipendenti o di questo i delegati “*siano coinvolti nella fase delle trattative e nella fase istruttoria attraverso la ricezione di un flusso informativo completo e tempestivo e con la facoltà di richiedere informazioni e di formulare osservazioni agli organi delegati e ai soggetti incaricati della conduzione delle trattative o dell'istruttoria*”.

Le suddette disposizioni vanno peraltro contestualizzate nel già ricco e stratificato paniere di norme riguardanti la circolazione delle informazioni tra gli organi societari¹⁵⁴.

¹⁵⁴ Il contesto normativo entro cui vanno collocate le nuove disposizioni Consob è principalmente quello scaturito dagli artt. 2380 ss. c.c., nonché, per gli aspetti peculiari delle società quotate in borsa o

È facile immaginare come, all'indomani dell'introduzione della normativa Consob – ed invero anche durante gli anni necessari per portarla a compimento – la dottrina si sia ampiamente interrogata sulla natura e sulla portata delle suddette disposizioni concernenti gli organi di amministrazione delle società quotate o aperte¹⁵⁵. Benché il Regolamento sia ancora troppo giovane per poter parlare di orientamenti consolidati, sul punto la dottrina pare concorde nel ritenere che (i) per quanto riguarda le operazioni di maggiore rilevanza, la partecipazione degli amministratori indipendenti debba essere limitata alla ricezione di flussi informativi e che, pertanto, l'inciso “*siano coinvolti nelle trattive*” di cui all'art. 8 del Regolamento, non possa essere interpretato come attiva partecipazione ai negoziati se non, tutt'al più, in via indiretta tramite indicazioni indirizzate agli amministratori delegati; (ii) il flusso informativo destinato agli indipendenti debba essere continuo ed idoneo a metterli nelle condizioni di valutare la correttezza sostanziale e procedurale dell'operazione¹⁵⁶. Ciò che rimane da indagare sono dunque le caratteristiche e le modalità con cui le informazioni devono essere presentate al (o pretese dal) comitato indipendenti.

1.1.1 L'obbligo di fornire agli amministratori indipendenti un'informazione “completa” ed “adeguata”

La formula utilizzata dalla Consob nel Regolamento – coinvolgimento degli indipendenti nella fase istruttoria e delle trattative – consente molteplici momenti di valutazione della qualità dell'informazione ricevuta dagli indipendenti.

con azioni diffuse, dalle norme del TUF e da alcune disposizioni del TUB per gli istituti di credito. È evidente che i nuovi obblighi informativi gravanti sugli amministratori delegati altro non sono che specificazioni dei principi sull'amministrazione delegata di cui all'art. 2381 c.c., da ciò la piena applicabilità della disciplina civilistica citata.

¹⁵⁵ Ancor prima dell'inizio dei lavori per l'emanazione del Regolamento, si vedano le considerazioni di L. BONZANINI - A. MARTELLONI, “Le operazioni con «parti correlate» di società «aperte»”, in *Le Società*, 8, 2005, 950. Durante i lavori in Consob, in particolare, M. MIOLA, “Le operazioni con parti correlate”, in “Amministrazione e controllo nel diritto delle società”, liber amicorum A. Piras, Torino, 2010, 650, il quale rileva come il lavoro della Consob determini una “*evoluzione del ruolo attribuito all'organo amministrativo*”. Successivamente all'emanazione del Regolamento, si vedano le riflessioni di S. ESPOSITO, “Le operazioni con parti correlate: regole sulla trasparenza e sul governo societario”, in *Riv. Dir. Comm.*, 2010, I, 884; A. BUSANI, “Assemblee 2011: passivity rule, parti correlate e Dshr”, in *Le Società*, 2011, 1, 65; C. MACRÌ, “*Note minime su interessi degli amministratori e rapporti con parti correlate*” reperibile su www.dircomm.it, 2012.

¹⁵⁶ Su tali punti si veda, per la completezza, D. REGOLI, “L'informazione delle e sulle operazioni con parti correlate”, in “Le operazioni con parti correlate. Atti del Convegno presso Università Cattolica del Sacro Cuore, Piacenza”, 2011, 142, secondo il quale i componenti del comitato indipendenti sono chiamati “*non solo a svolgere un'attività di mero scrutinio di quanto predisposto dal management, ma altresì [...] tenuti ad instaurare un rapporto dialettico con il management, prima, e con il plenum del consiliare, poi [...]*”. Più specificamente sul punto sub (ii), sembra non sposare la tesi dell'informazione continua P. GIUDICI, “Neo-quotate, piccole quotate e società con azioni diffuse: lo speciale regime per le operazioni con parti correlate”, in *Le Società* 7, 2010, 871, secondo cui “*i flussi informativi verso il comitato operazioni con parti correlate possono essere concentrati nel momento in cui al comitato si chiede il parere*”.

In primo luogo, le informazioni condivise dagli amministratori delegati devono rivestire il carattere della “completezza”. Bisogna dunque chiedersi quando un determinato *set* informativo può definirsi completo. È plausibile che con tale aggettivo ci si riferisca a tutte le componenti dell’operazione, intese in termini meramente enunciativi (controparti, oggetto, corrispettivo, effetti e così via)¹⁵⁷. Sotto questo punto di vista, si ritiene che le informazioni fornite a livello endoconsiliare debbano quantomeno rispettare i requisiti minimi previsti per l’informativa al mercato sulle operazioni di maggiore rilevanza ai sensi dell’art. 5 del Regolamento, il quale rinvia alle informazioni descritte nell’Allegato 4 del Regolamento.

Ulteriore requisito è la “adeguatezza” delle informazioni fornite. Il punto è particolarmente delicato in quanto già affrontato in dottrina in relazione all’adeguatezza delle informazioni fornite dal presidente al CdA al momento della convocazione dell’adunanza consiliare *ex art.* 2381, comma 1, c.c.. In quella sede, vari autori hanno concluso che l’adeguatezza delle informazioni non è un requisito predeterminabile – dipendendo ovviamente dalle caratteristiche dell’operazione stessa – ma solo un parametro relativo di valutazione della responsabilità del presidente nello svolgimento dei suoi compiti istituzionali¹⁵⁸. Le medesime considerazioni valgono riguardo all’informazione che deve essere fornita dagli amministratori delegati al comitato indipendenti ai sensi del Regolamento, rivestendo il requisito dell’adeguatezza, anche in tal caso, un parametro del tutto generico e adattabile alle circostanze del caso di specie¹⁵⁹.

¹⁵⁷ Tesi confermata da D. REGOLI, “L’informazione delle e sulle operazioni con parti correlate”, in “Le operazioni con parti correlate. Atti del Convegno presso Università Cattolica del Sacro Cuore, Piacenza”, 2011, 147.

¹⁵⁸ Si vedano, in tal senso, G. MERUZZI, “Il dovere degli amministratori di agire in modo informato e l’organizzazione interna della società per azioni”, in “Le clausole generali nel diritto societario” a cura di G. MERUZZI e G. TANTINI, nel Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell’economia diretto da F. GALGANO, 106, secondo la disposizione di cui all’art. 2381, comma 1, c.c., facendo riferimento all’adeguatezza delle informazioni, è qualificabile come “norma a contenuto indeterminato, in relazione alla quale l’adeguatezza delle informazioni fornite dal presidente, rispetto alle decisioni che devono essere assunte dall’organo amministrativo, costituisce il criterio di esigibilità dello sforzo da questi dovuto nell’adempimento dell’obbligazione e, quindi, il parametro di valutazione della sua condotta *ex art.* 1218 c.c.”; dello stesso avviso anche G.M. ZAMPERETTI, “Il dovere di informazione degli amministratori nella governance delle società per azioni”, Giuffrè, 2005, 148, nonché P. SANFILIPPO, “Il presidente del consiglio di amministrazione nelle società per azioni” in “Il Nuovo Diritto delle Società”, liber amicorum G. Campobasso, II, Torino, 2006, 469, secondo il quale la norma *de qua* introduce “un obbligo specifico di comportamento del presidente, fonte di responsabilità in caso di inadempimento”.

¹⁵⁹ Per limitare i casi di disinformazione degli organi non esecutivi, un autore ha proposto di rendere l’amministratore delegato responsabile per la correttezza dei flussi informativi (si veda D. REGOLI, “L’informazione delle e sulle operazioni con parti correlate”, in “Le operazioni con parti correlate. Atti del Convegno presso Università Cattolica del Sacro Cuore, Piacenza”, 2011, 147). L’autore antepone la responsabilità dell’amministratore delegato o del direttore generale a quella – tipicamente riscontrabile nelle procedure OPC adottate dagli emittenti – del responsabile della funzione di controllo interno, in

Volendo muovere pochi passi da tali corrette considerazioni, si può in questa sede aggiungere che l'adeguatezza informativa deve riferirsi all'utilità oggettiva che il comitato indipendenti e l'organo deliberante trarranno da quella informazione, ai fini delle valutazioni da compiersi nel merito sugli effetti della deliberazione, secondo una ragionevole previsione *ex ante*.

La distinzione tra la "adeguatezza" e la "completezza" dell'informazione, trova probabilmente fondamento nel fatto che solo la prima caratterizza qualitativamente l'informazione, in quanto produrre un'informativa dotata della sola *completezza* significherebbe trasmettere una serie di dati "vuoti" e potenzialmente di difficile interpretazione per quei consiglieri che non hanno preso parte alla negoziazione dell'operazione.

Posto tutto quanto sopra, tentando una schematizzazione, di certo utile quando si deve gestire una simile mole di informazioni, si possono distinguere le seguenti categorie:

- (i) *informazioni relative alle caratteristiche dell'operazione*: si tratta delle informazioni di base sull'operazione da deliberare, concernenti (a) le motivazioni economiche dell'operazione, ossia per quale ragione la società ha convenienza ad intraprendere una determinata operazione; (b) le modalità con cui l'operazione verrà posta in essere (ad esempio la tipologia di contratti che verranno stipulati con le controparti correlate); (c) la tempistica dell'operazione e delle sue

quanto tali soggetti ricevono le informazioni necessarie quando l'operazione è già in una fase avanzata.. Invero, una simile soluzione, benché non espressamente prevista dal Regolamento, è comunque ricavabile dall'interpretazione della normativa codicistica. Infatti, benché nella maggior parte dei casi le informazioni raggiungano il comitato indipendenti per il tramite del responsabile per il controllo interno e, dunque, questi possa essere ritenuto il diretto responsabile per la mancata o ritardata informazione, è pur vero che l'art. 2392, comma 3, c.c., dispone che l'amministratore esente da colpa non può essere ritenuto solidalmente responsabile qualora faccia annotare il suo dissenso nel libro delle adunanze e delle deliberazioni consiliari e informi immediatamente per iscritto il presidente del collegio sindacale. Denunciando immediatamente la carenza informativa o il ritardo degli amministratori delegati nel fornire le informazioni necessarie, l'amministratore responsabile per la funzione di controllo interno potrebbe comunque andare esente da responsabilità. Peraltro, e lo stesso autore non manca di rilevarlo, la previsione di una responsabilità in capo agli organi amministrativi non esecutivi (ed in specie a quegli amministratori delegati alle funzioni di controllo interno) per la mancata informazione al comitato indipendenti, non risolve la situazione di asimmetria informativa in seno al consiglio in quanto gli amministratori esecutivi, essendo disinformati *ab origine*, non potrebbero comunque incentivare il flusso informativo a favore degli amministratori indipendenti. Una ulteriore possibile soluzione, per aggirare in qualche modo il problema della responsabilità, potrebbe essere quella suggerita da P. CONAC, "Director's Duties in Groups of Companies - Legalizing the interest of the Group at the European Level", in ECFR 2013, 225, secondo il quale, nel contesto di una riforma europea sulle opv potrebbero essere incrementati i diritti di informativa endosocietaria "*through the appointment of an expert by courts, could also be established or strengthened, as suggested by the Forum Europaeum*".

eventuali fasi (*term sheet*, contratti preliminari, eventuali garanzie e contratti successivi alla stipula del contratto principale); (d) i termini economici dell'operazione (non solo il corrispettivo da pagare per un determinato servizio o bene e le modalità con cui lo stesso è stato calcolato ma anche tutti i costi accessori, ad esempio quelli connessi al rilascio di garanzie o quelli relativi alle procedure da attivare presso autorità quali Consob, Banca d'Italia, Antitrust etc. o ancora, i costi fiscali connessi all'operazione che spesso rappresentano un dato determinante);

- (ii) *informazioni relative alle parti correlate coinvolte*: tale pacchetto informativo mira ad identificare la o le parti correlate coinvolte nell'operazione. Dovranno essere specificati i rapporti che legano la società, i suoi soci o i suoi amministratori alle parti correlate coinvolte, nonché chiarire che vantaggio potrebbero trarre le parti correlate dall'operazione. Infine andrà specificato il motivo per cui il rapporto di correlazione non influenza l'operazione o comunque non determina un danno per la società;
- (iii) *valutazione circa la conformità dell'operazione alle condizioni di mercato*: gli amministratori delegati dovranno specificare se l'operazione da deliberare rientra nei parametri medi di mercato per quella tipologia di operazione, prendendo in considerazione eventuali operazioni simili poste in essere dalla società nonché le peculiarità dell'operazione in oggetto;
- (iv) *informazioni relative agli effetti dell'operazione (valutazione ex ante)*: l'informativa agli amministratori indipendenti e al CdA dovrà contenere una valutazione *ex ante* sui probabili effetti dell'operazione sulla società. Tale valutazione dovrà essere accompagnata da modelli valutativi chiari e comprensibili a tutti gli amministratori¹⁶⁰.

Tutte le informazioni di cui sopra possono essere fornite con l'ausilio di esperti esterni alla società (consulenti finanziari, fiscali, legali). In tal caso sarebbe opportuno specificare i costi di tali consulenti oltre che eventuali rapporti tra gli stessi e la società, ciò al fine di evitare che eventuali consulenti "conniventi" con il *management* possano avallare operazioni che in realtà non sono convenienti per la società. Quest'ultimo è stato uno dei rilievi contestati dal Tribunale nel caso Parmalat-Lactalis in cui

¹⁶⁰ In particolare, a parere di chi scrive, la pratica di predisporre una serie di *slides* che descrivono l'operazione in termini meramente generici non si ritiene sufficiente ad informare adeguatamente gli amministratori.

Mediobanca, pur avendo in precedenza finanziato parte dell'OPA lanciata da Sofil (controllata di Lactalis) su Parmalat (OPA che ha portato Parmalat sotto il controllo di Lactalis), agiva quale consulente finanziario indipendente di Parmalat ai sensi del combinato disposto degli artt. 8, comma 1 e 7, comma 1, lett. b) del Regolamento (a seguito dell'investitura ricevuta da parte del comitato di amministratori indipendenti della stessa Parmalat) nell'operazione di acquisizione di Lactalis American Group (società del gruppo Lactalis), spingendo Parmalat a concludere l'acquisizione al fine di ottenere da Lactalis (che avrebbe ricevuto il prezzo di acquisto) il rimborso del prestito erogato per finanziare l'OPA¹⁶¹. Il Tribunale di Parma ha chiarito che Mediobanca, nel rilasciare la *fairness opinion* sul prezzo dell'acquisizione, ha avallato le richieste del venditore Lactalis piuttosto che tutelare il proprio cliente Parmalat¹⁶². Inoltre, è stato chiarito come vi siano state delle irregolarità anche nel processo di selezione di Mediobanca quale consulente finanziario di Parmalat. Infatti, il prezzo offerto da Mediobanca per la sua prestazione era esageratamente basso, tanto da risultare anomalo e, ovviamente, più conveniente (almeno sulla carta) di quanto offerto dai concorrenti HSBC e Rothschild (che avevano peraltro già presentato le proprie offerte quando Mediobanca si è fatta avanti). Allo stesso modo, anche se con profili diversi dal punto di vista del conflitto di interessi, irregolare è stata ritenuta anche la scelta (o perlomeno le modalità della stessa) dello studio legale che ha assistito Parmalat nell'acquisizione di LAG. Lo studio legale designato era infatti parte correlata di Parmalat, considerato che uno dei soci di detto studio era anche consigliere di Parmalat. Tuttavia, non risulta che sia stata applicata la procedura opc per le operazioni di minore rilevanza, come sarebbe stato prescritto dal Regolamento.

¹⁶¹ In quel contesto, la Consob ha rilevato che “nella “*fairness opinion*” redatta da Mediobanca per il comitato indipendenti «non si ravvisano elementi valutativi autonomi adeguati a sostenere l'interesse della società al compimento dell'operazione, ma si fa riferimento in maniera preponderante alle valutazioni dello stesso cda di Parmalat e al business plan redatto dal management di Bsa.”.

¹⁶² Secondo il Trib. Parma, decreto del 28 marzo 2013, gli organi di Parmalat, nel selezionare l'esperto indipendente, “hanno infatti espressamente considerato i rapporti esistenti e a loro noti tra Mediobanca e il Gruppo Lactalis, salvo poi ritenerli ininfluenti, anche sulla scorta di una sorta di affidamento ingenerato dalla mancanza di contestazioni sul punto da parte di Consob in occasione dell'adesione al cd. *cash pooling*.”. Tuttavia, lo stesso Tribunale, in un passaggio successivo del decreto, rileva che “Né appare condivisibile il fatto che gli amministratori di Parmalat S.p.A. abbiano reputato sufficiente la verifica già espletata in occasione dell'incarico relativo all'adesione al sistema di tesoreria accentrato del Gruppo Lactalis, in ragione del fatto che non erano emersi nel frattempo elementi modificativi della posizione della banca. L'acquisizione si differenziava, infatti, profondamente dal cd. *cash pooling*, sol che si consideri che quest'ultimo non comportava un definitivo passaggio di liquidità da Parmalat S.p.A. alla controllante B.S.A. S.A., e, di conseguenza, era plausibile ritenere non influente la circostanza per cui Mediobanca partecipava al finanziamento stipulato in data 25 aprile 2011 dalla stessa B.S.A. per 420 milioni di euro circa sui complessivi 6,7 miliardi di euro circa, tenuto anche conto del fatto che, secondo quanto esposto proprio dalle difese degli amministratori, vigeva un espresso divieto per B.S.A. Finances di utilizzare la liquidità conferita da Parmalat S.p.A. nella tesoreria accentrata per il rimborso di tale prestito.”.

Peraltro, il Tribunale non ha mancato di rilevare come il medesimo studio in passato avesse assistito Lactalis in relazione all'OPA su Parmalat, ponendosi quindi in una posizione di conflitto di interessi nei confronti della stessa Parmalat (o quantomeno di possibile "cattura" ad opera di Lactalis) nel contesto dell'acquisizione di LAG¹⁶³.

1.1.2 L'indeterminatezza del concetto di "congruo anticipo"

A maggior garanzia della correttezza dell'operazione, il Regolamento impone agli amministratori delegati di fornire all'organo deliberante ed al comitato indipendenti le informazioni necessarie "con congruo anticipo". L'esegesi di tale locuzione crea non pochi problemi. Ci si chiede, in primo luogo, rispetto a cosa tale anticipo debba essere considerato. Infatti, se sembra ovvio sostenere che l'informazione al CdA debba giungere con congruo anticipo rispetto all'adunanza assembleare che avrà ad oggetto la deliberazione sull'operazione, non è altrettanto ovvio come debba essere computato il termine anticipato rispetto alla funzione svolta dal comitato indipendenti. Essendo il parere del comitato indipendenti propedeutico alla deliberazione del CdA sull'operazione – specialmente per le operazioni di maggiore rilevanza dove tale parere è vincolante – è plausibile che il comitato indipendenti si riunisca prima dell'organo deliberante, di conseguenza l'informazione dovrebbe raggiungere prima tale comitato e successivamente l'interenza del CdA o, nella migliore delle ipotesi, la stessa informazione dovrebbe essere anticipata nello stesso "congruo termine" anche al CdA.

A conferma di quanto sopra, secondo parte della dottrina, il "congruo anticipo" con riferimento all'informazione al comitato indipendenti va misurato con riferimento alla data di riunione di tale comitato per la formulazione del parere, e non alla data in cui si riunirà l'organo deliberante per approvare l'operazione¹⁶⁴. L'osservazione pare

¹⁶³ Secondo il Trib. Parma, decreto del 28 marzo 2013, "non può sottacersi il fatto che lo studio D.U. - F.G. - B. prestò assistenza al Gruppo Lactalis in occasione dell'offerta di acquisto avente per oggetto Parmalat, il che di per sé rendeva senz'altro assai opportuno motivare compiutamente sull'effettiva indipendenza dello stesso rispetto a un'operazione posta in essere con il medesimo gruppo francese."

¹⁶⁴ In tal senso si esprime D. REGOLI, "L'informazione delle e sulle operazioni con parti correlate" in Le operazioni con parti correlate, atti del convegno presso Università Cattolica del Sacro Cuore Piacenza, 19 novembre 2010. Seppure, nella prassi, alcune procedure calcolano il congruo anticipo rispetto alla riunione del CdA e non rispetto a quella del comitato OPC. Ad esempio, le procedure di Atlantia S.p.A., nell'ultima versione disponibile al febbraio 2014, prevedono che "I componenti [del comitato OPC] devono ricevere con congruo anticipo rispetto alla data fissata per l'esame dell'operazione, da parte dell'Organo competente (n.d.r.: il CdA o un eventuale comitato a ciò preposto nelle operazioni di minore rilevanza), complete e adeguate informazioni in merito all'operazione". Secondo ASSONIME (Circolare n. 38/2010) "il Regolamento correttamente fissa solo i principi, lasciando alla libertà delle procedure la definizione di tali profili: non sono infatti specificati né il soggetto che fornisce le informazioni complete e adeguate né le modalità attraverso le quali le stesse debbano essere fornite". Ma una simile mancanza potrebbe avere conseguenze reali, dovute all'elusione del "congruo anticipo" e alla neutralizzazione del parere degli indipendenti, che non avrebbero abbastanza tempo per analizzare l'operazione. Il che sarebbe anche confermato dai dati (ASSONIME – EMITTENTI TITOLI S.P.A., "La

condivisibile, soprattutto se si considera la conseguenza logica “parere-decisione”, nonostante la formulazione letterale di cui all’art. 7, lett. c), del Regolamento faccia riferimento prima all’organo deliberante e poi al comitato indipendenti come soggetti destinatari dell’informazione.

Adottando una simile impostazione si incorre tuttavia in un problema ulteriore, ossia come individuare la data in cui il comitato indipendenti si riunirà per formulare il parere sull’operazione. Infatti, salvi i casi in cui le riunioni dei comitati endoconsiliari siano predeterminate all’inizio di ciascun esercizio a mezzo di apposito calendario¹⁶⁵, il “congruo anticipo” dovrà essere considerato di volta in volta in base alla data fissata dal Presidente del comitato OPC per la riunione convocata ai fini del rilascio del parere¹⁶⁶. Tuttavia, qualora le procedure interne imponessero al comitato indipendenti un termine ultimo entro cui produrre il parere, il computo del *dies ad quem* potrebbe prendere in considerazione tale data¹⁶⁷.

Ulteriore tema è quello del *dies a quo* da cui far decorrere i termini per comunicare le informazioni. Infatti, benché non sia previsto, dal codice civile o dal TUF, un termine fisso entro cui fornire l’informazione¹⁶⁸ e la Consob non abbia

Corporate Governance in Italia: autodisciplina e operazioni con parti correlate”, febbraio 2012, 139) secondo cui “*i pareri sono spesso assai sintetici, consistendo sostanzialmente in una presa d’atto del dossier informativo ricevuto e delle regole procedurali, visti i quali il parere è favorevole, generalmente senza ulteriori qualificazioni.*”.

¹⁶⁵ Metodo adottato, ad esempio, da Assicurazioni Generali S.p.A. come è possibile leggere dalle informazioni disponibili sul sito istituzionale.

¹⁶⁶ Ciò ferma restando l’informativa periodica che viene disposta a favore del comitato parti correlate da alcune procedure. È il caso di UnipolSai Assicurazioni S.p.A. che, nella sua procedura OPC aggiornata al 6 agosto 2015, prevede che “Il Comitato riceve dalla Funzione Preposta, secondo le specifiche contenute nella Guida Operativa, le medesime informative rivolte al Consiglio di Amministrazione, nonché: (i) un’informativa annuale sull’aggiornamento del Registro delle Parti Correlate e (ii) un’informativa semestrale sull’aggiornamento del Registro delle Operazioni.” (art. 6.4).

¹⁶⁷ Ad esempio, qualora il presidente del CdA, nel convocare l’adunanza del consiglio avente ad oggetto la deliberazione sull’operazione, disponga che il parere del comitato indipendenti venga fornito al CdA almeno sette giorni prima della data dell’adunanza, gli amministratori delegati potrebbero calcolare il “congruo anticipo” basandosi su tale data.

¹⁶⁸ Salvo eventuali termini specifici previsti dallo statuto, l’art. 2381, comma 1, c.c. non offre conforto in tal senso specificando che il presidente del CdA “*provvede affinché adeguate informazioni sulle materie iscritte all’ordine del giorno vengano fornite a tutti i consiglieri.*”. Nel medesimo senso, seppur con un riferimento al “congruo anticipo”, anche l’art. 1.C.5 del Codice di Autodisciplina (luglio 2015), secondo cui “*Il presidente del consiglio di amministrazione si adopera affinché la documentazione relativa agli argomenti all’ordine del giorno sia portata a conoscenza degli amministratori e dei sindaci con congruo anticipo rispetto alla data della riunione consiliare. Il consiglio fornisce nella relazione sul governo societario informazioni sulla tempestività e completezza dell’informativa pre-consiliare, fornendo indicazioni, tra l’altro, in merito al preavviso ritenuto generalmente congruo per l’invio della documentazione e indicando se tale termine sia stato normalmente rispettato.*”. In dottrina, voci autorevoli hanno sollevato il tema e suggerito, più o meno direttamente, l’introduzione di una norma che fissi un termine per l’informativa preconiliare. Sul punto si veda D. REGOLI, “Poteri di informazione e controllo degli amministratori non esecutivi”, in “Società, Banche e Crisi d’impresa”, liber amicorum P. Abbadessa, Torino, 2014, II, 1130, ove l’autore afferma che “*da tempo si discute sull’opportunità di prevedere – più o meno espressamente – che la documentazione per gli amministratori ai fini del consiglio debba essere fornita entro un certo numero di giorni prima della riunione, magari accompagnata da un executive summary degli amministratori esecutivi, il tutto per consentire agli amministratori di poter arrivare al consiglio più*

predisposto una sanzione per il mancato rispetto di tale termine, sarebbe opportuno collegare la produzione informativa a determinate fasi dell'operazione, eventualmente anche alla sottoscrizione di parte della documentazione¹⁶⁹.

Infine, bisogna considerare che non tutte le operazioni hanno lunghi tempi di preparazione, sussistendo casi in cui l'urgenza non consente di informare prontamente l'intero CdA e il comitato indipendenti. Per questi "casi urgenti" si potrebbe ricorrere alle esclusioni facoltative di cui all'art. 13, comma 6, del Regolamento, ma si tratta comunque di una possibilità che deve essere prevista in via generale nello statuto sociale *ex ante*. Anche ammettendo che tale previsione sia contenuta nello statuto, il Regolamento impone comunque (i) che in caso di operazioni di minore rilevanza – laddove la competenza deliberativa sia del comitato esecutivo o del singolo amministratore delegato – il presidente del CdA venga informato delle ragioni di urgenza prima del compimento dell'operazione; (ii) che la prima assemblea ordinaria successiva al compimento dell'operazione deliberi una sorta di "ratifica" della stessa, seppur con una deliberazione non vincolante e ferma restando l'efficacia dell'operazione stessa¹⁷⁰; (iii) che l'organo che convoca l'assemblea predisponga una relazione contenente un'adeguata motivazione delle ragioni di urgenza. Tale relazione e gli esiti del voto devono inoltre essere messi a disposizione del pubblico (art. 13, comma 6, lett. d) ed e) del Regolamento). I casi di urgenza regolamentati sono dunque l'unica ipotesi in cui gli amministratori delegati possono eludere l'informativa al CdA ed al comitato indipendenti, dovendo tuttavia motivare adeguatamente l'esigenza particolare e rimanendo eventualmente esposti alla revoca della delega e, nei casi più gravi, ad un'azione di responsabilità.

1.2 *Profili di sovrapposizione tra le previsioni del Regolamento Consob e quelle del Codice Civile.*

In particolare: l'obbligo di astensione dell'amministratore delegato e gli obblighi di motivazione

preparati per affrontare temi che possono essere assai complessi anche per persone qualificate."

¹⁶⁹ Una possibile soluzione potrebbe essere quella di imporre gli amministratori delegati di produrre l'informazione in un dato termine successivo alla stipula di lettere di intenti o di appositi *term sheet* contenenti i termini essenziali dell'operazione deliberanda. Lo stesso termine potrebbe essere più o meno ampio a seconda della complessità del documento sottoscritto, favorendo così gli stessi delegati nella formulazione della motivazione idonea a supporto della documentazione firmata. In tal modo il comitato indipendenti potrebbe essere informato costantemente sugli sviluppi dell'operazione senza avere ingerenze dirette nella trattativa.

¹⁷⁰ Il fatto che la deliberazione assembleare non sia vincolante non significa che la stessa serva esclusivamente agli amministratori per evitare una loro eventuale responsabilità. Tale conclusione è da ritenersi errata sulla base del disposto dell'art. 2364, comma 1, n. 5, c.c. secondo il quale, pur in presenza di un'autorizzazione assembleare, permane la responsabilità degli amministratori per gli atti compiuti. Tale principio è valido quando l'autorizzazione è preventiva e, pertanto, dovrebbe a maggior ragione valere quando l'assemblea si esprime solo per ratificare l'operazione.

delle deliberazioni

Come si è detto diffusamente, la nuova regolamentazione sulle operazioni con parti correlate ha implementato l'obbligo degli amministratori promotori dell'operazione di motivare adeguatamente la stessa, in qualche modo per "giustificare" l'esistenza di un interesse proprio o di terzi.

In particolare, l'art. 7, comma 1, lett. e) del Regolamento – applicabile anche alle operazioni di maggiore rilevanza in forza del richiamo di cui all'art. 8, comma 1, del Regolamento – dispone che *"i verbali delle deliberazioni di approvazione rechino adeguata motivazione in merito all'interesse della società al compimento dell'operazione nonché alla convenienza e alla correttezza sostanziale delle relative condizioni"*. Medesimi obblighi sono previsti nel Regolamento Soggetti Collegati per le operazioni poste in essere dagli istituti di credito¹⁷¹.

L'obbligo di motivare le deliberazioni in cui vi sia un interesse "laterale"¹⁷² degli amministratori è sancito dall'art. 2391, comma 2, c.c. secondo cui *"la deliberazione del consiglio di amministrazione deve adeguatamente motivare le ragioni e la convenienza per la società dell'operazione"*¹⁷³. Chiaramente non è detto che l'interesse di cui l'amministratore è portatore sia in conflitto con quello della società, potendo essere semplicemente parallelo (appunto "laterale" come è stato definito dalla dottrina). In tale ultimo caso l'obbligo di motivazione avrà una connotazione meno gravosa e l'adozione della

¹⁷¹ Si veda l'art. 3.2 lett. b), Regolamento Soggetti Collegati.

¹⁷² Il tema, concernente la nuova formulazione dell'art. 2391 c.c. a seguito della riforma del 2003, è stato ampiamente trattato in dottrina. Tra i tanti si vedano, G.M. ZAMPERETTI, "Il «nuovo» conflitto di interessi degli amministratori di s.p.a.: profili sparsi di fattispecie e disciplina", in *Le Società*, 9, 2005, 108; S. AMBROSINI – M. AIELLO, "Società per azioni. Responsabilità degli amministratori", in *Giur. Comm.*, 6, 2010; V. CALANDRA BUONAURA – A. BONAFINI, "Società per azioni. Amministrazione e rappresentanza", in *Giur. Comm.*, 1, 2008; G. CARLINI, "Conflitto di interessi e limitazioni ai poteri degli amministratori nelle società per azioni, nota a Cass. Civ. N. 1525/2006", in *Riv. Notariato*, 2006, 4, 1081; M. DE POLI, "«Interessi» e «conflitto di interessi» degli amministratori nella società per azioni", gennaio 2005, 4, reperibile su www.dirittobancario.it; D. MAFFEIS, "Il conflitto di interessi nel contratto dell'amministratore di società per azioni", commento a Cass., sez. I civile, 26 gennaio 2006, n. 1525, reperibile su www.dirittobancario.it; G. MINERVINI, "Gli interessi degli amministratori di s.p.a.", in *Giur. Comm.*, 2, 2006; P. MUOLO, "Gli interessi degli amministratori e il nuovo art. 2391 cod. civ.", in *Dir. e prat. Soc.*, 2009, 12, 25; P. MONTALENTI, "Il conflitto di interessi nella riforma del diritto societario", in *Riv. Dir. Civ.*, 2, 2004, 243; A. BLANDINI, "Conflitto di interessi ed interessi degli amministratori di società per azioni: prime riflessioni", in *Riv. Dir. Civ.*, 2004, 50, 405; C. MARCHETTI, "Il conflitto d'interessi degli amministratori di società per azioni: i modelli di definizione di un problema in un'analisi economica comparata", in *Giur. Comm.*, 2004, 6, 1229.

¹⁷³ Come rilevato da L. NAZZICONE, commento sub art. 2391, in "Amministrazione e controlli nelle società per azioni", L. NAZZICONE-S. PROVIDENTI, Giuffrè 2010, 232, *"la motivazione, oltre ad esistere, deve essere esauriente e sensata («adeguatamente»), idonea quindi ad illuminare su tutti gli interessi in gioco, a chiarire la ragione che abbia indotto a compiere ugualmente l'operazione, oppure no, ed i vantaggi per la società, nonché i motivi per i quali l'interesse dell'amministratore non abbia interferito con l'assunzione della decisione e il consiglio abbia deciso, nonostante quell'interesse, di adottare la decisione finale"*.

deliberazione sarà meno problematica per il CdA¹⁷⁴.

Sempre a livello di normativa primaria, in materia di gruppi, tra le norme su direzione e coordinamento di società vi è l'art. 2497-ter c.c. secondo cui *“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.”*¹⁷⁵.

Sul punto, la dottrina ha a lungo dibattuto sul rapporto intercorrente tra l'art. 2391 e l'art. 2497-ter c.c., giungendo a conclusioni spesso discordanti. Secondo un primo orientamento, gli obblighi gravanti sull'amministratore ex art. 2391 c.c. non sono applicabili all'amministratore che, in una società diretta e coordinata, debba deliberare un'operazione in qualche modo influenzata dal rapporto di direzione e coordinamento¹⁷⁶; l'orientamento opposto sostiene, al contrario, che l'ambito di applicazione delle due norme sia diverso e, pertanto, gli obblighi di cui all'art. 2391 c.c. siano pacificamente cumulabili con quelli di cui all'art. 2497-ter c.c.¹⁷⁷. Occorre

¹⁷⁴ Come correttamente rilevato da M. DE POLI, ““Interessi” e “conflitto di interessi” degli amministratori nella società per azioni”, gennaio 2005, 4, reperibile su www.dirittobancario.it: *“L'adeguatezza della motivazione verrà misurata in funzione del tasso di coinvolgimento dell'interesse dell'amministratore nell'operazione, e sarà ovviamente massima quando l'interesse di questi sarà configgente con quello della società”*.

¹⁷⁵ Come è stato precisato, le decisioni soggette a motivazioni sono quelle attraverso le quali si esplica la politica unitaria del gruppo che possono dunque condurre alla responsabilità della *holding*, inoltre, la motivazione dovrà concretamente dimostrare la sussistenza di vantaggi compensativi e, qualora questi siano solo futuri o prevedibili, dovrà indicare anche le tempistiche (si veda, per tali profili, R. PENNISI, “La disciplina delle società soggette a direzione unitaria ed il recesso nei gruppi”, in “Il Nuovo Diritto delle Società”, liber amicorum G. Campobasso, Torino, 2006).

¹⁷⁶ Per tale tesi si vedano, in particolare, F. GALGANO, “Le nuove società di capitali e cooperative” in Il Nuovo Diritto Societario, nel Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia diretto da F. GALGANO, 2006, 182; R. PENNISI, “La disciplina delle società soggette a direzione unitaria ed il recesso nei gruppi”, in “Il Nuovo Diritto delle Società”, liber amicorum G. Campobasso, Torino, 2006; su posizioni meno drastiche, anche se sotto il profilo specifico dell'obbligo di astensione dell'amministratore delegato, V. CARIELLO, “Amministrazione delegata di società per azioni e disciplina degli interessi degli amministratori nell'attività di direzione e coordinamento di società”, in Riv. Dir. Priv., 2, 2005, 387 ss, secondo il quale è da escludersi *“un obbligo di astensione e di rimessione al consiglio di amministrazione delegato tanto di società diretta e coordinata, quanto di società che dirige e coordina, il quale, all'atto di decidere e compiere una determinata operazione, persegua l'interesse della società gestita avendo presenti le concrete dinamiche e sinergie complessive di gruppo”*.

¹⁷⁷ Per la tesi dell'applicabilità si vedano V. MELI, “La disciplina degli interessi degli amministratori di s.p.a. tra nuovo sistema e vecchi problemi”, in AGE, 1, 2003, 163; A. BLANDINI, “Conflitto di interessi e interessi degli amministratori: prime riflessioni”, in Riv. Dir. Civ., 2004, II, 417; U. TOMBARI, “Riforma del diritto societario e gruppi di imprese”, in Il nuovo diritto delle società di capitali e delle società cooperative, a cura di M. RESCIGNO e A. SCIARRONE ALIBRANDI, Giuffrè 2004, 182 ss; M. VENTORUZZO, Articolo 2391, in “Commentario alla riforma delle società”, Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari (diretto da), Milano, 2005, 427. Dello stesso avviso sembra anche D. MAFFEIS, “Il conflitto di interessi nel contratto dell'amministratore di società per azioni”, commento a Cass., sez. I civile, 26 gennaio 2006, n. 1525, reperibile su www.dirittobancario.it, secondo il quale *“La previsione dell'obbligo dell'amministratore delegato interessato di astenersi dal compimento dell'operazione è sanzionata esclusivamente sul piano della responsabilità, nel senso che la mancata astensione integra una “omissione” che, giusta la previsione del comma 3 dell'art. 2391, lo espone al risarcimento del danno. L'annullabilità del contratto, invece, costituisce un profilo che l'art. 2391 non disciplina, sicché essa resta disciplinata dall'art. 1394 cod. civ., con la conseguenza che il contratto è annullabile se contrario all'interesse della società per l'incidenza di un interesse in conflitto, se il terzo contraente conosceva o poteva*

comunque rilevare che tra le tesi qui riportate si colloca una nutrita serie di posizioni intermedie¹⁷⁸.

Per ciò che concerne il rapporto tra le disposizioni codicistiche citate e quelle regolamentari disciplinanti l'obbligo di motivazione "aggravato" delle operazioni con parti correlate, va in primo luogo rilevato che le prime hanno rango gerarchicamente superiore e, pertanto, laddove contrastanti con quelle regolamentari, prevalgono in ogni caso. In secondo luogo, per comprendere come si articolino i vari obblighi in capo agli amministratori, occorre operare alcune distinzioni.

Si considerano qui di seguito i casi in cui l'operazione debba essere deliberata da società non sottoposta a direzione e coordinamento, non applicandosi dunque l'art. 2497-ter c.c.:

- (i) *operazione di minore rilevanza in cui un amministratore non delegato abbia un interesse proprio o di terzi*: per prima cosa, l'amministratore interessato dovrà comunicare agli altri amministratori ed al collegio sindacale la sussistenza di un interesse "laterale" (art. 2391, comma 1, c.c.); successivamente, l'organo deliberante – che nelle opC di minore rilevanza può anche non essere il CdA nella sua interezza – acquisito il parere degli amministratori indipendenti (art. 7, comma 1, lett. a), potrà deliberare sull'operazione motivando adeguatamente¹⁷⁹ (a) la sussistenza

riconoscere che un interesse in conflitto con quello della società incide sul contratto."; P. MONTALENTI, "Le operazioni con parti correlate: questioni sistematiche e problemi applicativi", in Riv. Dir. Comm. 1, 2015, 67, con opinione articolata in base all'interesse di cui l'amministratore della società eterodiretta si fa portatore e con risoluzione finale del problema nei seguenti termini (p. 69) "(i) tra le norme considerate non esiste un rapporto di genere a specie; (ii) l'applicazione congiunta può essere totale o parziale secondo la "geometria variabile" delle fattispecie concrete; (iii) la motivazione della «convenienza e correttezza sostanziale delle condizioni» (art. 8, lett b) Reg.), delle «ragioni e (del)la convenienza per la società» (art. 2391), delle «ragioni e degli interessi la cui valutazione incide sulla decisione» (art. 2497-ter) possono anche parzialmente coincidere, fermo restando però, come sopra precisato, che le tre sub-fattispecie non sono equivalenti."

¹⁷⁸ Le due tesi qui proposte sono, per così dire, gli estremi. Come correttamente rilevato da V. CARELLO, "Amministrazione delegata di società per azioni e disciplina degli interessi degli amministratori nell'attività di direzione e coordinamento di società", in Riv. Dir. Priv., 2, 2005, 397, "l'esito del riscontro di applicabilità [dell'art. 2391 c.c.] potrebbe non risolversi nell'alternativa «secca» tra inapplicabilità e applicabilità tout court, essendo possibile la conclusione, parzialmente diversa, dell'applicazione secondo un'interpretazione che adatti le disposizioni dell'art. 2391 c.c. alle esigenze tipologiche e normative delle società di gruppo". Alcuni autori, ad esempio, hanno suggerito la possibilità di una disapplicazione pattizia dell'art. 2391 c.c. da attuarsi mediante apposita previsione di esonerazione dell'amministratore delegato dagli obblighi di astensione ex art. 2391 c.c., da inserire nella delibera consiliare con cui si conferisce la delega (per tale tesi si veda L. ENRIQUES, "La disciplina del conflitto di interessi degli amministratori di S.p.A.: novità e raccordo con le disposizioni in tema di obbligazioni degli esponenti aziendali di banche", in Dir. banca merc. fin., 2003, 426). Altra dottrina sostiene che il CdA possa autorizzare l'amministratore delegato a intraprendere determinate operazioni in conflitto di interessi, rispettando però le condizioni di mercato (si veda F. BONELLI, "Gli amministratori di s.p.a. dopo la riforma delle società", Giuffrè, 2004, 151).

¹⁷⁹ Alcuni autori hanno sostenuto che l'obbligo di motivazione non sussista nel caso in cui la competenza per deliberare spetti al comitato esecutivo, in quanto le competenze di questo sono sempre avocabili dal CdA (per tale tesi si veda A. POMELLI – L. ENRIQUES, commento sub art. 2391, in "Commentario breve al diritto delle società" a cura di A. MAFFEI ALBERTI, 2011. Tuttavia la tesi prospettata non sembra essere accettabile, almeno nel contesto di una deliberazione su una opC. In

dell'interesse della società all'operazione nonché la convenienza della stessa (art. 2391, comma 2, c.c.; art. 7, comma 1, lett. e) Regolamento); e (b) la correttezza sostanziale delle condizioni dell'operazione (art. 7, comma 1, lett. e) Regolamento). A parere di chi scrive, tale ultimo requisito non deve intendersi quale esclusivo riferimento alle condizioni economiche dell'operazione (prezzo, controparti, tempistiche etc.) ma deve tenere conto anche della procedura interna che ha condotto i vari organi sociali all'approvazione finale, riprendendo dunque il contenuto del parere del comitato indipendenti che si esprimono su tali profili¹⁸⁰. Infine, è bene precisare che, stante il disposto dell'art. 2391, comma 1, c.c., l'amministratore potrà prendere parte alla deliberazione;

- (ii) *operazione di minore rilevanza in cui un amministratore delegato abbia un interesse proprio o di terzi*: anche in tal caso l'amministratore delegato interessato dovrà effettuare le comunicazioni di cui all'art. 2391, comma 1, c.c., comunicando l'intenzione di devolvere la deliberazione (ciò anche nel caso in cui le procedure opc adottate prevedano la competenza di un organo collegiale di cui l'amministratore delegato non sia parte)¹⁸¹; successivamente, l'organo collegiale deputato – acquisito il

primo luogo, perché la *ratio* stessa del Regolamento è improntata sull'obbligo di motivare ogni deliberazione concernente un'operazione con parti correlate, indipendentemente dall'organo deputato alla sua approvazione. In secondo luogo, da un punto di vista non giuridico, perché una simile conclusione appare antieconomica, considerato che costringe il CdA a rivalutare la questione basandosi sulle informazioni fornitegli dal comitato esecutivo e, nel peggiore dei casi, a revocare la deliberazione del comitato esecutivo, senza però poter incidere sui diritti acquisiti dai terzi. Dunque è plausibile che in tale ipotesi gli effetti dell'operazione non possano essere rimossi del tutto, con la conseguenza che permarrrebbe l'eventuale danno cagionato alla società.

¹⁸⁰ Di tale avviso, e orientandosi verso una definizione maggiormente ampia di "correttezza sostanziale", P. MONTALENTI, "Le operazioni con parti correlate: questioni sistematiche e problemi applicativi", in Riv. Dir. Comm. 1, 2015, 70, secondo cui "*correttezza sostanziale significa [...] che, le procedure tecniche istruttorie e valutative devono essere appropriate alla specifica operazione e "tailor-made", non già standardizzate senza una puntuale valutazione dell'idoneità del caso di specie.*"

¹⁸¹ La dottrina è tutt'oggi divisa sulla questione se l'amministratore delegato interessato debba effettivamente astenersi dal voto o, semplicemente, debba devolvere la votazione al CdA o altro organo collegiale, potendo poi prendere parte alla votazione. La tesi dell'astensione dal voto (F. BONELLI, "Gli amministratori di s.p.a. dopo la riforma delle società", Giuffrè, 2004, 150; G. GUIZZI, "Commento sub art. 2391", in Commentario Niccolini – Stagno d'Alcontres, 2004, 65) non sembra però pienamente convincente. Ciò principalmente per le seguenti ragioni: (i) in primo luogo per una considerazione di carattere sistematico, in quanto l'intero impianto del nuovo art. 2391 c.c. si basa sul diritto degli amministratori interessati di partecipare alla deliberazione dell'operazione e non si vede per quale ragione non debba valere la stessa regola per l'amministratore delegato che adempia agli obblighi di *disclosure* prescritti dalla norma in oggetto; (ii) in secondo luogo, perché il testo dell'art. 2391, comma 1, c.c., parla di astensione "*dal compimento dell'operazione*" e non di "astensione dalla deliberazione". La locuzione dell'art. 2391, comma 1, c.c., deve essere correttamente interpretata nel senso che l'amministratore delegato, vista la sua posizione e la maggiore quantità di informazioni in suo possesso, debba astenersi dalla stipula di negozi giuridici in prima persona senza aver prima ottenuto la deliberazione dell'organo collegiale. Si potrebbe semmai discutere sul potere dell'amministratore delegato di compiere l'operazione dopo che la stessa è stata deliberata dal CdA (o altro organo collegiale) cui la stessa è stata devoluta; (iii) ulteriormente, in quanto vi è sempre la possibilità di impugnare la deliberazione assunta con il voto determinante dell'amministratore interessato, qualora la stessa si riveli

parere degli indipendenti – potrà deliberare sull’operazione secondo le modalità già specificate al punto (i) sopra. Sembra plausibile che, nel caso in cui le procedure opc adottate prevedano la competenza dell’amministratore delegato, stante l’obbligatoria astensione di questo, l’operazione debba essere deliberata dall’intero CdA, ciò anche in virtù del generico richiamo al “collegio” di cui all’art. 2391, comma 1, c.c. (*“se si tratta di amministratore delegato, deve altresì astenersi dal compimento dell’operazione, investendo della stessa l’organo collegiale”*);

- (iii) *operazione di maggiore rilevanza in cui un amministratore non delegato abbia un interesse proprio o di terzi*: nel caso di operazione di maggiore rilevanza, l’amministratore dovrà comunicare la sussistenza di un interesse “laterale” ex art. 2391, comma 1, c.c. e, successivamente, potrà prendere parte alla deliberazione che è riservata all’intero CdA (art. 8, comma 1, lett. a) Regolamento), previa acquisizione del parere favorevole del comitato indipendenti (art. 8, comma 1, lett. b) Regolamento). La motivazione, contenente gli elementi già indicati al punto (i), dovrà dettagliatamente giustificare la ragione per cui la sussistenza di un interesse “laterale” non costituisce un danno per la società;
- (iv) *operazioni di maggiore rilevanza in cui un amministratore delegato abbia un interesse proprio o di terzi*: in tale ultimo caso, fermo l’obbligo dell’amministratore delegato di effettuare la *disclosure* sull’interesse laterale, la deliberazione dovrà essere adottata dall’intero CdA, sempre acquisito il parere favorevole degli indipendenti (art. 8, comma 1, lett. b) Regolamento). Gli obblighi di motivazione saranno i medesimi descritti al punto (i).

Prendendo invece in considerazione un’operazione che debba essere deliberata da una società sottoposta a direzione o coordinamento, cui si applica l’art. 2497-ter, bisogna innanzitutto precisare che la tesi qui preferita è quella della applicazione

dannosa per la società. Tale possibilità suggerisce che l’amministratore interessato, sia esso non esecutivo o delegato, possa pacificamente votare in CdA, fermo restando che l’espressione del voto deve tenere in considerazione l’interesse della società e non quello del singolo amministratore; (iv) infine, poiché se l’amministratore delegato non fosse ammesso alla deliberazione, potrebbe comunque influenzare la deliberazione degli altri amministratori e ciò accadrebbe anche imponendo allo stesso di allontanarsi durante la fase di votazione.

Di tale avviso, con varie argomentazioni, M. VENTORUZZO, “Commento *sub* art. 2391 c.c.”, in “Commentario alla riforma delle società”, Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari (diretto da), Milano, 2005, 427; G. MINERVINI, “Gli interessi degli amministratori di s.p.a.”, in *Giur. Comm.*, 2, 2006, il quale, in chiave sistematica, si interroga anche sulle possibili sovrapposizioni degli obblighi di cui all’art. 2391 c.c. con quelli discendenti dall’art. 2391-bis c.c.; L. NAZZICONE, commento *sub* art. 2391, in “Amministrazione e controlli nelle società per azioni”, L. NAZZICONE - S. PROVIDENTI, Giuffrè 2010, 232.

cumulativa degli artt. 2391 c.c. e 2497-ter c.c., anche nel caso in cui l'operazione da deliberare sia una OPC ai sensi del Regolamento¹⁸². Inoltre occorre tener presente che la (*rectius*: le) fattispecie di operazioni con parti correlate non coincide esattamente con quelle disciplinate dagli artt. 2497 ss., c.c. e pertanto non può ritenersi che le disposizioni regolamentari siano idonee a inglobare quelle codicistiche e, in particolare, l'art. 2497-ter¹⁸³. Infine, si consideri che le ipotesi qui contemplate non sono quelle di cui all'art. 14, comma 2, Regolamento che, come detto in precedenza, prevede un alleggerimento della procedura proprio per le operazioni con parti correlate infragruppo.

Posto quanto sopra, considerando due società (madre e figlia) entrambe soggette alla disciplina regolamentare, possono prospettarsi le seguenti ipotesi:

(i) *operazione di minore rilevanza di competenza del CdA di società eterodiretta*: qualora un

¹⁸² Ciò principalmente in quanto l'art. 2497-ter c.c. nasce nel contesto dei gruppi societari, ossia in un contesto completamente diverso rispetto a quello dell'art. 2391 c.c.. La norma *de qua* tratta i rapporti tra società eterodiretta e società madre più che quelli tra singolo amministratore interessato e società di appartenenza. Vero è, come sostenuto da alcuni autori, che la sola applicazione dell'art. 2497-ter consentirebbe all'amministratore di società eterodiretta che sieda anche nel CdA della società madre, di compiere operazioni influenzate dalla *holding* senza effettuare la *disclosure* di cui all'art. 2391 c.c., velocizzando il procedimento¹⁸². Tuttavia, non è detto che l'interesse dell'amministratore della società eterodiretta sia necessariamente collegato alla sua posizione all'interno del CdA della società madre, potendo trattarsi comunque di un interesse meramente personale la cui *disclosure ex art. 2391* comma 1 sarebbe comunque dovuta. Inoltre, qualora si volesse giustificare la disapplicazione dell'art. 2391 c.c. sulla base dell'esigenza di speditezza dell'operazione, si incorerebbe in un'altra obiezione. Infatti, anche in tal caso, l'amministratore della società eterodiretta sarebbe soggetto agli obblighi informativi di cui all'art. 2381 c.c. e non sembra che una ulteriore comunicazione (*ex art. 2391 c.c.*) possa effettivamente ritardare il processo deliberativo. Il punto è confermato dalla più recente giurisprudenza, si veda *Trib. Parma, ordinanza del 28 marzo 2013*, ove si afferma che “*non vi è coincidenza tra l'obbligo di motivazione di cui all'art. 2497-ter c.c. e quello di cui agli artt. 7 lett. e) e 8 lett. c) del Regolamento Consob n. 17221 del 24 settembre 2010.*”.

Riguardo al tema dell'applicazione cumulativa delle citate norme con le disposizioni del Regolamento, alcuni autori hanno sostenuto l'alleggerimento della disciplina complessiva degli obblighi degli amministratori. In tal senso P. MONTALENTI, “Le operazioni con parti correlate”, in *Giur. Comm.*, 2011, 321), il quale, in chiave critica, afferma che “*le operazioni tra parti correlate – rectius, tra quelle parti correlate che costituiscono il gruppo – trovano già una loro disciplina e che, pertanto, si deve evitare di creare duplicazioni o eccessi di obblighi informativi e/o procedurali che rischiano di svilire una necessaria disciplina di attenzione in riti procedurali formalistici e/o di annegare informazioni rilevante in un cumulo indifferenziato di informazioni pletoriche*”.

¹⁸³ Tale conclusione, peraltro avvalorata anche dalla collocazione gerarchica delle due fonti normative considerate, è confermata dal diverso destinatario delle tutele ivi contenute. Infatti, l'art. 2497-ter c.c., come tutta la disciplina della direzione e coordinamento, si pone a tutela della società eterodiretta; diversamente, la disciplina del Regolamento mira a tutelare la società madre da eventuali abusi della società eterodiretta agente quale soggetto correlato. Tale argomentazione, come anticipato al paragrafo 2.2 che precede, è sviluppata da M. FOSCHINI, “Le operazioni con parti correlate e l'attuazione dei principi di cui all'art. 2391-bis del codice civile” in *Studi per Franco di Sabato*, Napoli 2009, III, 595, secondo il quale “*allorché la società capogruppo o la società quotata ponga in essere nei confronti della controllata o una gestione non corretta o una specifica operazione non corrispondente all'interesse della società che la pone in essere*”, prendendo in considerazione gli artt. 2497 ss. “*l'eventuale lesione si realizza [...] nei confronti della società sottoposta a direzione e controllo e dei suoi soci, ovvero dei creditori sociali [...]. Per contro, nella seconda ipotesi [ndr applicazione della disciplina opc], l'eventuale lesione che deriva dal compimento di operazioni con parti correlate per effetto della violazione di regole dettate dall'art. 2391-bis cod. civ. E dalla Consob [...] concerne la società quotata, mentre il soggetto correlato ne ricava un vantaggio.*”.

amministratore della società eterodiretta sia interessato all'operazione (per sé o perché si fa portatore di un interesse della società controllante), in primo luogo dovrà comunicare agli altri amministratori e al collegio sindacale la sussistenza di un interesse "terzo" rispetto a quello della società (art. 2391, comma 1, c.c.); successivamente, il CdA della società eterodiretta dovrà acquisire il parere non vincolante degli amministratori indipendenti (art. 7, comma 1, lett. a) Regolamento) che, nel caso di OPC infragruppo, dovrà tenere conto di eventuali vantaggi compensativi (art. 14, comma 1, Regolamento); infine, il CdA potrà deliberare sull'operazione, motivando la delibera secondo i criteri combinati degli artt. 2391, comma 2 e 2497-ter c.c. nonché dell'art. 7, comma 1, lett. e) Regolamento. Anche in tal caso la motivazione dovrà considerare (a) la sussistenza dell'interesse della società all'operazione nonché la convenienza della stessa (art. 2391, comma 2, c.c.; art. 7, comma 1, lett. e) Regolamento); (b) la correttezza sostanziale delle condizioni dell'operazione (art. 7, comma 1, lett. e) Regolamento), incluso il rispetto della procedura interna di approvazione dell'operazione; e in più (c) l'eventuale sussistenza di vantaggi compensativi che possano giustificare una deliberazione sfavorevole alla società (art. 2497, comma 1, c.c.)¹⁸⁴. L'amministratore interessato potrà certamente prendere parte alla deliberazione e, in tal caso, la motivazione della deliberazione dovrà tenerne conto;

- (ii) *operazione di minore rilevanza di competenza dell'amministratore delegato di società eterodiretta portatore di "interesse laterale"*: anche in tale ipotesi il primo e principale obbligo dell'amministratore delegato è quello di comunicare la sussistenza di un potenziale conflitto di interessi o, comunque, la sussistenza di un interesse terzo rispetto a quello della società diretta. Successivamente, volendo considerare pienamente applicabile l'art. 2391 c.c., l'amministratore delegato dovrà devolvere la valutazione dell'operazione al CdA (o altro organo collegiale), fermo restando che potrà prendere parte alla deliberazione. La motivazione dovrà seguire lo schema già descritto al punto (i) sopra;
- (iii) *operazione di maggiore rilevanza in cui un amministratore non delegato di società eterodiretta abbia un interesse*: nel caso di operazione di maggiore rilevanza la competenza sulla

¹⁸⁴ La valutazione sulla sussistenza di eventuali vantaggi compensativi, pur non essendo specificata tra gli elementi di cui all'art. 2497-ter, è desumibile dall'art. 2497 che, disciplinando la responsabilità della *bolding*, dispone che "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".

deliberazione è riservata al CdA, pertanto l'amministratore interessato, previa comunicazione del proprio interesse "laterale" ex art. 2391, comma 1, c.c., potrà partecipare alla deliberazione. La motivazione dell'operazione seguirà lo schema di cui al punto (i) sopra, con l'avvertenza che non sarà sufficiente fare un generico riferimento al parere favorevole degli amministratori indipendenti per legittimare l'approvazione;

- (iv) *operazione di maggiore rilevanza in cui l'amministratore delegato di società eterodiretta abbia un interesse*: come nell'ipotesi di cui al punto (iii) che precede, la competenza sulla deliberazione è riservata al CdA, per tale ragione l'amministratore delegato interessato all'operazione dovrà prima comunicare la sussistenza di un interesse "laterale" (sia esso collegato alla *holding* sia un interesse altro), devolvendo al CdA la competenza sull'operazione¹⁸⁵. Successivamente, acquisito il parere favorevole del comitato indipendenti (art. 8, comma 1, lett. b), Regolamento), il CdA potrà deliberare, eventualmente con il voto favorevole dell'amministratore delegato interessato che, come detto, potrà partecipare alla votazione. La motivazione della deliberazione seguirà lo schema già descritto al punto (i) che precede con le avvertenze di cui al precedente punto (iii). È comunque opportuno rilevare come, nella prassi, l'amministratore delegato portatore di interessi propri o di terzi, spesso si astenga dalla deliberazione sull'operazione. Ciò non significa che non ne controlli il risultato esercitando la propria influenza sugli altri membri del CdA. È esattamente il caso dell'acquisizione di Lactalis American Group da parte di Parmalat, per la quale il Tribunale ha rilevato una eccessiva ingerenza di un amministratore di Parmalat, che ricopriva anche la carica di dirigente del gruppo Lactalis, nelle operazioni condotte da Parmalat, configurando una elusione dei presidi disposti dal Regolamento. In specie il Tribunale ha rilevato che tale ingerenza "*svuota di significato l'astensione ai sensi dell'art. 2391 c.c. dello stesso consigliere nel momento meramente terminale e deliberativo di un'operazione alla cui sostanziale determinazione egli aveva in precedenza fattivamente preso parte.*"¹⁸⁶.

Chiaramente, qualora solo la *holding* sia una società quotata – o comunque

¹⁸⁵ Ciò sarebbe superfluo considerata la riserva di competenza disposta dall'art. 8, comma 1, lett. a), Regolamento, purtuttavia sembra comunque opportuna una sorta di dichiarazione dell'amministratore delegato, perlomeno al fine di evitare eventuali responsabilità future qualora la decisione risulti dannosa per la società.

¹⁸⁶ Così Trib. Parma, decreto del 28 marzo 2013.

destinataria delle norme regolamentari – le procedure OPC dovranno essere rispettate solo da questa che, si ricorda, è il soggetto tutelato dalle procedure prescritte dal Regolamento¹⁸⁷. Medesima considerazione, *mutatis mutandis*, deve farsi qualora sia solo la società eterodiretta ad essere destinataria delle norme regolamentari.

Inoltre, occorre tener presente che spesso, nel caso di gruppi societari, le operazioni delle società controllate non sono solo influenzate dalla *holding* ma addirittura prevedono una preventiva approvazione della stessa. Accade così che il CdA della società *holding* deliberi il compimento di un'operazione per il tramite di una propria controllata, contestualmente conferendo delega esecutiva a uno degli amministratori che siede anche nel CdA della controllata. Qualora l'operazione sia infragruppo (cioè tra la *holding* e la controllata), potrebbe non applicarsi la procedura OPC in forza dell'art. 14, comma 2 del Regolamento. Ciò non toglie che l'obbligo di motivare adeguatamente l'operazione, anche alla luce di eventuali vantaggi compensativi, sia pienamente vigente e, anzi, sia il principale strumento attraverso il quale si potrà giustificare una eventuale azione di responsabilità nei confronti degli amministratori o un'azione di risarcimento nei confronti della *holding* ex art. 2497 c.c..

Qualora invece l'operazione sia solo formalmente compiuta dalla controllata con un soggetto terzo correlato alla *holding*, a seguito dell'approvazione della *holding* stessa, si ha un'ipotesi tipica di operazione compiuta “*per il tramite di società controllate*” (art. 2, comma 1, Regolamento), alla quale si applicherà interamente la procedura regolamentare. Gli obblighi di motivazione aggravati ex artt. 7 e 8 Regolamento dovranno essere rispettati da tutte le società del gruppo cui sia applicabile il Regolamento ai sensi dell'art. 2, comma 1 dello stesso.

1.3 *L'ipotesi peculiare delle obbligazioni degli esponenti bancari di cui all'art. 136 TUB: i rapporti con la disciplina regolamentare e le istruzioni di vigilanza*

Come anticipato nel capitolo che precede, l'implementazione del Regolamento e del Regolamento Soggetti Collegati ha influito notevolmente non solo sulle norme del codice civile ma anche su alcune norme del TUB. In particolare, il riferimento è all'art. 136 TUB, disciplinante le obbligazioni degli esponenti bancari in caso di rapporti contrattuali con la banca con cui hanno un collegamento.

Secondo la norma citata “*chi svolge funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso una banca non può contrarre obbligazioni di qualsiasi natura o compiere atti di compravendita,*

¹⁸⁷ M. FOSCHINI, “Le operazioni con parti correlate e l'attuazione dei principi di cui all'art. 2391-bis del codice civile” in Studi per Franco di Sabato, Napoli 2009, III.

direttamente od indirettamente, con la banca che amministra, dirige o controlla, se non previa deliberazione dell'organo di amministrazione presa all'unanimità con l'esclusione del voto dell'esponente interessato e col 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. È facoltà del consiglio di amministrazione delegare l'approvazione delle operazioni di cui ai periodi precedenti nel rispetto delle modalità ivi previste". La violazione della disposizione di cui sopra prevede, come sanzione più grave, la reclusione fino a tre anni.

L'art. 136 TUB è stato oggetto di svariati emendamenti negli ultimi anni. Di pochi mesi orsono è l'introduzione delle parole "*con l'esclusione del voto dell'esponente interessato*", introdotte dal dall'art. 1, comma 48, lett. a), del D.Lgs. 12 maggio 2015, n. 72, emanato in attuazione della Direttiva CRD IV.

In precedenza, a seguito della conversione in legge n. 221/2012 del D.L. n. 179/2012¹⁸⁸, sono stati abrogati i commi 2 e 2-bis¹⁸⁹ con l'effetto di restringere, almeno apparentemente, l'ambito applicativo della norma ed è stata prevista la possibilità per il CdA di delegare l'approvazione delle operazioni compiute dagli esponenti bancari.

In realtà, l'abrogazione dei commi 2 e 2-bis non ha comportato un restringimento delle ipotesi di maggior cautela predisposte dall'art. 136 TUB. Ciò principalmente per due motivi. In primo luogo, lo stesso comma 1 della norma, prevedendo la procedura aggravata per gli atti compiuti dagli esponenti aziendali

¹⁸⁸ Anche in precedenza l'art. 136 TUB aveva subito modifiche importanti ai sensi del D.Lgs. n. 262/2005 (c.c. Legge Risparmio). Per una ricostruzione delle principali modifiche si vedano A. ANTONUCCI – M. PARACAMPO, "Conflitti d'interesse e disciplina delle attività finanziarie: il titolo II della legge risparmio e le sue successive modifiche", in Banca, Borsa e Tit. Cred., 2007, 3, 285; nonché M. LEMBO, "L'articolo 136 del t.u.b. dopo l'adozione della nuova disciplina delle operazioni con parti correlate. Brevi riflessioni anche in relazione al riformato articolo 53 del t.u.b ed alla recentissima disciplina dei "soggetti collegati"", settembre 2012, reperibile su www.dirittobancario.com. Sempre sulla versione dell'art. 136 TUB antecedente alle recenti modifiche del 2012, si veda A. DE PRA, "Le obbligazioni degli esponenti bancari", in Giur. Comm., 2008, 6, 1140.

¹⁸⁹ Per completezza, si riporta il testo dell'art. 136 TUB antecedente alle modifiche operate dalla legge n. 221/2012: "1. *Chi svolge funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso una banca non può contrarre obbligazioni di qualsiasi natura o compiere atti di compravendita, direttamente od indirettamente, con la banca che amministra, dirige o controlla, se non previa deliberazione dell'organo di amministrazione presa all'unanimità e col 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.*

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. Il presente comma non si applica alle obbligazioni contratte tra società appartenenti al medesimo gruppo bancario ovvero tra banche per le operazioni sul mercato interbancario.*"

“direttamente o indirettamente”, comprende anche tutte quelle operazioni compiute per interposta persona o mediante società controllate su cui l’esponente aziendale abbia in qualche modo un controllo. Richiederebbero così l’approvazione del CdA – salvo l’ipotesi di delega di cui al nuovo inciso del comma 1 della norma in esame – sia le operazioni compiute da esponenti aziendali di società facenti parte del gruppo bancario che siano in sostanza riconducibili ad una direttiva o ad un volere di un esponente aziendale di altra società del gruppo, sia le operazioni tra la banca e soggetti in qualche modo portatori della volontà di un esponente aziendale della stessa (inclusi i familiari). Tale interpretazione estensiva del termine “indirettamente”, benché condivisa in dottrina¹⁹⁰, avrebbe, secondo un recente orientamento, l’effetto di rendere inefficace l’abrogazione dei commi 2 e 2-bis dell’art. 136 TUB¹⁹¹. Tale opinione, a parere di chi scrive, è da rigettare in quanto i precedenti commi 2 e 2-bis dell’art. 136 TUB costituivano solo una esemplificazione delle ipotesi di operazione indiretta compiuta dagli esponenti della banca, senza alcuna pretesa di completezza circa la totalità delle ipotesi possibili¹⁹². E del resto a simili conclusioni si giunge anche considerando che l’avverbio “indirettamente” nel primo comma dell’art. 136 TUB era presente anche prima delle abrogazioni dei commi 2 e 2-bis, dunque nulla impediva di interpretare la norma estensivamente pur in presenza di un’esemplificazione operata dal legislatore.

In secondo luogo, per ciò che qui interessa, va considerato il rapporto tra l’art. 136 TUB e la disciplina delle operazioni con parti correlate e con soggetti collegati di cui, rispettivamente, al Regolamento e al Regolamento Soggetti Collegati¹⁹³.

¹⁹⁰ Si vedano, tra i tanti che hanno affrontato il tema anche prima dell’emanazione del TUB, G. ROSSI, “Sul significato dell’avverbio «indirettamente» nell’art. 38 della legge bancaria”, in Riv. soc., 1979, 169 ss.; F. BONELLI, “Amministratori di banche e conflitto di interessi”, in Giur. comm., 1989, I, 911 ss.; più di recente P. FERRO-LUZZI, “Le “obbligazioni degli esponenti aziendali”; l’art. 136, comma 2-bis T.U.B.; il doppio esercizio delle “funzioni rilevanti””, in Banca, Borsa e Tit. Cred., 2006, 4, I, 469 ss.

¹⁹¹ Di tale avviso R. MAGGIORE-D. QUATTROCCHI, “La “nuova” disciplina delle obbligazioni degli esponenti bancari: alcune considerazioni sistematiche”, aprile 2013, reperibile su www.dirittobancario.com. Gli autori sostengono che “un eventuale tentativo di (ri)affermare – attraverso un’interpretazione estensiva dell’avverbio «indirettamente» di cui al primo comma – la rilevanza di tutte le ipotesi di controllo societario già incluse nel perimetro dell’abrogato comma 2-bis, sarebbe quanto meno incongruo, vanificando in concreto la stessa ratio dell’intervento operato dal legislatore”.

¹⁹² Per un’opinione contraria si veda A. PISANI MASSAMORMILE, “Commento sub art. 136”, in AA.VV., Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia, a cura di F. CAPRIGLIONE, II, 2012, secondo il quale con le ipotesi di cui agli abrogati commi 2 e 2-bis, il legislatore aveva effettivamente tipizzato le ipotesi rilevanti ai fini dell’applicazione dell’art. 136 TUB, ipotesi al di fuori delle quali qualsiasi operazione compiuta dagli esponenti aziendali era da ritenersi irrilevante.

¹⁹³ Per una panoramica delle interrelazioni tra disciplina opç e testo unico bancario si vedano A. TROISI, “Le operazioni con parti correlate in ambito bancario e finanziario”, Banca, Borsa e Tit. Cred., 5, 2011, 649; R. FAVELLA, “Il regolamento Consob sulle operazioni con parti correlate”, in Banche e Banchieri, 1, 2012, 34; G. MAZZARINI, “Appunti in tema di interessi degli amministratori, obbligazioni degli

Innanzitutto, va precisato che le disposizioni di cui all'art. 136 TUB sono espressamente fatte salve dal Regolamento¹⁹⁴ che, nel caso di un'operazione rientrante nell'ambito di applicazione dell'art. 136 TUB, prevede la disapplicazione delle norme concernenti il parere degli amministratori indipendenti nonché, per le sole operazioni di maggiore rilevanza, l'esclusione della riserva di competenza in capo al CdA¹⁹⁵. In particolare, occorre notare che tale ultimo profilo era coperto dalla precedente formulazione del comma 1 dell'art. 136 TUB che non consentiva al CdA di delegare l'approvazione dell'operazione. Nel corrente assetto normativo, considerando solo le disposizioni del Regolamento e quelle dell'attuale versione dell'art. 136 TUB, un'operazione con parti correlate che sia posta in essere dagli esponenti aziendali, direttamente o indirettamente, potrebbe essere delegata ad un comitato di amministratori o a un singolo amministratore pur rientrando nei parametri delle operazioni di maggiore rilevanza. Il tutto senza il supporto del parere degli amministratori indipendenti sulla correttezza dell'operazione stessa. Ciò che rimane pienamente applicabile è, in sostanza, (i) l'obbligo di preventiva informativa completa e adeguata agli amministratori indipendenti (art. 7, comma 1, lett. c), Regolamento); (ii) l'obbligo di informativa periodica, almeno trimestrale, al CdA e al collegio sindacale, sulle operazioni compiute (art. 7, comma 1, lett. f), Regolamento); (iii) l'obbligo di motivare adeguatamente la deliberazione con cui viene approvata l'operazione, tenendo conto dell'interesse della società (art. 7, comma 1, lett. e), Regolamento); e (iv) per le sole operazioni di maggiore rilevanza, il diritto degli amministratori indipendenti di partecipare alle trattative attraverso la ricezione di un flusso informativo continuo (art. 8, comma 1, lett. b), Regolamento). Rimane apparentemente salva la procedura di cui all'art. 11 del Regolamento (in forza del richiamo operato dall'art. 8, comma 1, Regolamento) nel caso in cui l'operazione ricada nella competenza assembleare. Dunque in tale ultimo caso, essendo esclusa la possibilità di un parere negativo da parte degli amministratori indipendenti – che non forniscono alcun parere – la

esponenti aziendali e parti correlate nell'esperienza di una rurale”, marzo 2013, reperibile su www.dirittobancario.com; più recente M. HOUBEN, “Operazioni con parti correlate e operazioni con soggetti collegati: confini e sovrapposizioni. Le interferenze soggettive e oggettive nelle banche quotate”, in Banca, Borsa e Tit. Cred., 2014, 4, 447.

¹⁹⁴ Si veda l'art. 2, comma 2, del Regolamento secondo cui “*Resta fermo quanto previsto [...] dagli articoli 53 e 136 del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, e dalle relative disposizioni di attuazione.*”.

¹⁹⁵ Così l'art. 13, comma 5, del Regolamento secondo cui “*Fatto salvo quanto previsto nell'articolo 5, qualora all'operazione con parte correlata si applichi l'articolo 136 del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, le società, nel definire le procedure, non applicano le disposizioni in materia di pareri e di esperti indipendenti previste nell'articolo 7, comma 1, lettere a), b), d) e g), e nei paragrafi 1.1, lettere a), b) e g), 1.2 e 1.3 dell'Allegato 2 nonché, per le operazioni di maggiore rilevanza, nell'articolo 8, commi 1, lettere a), c) e d), e 2, e nei paragrafi 2.1, lettere a), c) e d), 2.2, lettere b) e d), e 3.1, lettere a), c) d) ed e), dell'Allegato 2.*”.

soluzione più logica sembra quella di legittimare sempre l'assemblea a deliberare o autorizzare qualsiasi operazione con il meccanismo di cui all'art. 11, comma 3, recante il c.d. *whitewash*¹⁹⁶.

Analogamente, il Regolamento Soggetti Collegati prevede che le operazioni con soggetti collegati rientranti nell'ambito di applicazioni dell'art. 136 TUB, debbano essere compiute secondo procedure specifiche che, in gran parte, ricalcano quelle previste dal Regolamento¹⁹⁷. Il paragrafo 3.1 del Regolamento Soggetti Collegati – applicabile a tale tipologia di operazioni in forza del richiamo operato dall'articolo 3.4 – prevede che gli amministratori indipendenti ricevano un'adeguata informativa con congruo anticipo e che, per le operazioni di maggiore rilevanza, partecipino alla fase delle trattative e a quella istruttoria *“almeno attraverso la ricezione di un flusso informativo completo e tempestivo e con la facoltà di richiedere informazioni e di formulare osservazioni agli organi delegati e ai soggetti incaricati della conduzione delle trattative o dell'istruttoria”*. In ogni caso, il Regolamento Soggetti Collegati specifica che gli amministratori indipendenti hanno il potere ed il dovere di *“rappresentare le lacune o le inadeguatezze riscontrate nella fase pre-deliberativa ai soggetti competenti a deliberare (A.D., comitato esecutivo, D.G., etc.)”*. Principio, quest'ultimo, già desumibile dall'impianto complessivo della disciplina OPC ma che non viene specificato nel Regolamento.

L'articolo 3.2, lettera b) del Regolamento Soggetti Collegati – anch'esso applicabile in forza del richiamo operato dall'art. 3.4 – prevede che la delibera che approva l'operazione contenga un'adeguata motivazione in merito a (i) l'opportunità e la convenienza economica dell'operazione per la banca; e (ii) le ragioni di eventuali scostamenti, in termini di condizioni economico-contrattuali e di altri profili caratteristici dell'operazione, rispetto a quelli standard o di mercato; elementi idonei a supporto di tale motivazione devono risultare dalla documentazione a corredo della delibera.

Ciò che dunque rimane inapplicabile alle operazioni con soggetti collegati

¹⁹⁶ Per completezza, si riporta di seguito il testo dell'art. 11, comma 3, Regolamento: *“Qualora, in relazione a un'operazione di maggiore rilevanza, la proposta di deliberazione da sottoporre all'assemblea sia approvata in presenza di un avviso contrario degli amministratori o dei consiglieri indipendenti, le procedure, fermo quanto previsto dagli articoli 2368, 2369 e 2373 del codice civile e salve le previsioni statutarie eventualmente richieste dalla legge, contengono regole volte ad impedire il compimento dell'operazione qualora la maggioranza dei soci non correlati votanti esprima voto contrario all'operazione. Le procedure possono prevedere che il compimento dell'operazione sia impedito solo qualora i soci non correlati presenti in assemblea rappresentino almeno una determinata quota del capitale sociale con diritto di voto, comunque non superiore al dieci per cento.”*

¹⁹⁷ Così dispone l'art. 3.4 (*“Disciplina delle obbligazioni degli esponenti bancari ex art. 136 TUB”*): *“Per le operazioni rientranti anche nell'ambito di applicazione dell'art. 136 TUB, le banche applicano: i) alla fase pre-deliberativa, le regole di cui al par. 3.1; ii) alla fase deliberativa, le sole regole previste al punto b) del par. 3.2.”*

rientranti nello spettro dell'art. 136 TUB è, anzitutto, l'art. 3.2, lett. a) del Regolamento Soggetti Collegati che prevede il preventivo parere del comitato di amministratori indipendenti. Inoltre, per le operazioni di maggiore rilevanza compiute dagli esponenti aziendali, il Regolamento Soggetti Collegati non prevede una riserva di competenza in capo al CdA (art. 3.1, lett. c) e, ovviamente, esclude l'applicabilità di tutte le norme connesse al parere degli amministratori indipendenti che, come si è detto, non è obbligatorio¹⁹⁸.

Riassumendo dunque l'analisi sistematica dell'articolata disciplina, se ne deduce che l'attuale impianto delle operazioni con parti correlate o soggetti collegati poste in essere dagli esponenti aziendali di istituti bancari beneficia di una disciplina speciale rispetto alle normali OPC, in quanto non sembra essere richiesto alcun parere obbligatorio degli amministratori indipendenti e, in forza della nuova formulazione del comma 1 dell'art. 136 TUB, il CdA può delegare l'approvazione dell'operazione a specifici comitati¹⁹⁹.

¹⁹⁸ Per maggiore facilità di consultazione, si riporta integralmente il testo dell'art. 3.2 del Regolamento Soggetti Collegati, ricordando che l'unica disposizione applicabile in forza dell'art. 3.4 dello stesso regolamento, è l'art. 3.2, lett. b):

“Per la deliberazione di operazioni con soggetti collegati le procedure prevedono almeno che:

a) gli amministratori indipendenti esprimano un parere preventivo e motivato sull'interesse della società al compimento dell'operazione nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni all'organo competente, per legge o per statuto, a deliberarla. In caso di parere negativo o condizionato a rilievi formulati, la delibera fornisce analitica motivazione delle ragioni per cui essa viene comunque assunta e puntuale riscontro alle osservazioni formulate dagli amministratori indipendenti;

b) la delibera fornisca adeguata motivazione in merito a:

b1) l'opportunità e la convenienza economica dell'operazione per la banca;

b2) le ragioni di eventuali scostamenti, in termini di condizioni economico-contrattuali e di altri profili caratteristici dell'operazione, rispetto a quelli standard o di mercato; elementi idonei a supporto di tale motivazione devono risultare dalla documentazione a corredo della delibera;

c) l'organo deliberante fornisca agli organi con funzioni di supervisione strategica, gestione e controllo, una periodica informativa, almeno trimestrale, sulle operazioni concluse e sulle loro principali caratteristiche. Le operazioni sulle quali gli amministratori indipendenti hanno espresso parere contrario o condizionato sono singolarmente comunicate non appena deliberate.

In caso di operazioni di maggiore rilevanza, le procedure, in aggiunta a quanto sopra, prevedono almeno che:

d) la deliberazione sia assunta dal Consiglio di amministrazione, salvo che la legge o lo statuto ne attribuiscono la competenza all'assemblea (1);

e) in caso di parere negativo o condizionato a rilievi da parte degli amministratori indipendenti, sia richiesto un parere preventivo anche all'organo con funzione di controllo a cui va resa congrua informativa - nei tempi e nei contenuti - sull'operazione. Al parere reso dall'organo con funzione di controllo si applicano le previsioni dettate per il parere degli indipendenti ai punti a) e c);

f) le operazioni compiute sulle quali gli amministratori indipendenti o l'organo con funzione di controllo abbiano reso pareri negativi o formulato rilievi sono portate, almeno annualmente, a conoscenza dell'assemblea dei soci.”

¹⁹⁹ È plausibile che il Regolamento Soggetti Collegati non abbia tenuto conto delle modifiche intervenute al comma 1 dell'art. 136 TUB nel dicembre 2012, essendo stato da ultimo aggiornato nel dicembre 2011. Purtroppo, pare poco probabile che la competente autorità di vigilanza proceda ad una modifica del Regolamento Soggetti Collegati per ripristinarne, almeno, il divieto di delega da parte del CdA, considerato che lo stesso è stato escluso direttamente dal legislatore con la modifica del comma 1 dell'art. 136 TUB, norma gerarchicamente sovraordinata al Regolamento Soggetti Collegati. Peraltro, l'attuale impianto normativo consentirebbe ai CdA di delegare direttamente ad un comitato di amministratori indipendenti l'approvazione dell'operazione, compiendo, in effetti, un passo avanti

Le conclusioni sopra riportate vanno tuttavia rilette alla luce della prassi bancaria che vede anche le banche non quotate e senza titoli diffusi – dunque istituti ai quali non si applicherebbe il Regolamento – predisporre procedure OPC complesse richiamando in premessa sia il Regolamento che il Regolamento Soggetto Collegati e, conseguentemente, applicando comunque la disciplina maggiormente restrittiva prevista dal combinato disposto delle due normative.

Sezione 2 - Il ruolo degli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate

2.1 *Introduzione alla figura dell' "amministratore indipendente" ed alle molteplici definizioni di "indipendenza"*

Come anticipato nel primo capitolo, una delle principali direttrici del Regolamento consiste nell'utilizzo degli amministratori indipendenti per garantire la correttezza dell'operazione e della procedura deliberativa.

La figura dell'amministratore indipendente è stata introdotta a livello normativo nel nostro ordinamento per la prima volta con la riforma del 2003²⁰⁰. Tuttavia, già in precedenza, complici le molteplici esperienze internazionali²⁰¹, l'amministratore indipendente faceva la sua comparsa nel mercato italiano mediante recepimento nella

anche rispetto alla normativa predisposta dalla Consob.

²⁰⁰ In quel contesto, è risultato innovativo il disposto dell'art. 2387 c.c. secondo la cui attuale formulazione *"Lo statuto può subordinare l'assunzione della carica di amministratore al possesso di speciali requisiti di onorabilità, professionalità ed indipendenza, anche con riferimento ai requisiti al riguardo previsti da codici di comportamento redatti da associazioni di categoria o da società di gestione di mercati regolamentati"*.

²⁰¹ La figura dell'amministratore indipendente è comparsa per la prima volta nell'ordinamento statunitense negli anni '70 (sul tema si vedano J. GORDON, "The Rise of Independent Directors in the United States, 1950 - 2005: of Shareholder Value and Stock Market Prices", Columbia Law and Economics Working Paper n. 323/2006, 1468, anche in ECGI, Law Working Paper n. 74/2006; D. REGOLI, "Gli amministratori indipendenti e i codici di autodisciplina", in "La governance delle società di capitali, a dieci anni dalla riforma", M. VIETTI (a cura di), Egea, 2013, 129; R. DRISALDI, "Gli amministratori indipendenti nella disciplina e nella prassi: comparazioni e riflessioni", in *Le Società*, 7, 2014, 791). Solo decenni dopo, negli anni '90, *"[g]li amministratori indipendenti hanno fatto ingresso in Europa nel sistema finanziario più simile a quello americano, vale a dire nel Regno Unito, ed hanno ricevuto il loro riconoscimento ufficiale nel rapporto Cadbury del 1992."* (in tal senso G. FERRARINI, "Ruolo degli amministratori indipendenti e lead independent director", in "La corporate governance e il risparmio gestito", Assogestioni, 2006, 6, reperibile su www.assogestioni.it). Gli amministratori indipendenti si sono evoluti nell'ordinamento inglese con i successivi *Greenbury Report* (1995), *Hampel Report* (1998) e *Higgs Report* (2002), recepiti nel *Combined Code* adottato dal London Stock Exchange, poi divenuto *UK Corporate Governance Code* la cui ultima edizione è datata 2014. Proprio in virtù della loro origine "geografica", il ruolo degli amministratori indipendenti è spesso analizzato solo con riferimento alle società a proprietà diffusa, tipiche degli ordinamenti anglosassoni. Il tema, è stato affrontato, in chiave comparatistica con riferimento alle società a proprietà concentrata, da G. FERRARINI – M. FILIPPELLI, "Independent directors and controlling shareholders around the world", ECGI Law Working Paper n. 258/2014.

normativa europea²⁰² e nei codici di autodisciplina²⁰³. Le peculiarità dell'ordinamento italiano in materia societaria, in particolare la presenza di un organo di controllo come il collegio sindacale e l'introduzione degli amministratori di minoranza, hanno reso più complessa la collocazione sistematica dell'amministratore indipendente, talvolta visto come un mero *gatekeeper*, alla stregua del ruolo che gli viene attribuito, all'interno del *monitoring board*, nel diritto anglosassone²⁰⁴ o, viceversa, come un soggetto in grado di prendere decisioni imprenditoriali cruciali per la società²⁰⁵.

²⁰² Si vedano, ad esempio, il c.d. Rapporto Winter ("Una moderna cornice per il diritto societario nell'Unione europea"), del 2002; i Principi di Governo Societario dell'OCSE, del 2004 (e la recente revisione del settembre 2015); nonché, come fonte maggiormente cogente, la Raccomandazione della Commissione UE del 15 febbraio 2005, n. 162, sul "ruolo degli amministratori senza incarichi esecutivi o dei membri del consiglio di sorveglianza delle società quotate e sui comitati di amministrazione o di sorveglianza". La suddetta Raccomandazione, al considerando (3), auspica l'utilizzo di amministratori non esecutivi con un "ruolo di vigilanza degli amministratori con incarichi esecutivi o con poteri di gestione e di risoluzione di situazioni che comportano conflitti di interessi.", concludendo che promuovere il ruolo dei non esecutivi "è particolarmente importante [...] per ridare fiducia nei mercati finanziari.". La stessa idea è ribadita in termini più concreti all'art. 3.1, ove si afferma che "negli organi di amministrazione, gestione e sorveglianza dovrebbero essere presenti in un giusto equilibrio amministratori con incarichi esecutivi o con poteri di gestione e amministratori senza incarichi esecutivi o membri del consiglio di sorveglianza, affinché nessun individuo o nessun piccolo gruppo di individui possa dominare l'adozione di decisioni da parte di tali organi".

²⁰³ La figura dell'amministratore indipendente è stata introdotta nell'ordinamento italiano per la prima volta con il Codice Preda del 1999 in quanto il legislatore del TUF, nel riformare la disciplina delle società quotate, aveva posto l'attenzione principalmente sul collegio sindacale e sulle società di revisione. Tuttavia, la prima versione del Codice di Autodisciplina prevedeva solo che un numero adeguato di amministratori fosse indipendente. In tal senso si veda R. DRISALDI, "Gli amministratori indipendenti nella disciplina e nella prassi: comparazioni e riflessioni", in *Le Società*, 7, 2014, 790 ss.. In particolare, sul nesso tra amministratori indipendenti e codici di autodisciplina, si vedano D. REGOLI, "Gli amministratori indipendenti e i codici di autodisciplina", in "La governance delle società di capitali, a dieci anni dalla riforma", M. VIETTI (a cura di), Egea, 2013, 127; D. REGOLI, "Gli amministratori indipendenti nei codici di autodisciplina europei", in *RDS*, 1, 2007, 134 ss..

²⁰⁴ Rende bene l'idea quanto affermato da Lord Harry Woolf, noto giudice inglese: "*non-executive directors should act like a guard dog that is prepared to bark when necessary*" (fonte T. BOXELL, "A practitioner's guide to directors' duties and responsibilities", Thomson Reuters, 2013, 21). Anche nel nostro ordinamento alcuni sembrano essere del medesimo avviso, si veda A. CAPRARA, "La clausola generale dell'indipendenza: nozione e declinazioni operative", in "Le clausole generali nel diritto societario" a cura di G. MERUZZI e G. TANTINI, nel Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia diretto da F. GALGANO, 300.

²⁰⁵ Copiosa è la dottrina che ha analizzato i profili di sovrapposizione tra gli amministratori indipendenti e gli altri componenti della *governance* societaria, in particolar modo i sindaci e gli amministratori di minoranza. Tra gli altri si vedano F. GRASSINI, "C'è un ruolo per gli amministratori indipendenti?", in *Mercato Concorrenza Regole*, agosto 2004; M. BELCREDI, "Amministratori indipendenti, amministratori di minoranza, e dintorni", in *Riv. Soc.*, 2005, 853; R. RODORF, "Gli amministratori indipendenti", in *Giur. Comm.*, 2, 2007, 143; G. OLIVIERI, "Amministratori «indipendenti» e «di minoranza» nella legge sulla tutela del risparmio", in *AGE*, 1, 2006, 23; F. DENOZZA, "L' «amministratore di minoranza» e i suoi critici", in *Giur. Comm.*, 6, 2005, 767; P. MARCHETTI, "L'indipendenza degli amministratori", in "La corporate governance e il risparmio gestito", Assogestioni, 2006, reperibile su www.assogestioni.it; M. REBOA, "Il monitoring board e gli amministratori indipendenti", in *Giur. Comm.*, 4, 2010, 657; N. SALANITRO, "Nozione e disciplina degli amministratori indipendenti", in *Banca Borsa Tit. Cred.*, 1, 2008, 1; C. D'ERCOLE, "Amministratori non esecutivi, indipendenti, di minoranza", Università Cattolica del Sacro Cuore, seminario sulla struttura del CdA nelle quotate fra diritto e soft law (Pisa, 1-2 dicembre 2006); D. REGOLI, "Gli amministratori indipendenti" in, "Il Nuovo Diritto delle Società", liber amicorum G. Campobasso, TORINO, 2006, 383; U. TOMBARI, "Amministratori indipendenti, sistema dei controlli e corporate governance: quale futuro?", in *Banca Borsa e Tit. Cred.*, 2012, 5, 506; G. GASPARRI, "I controlli interni nelle società quotate. Gli assetti della disciplina italiana e i problemi aperti",

Nonostante tali difficoltà di natura sistematica – e, forse, anche dogmatica – gli amministratori indipendenti sono entrati a far parte della *governance* societaria a pieno titolo, specialmente nelle società quotate, i cui consigli di amministrazione sono maggiormente strutturati proprio per garantire una migliore separazione delle funzioni ed un maggior controllo sui delegati²⁰⁶.

L'utilizzo corrente di tali figure nella prassi societaria non è stato però sufficiente a fugare i dubbi della dottrina. In primo luogo, vari autori si sono interrogati sulla connessione tra l'utilizzo degli amministratori indipendenti ed il miglioramento delle *performance* della società, inteso principalmente quale incremento del valore delle azioni²⁰⁷.

Quaderno Giuridico Consob 4, 2013, reperibile su www.consob.it; G. FERRARINI – M. FILIPPELLI, “Independent directors and controlling shareholders around the world”, ECGI Law Working Paper n. 258/2014, 15, secondo i quali “*No doubt, when the law provides for a board of auditors separate from the board of directors and made-up of independent members, the role of independent directors may be overshadowed as a result.*”.

²⁰⁶ In tal senso, secondo lo studio Assonime sull’attuazione del Codice di Autodisciplina in Italia (“La Corporate Governance in Italia: autodisciplina e remunerazioni”, studio n. 4 del 2013, reperibile su www.assonime.it), nel 2012 il numero dei componenti dei CdA è variato in base al settore produttivo di riferimento attestandosi, in media, su 15,4 componenti nelle società finanziarie e 9,5 nelle altre.

²⁰⁷ Tale questione è stata affrontata in particolare in ambito internazionale, laddove la separazione tra discipline economiche e giuridiche è meno marcata. Per un’analisi completa nel diritto statunitense si veda J. GORDON, “The Rise of Independent Directors in the United States, 1950- 2005: of Shareholder Value and Stock Market Prices”, Columbia Law and Economics Working Paper No. 323/2006, 1468, anche in ECGI, Law Working Paper n. 74/2006, il quale afferma che “[o]ne of the apparent puzzles in the empirical corporate governance literature is the lack of correlation between the presence of independent directors and the firm’s economic performance. Various studies have searched in vain for an economically significant effect on the overall performance of the firm.”; anche S. BAINBRIDGE, “A Critique of the NYSE’s Director Independence Listing Standards”, research paper no. 02-15, UCLA School of Law, 2002, 16, secondo il quale: “[i]f independent directors effectively constrain agency costs, however, there should be an identifiable correlation between the presence of outsiders on the board and the firm performance. Yet, the empirical data on this issue is decidedly mixed. Some early studies found such correlations.”; M. KLAUSNER, “Fact and Fiction in Corporate Law and Governance”, Stanford Law Review, Vol. 65, No. 6, 2013.

Per le medesime considerazioni con riferimento al diritto societario europeo, si vedano M. BECHT – P. BOLTON – A. RÖELL, “Corporate Governance and Control”, ECGI Finance Working Paper n. 02/2002, updated august 2005, 23 ss.; K. HOPT, “Modern Company and Capital Market Problems: improving European corporate governance after Enron”, in “After Enron, improving corporate law and modernising securities regulation in Europe and the U.S.”, J. ARMOUR, J. A. MCCAHERY (a cura di), eds., Oxford (Hart), 2006, 445-496, dove si afferma che “*though the initial enthusiasm for outside directors has been somewhat dampened, since no clear correlation has yet been found between having independent directors and firm welfare*”; L. ENRIQUES - H. HANSMANN - R. KRAAKMAN, “The basic governance structure: the interests of shareholders as a class”, in “The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach”, Oxford University Press, 2009, 66, secondo i quali “*It is, then, not so surprising that the empirical literature has yet to find a significant correlation between independent directors as a percentage of board members and corporate performance*”; per una critica si veda W. RINGE, “Independent Directors: After the Crisis”, University of Oxford legal research paper series no. 72/2013, secondo il quale “[i]n 2007-08 global financial crisis has highlighted serious shortcomings in the system. Independent directors have in no way prevented firms’ excessive risk-taking; further, they have sometimes shown serious deficits in understanding the business they were supposed to control, and have remained very passive in addressing structural problems – in short, it is clear now that there were severe shortcomings and that boards can have ‘too much’ independence.”.

Nell’ordinamento italiano si vedano G. FERRARINI, “Ruolo degli amministratori indipendenti e lead independent director”, in “La corporate governance e il risparmio gestito”, Assogestioni, 2006, reperibile su www.assogestioni.it; G. PRESTI – F. MACCABRUNI, “Gli amministratori indipendenti: mito e realtà nelle esperienze anglosassoni”, in AGE, 1, 2003, 104 ss., i quali affermano che “*se [...] si passa a*

Secondariamente, ma non per importanza, l'indagine ha riguardato il concetto di "indipendenza", tutt'oggi modulato in base al contesto ed alla funzione che l'amministratore indipendente deve andare a ricoprire²⁰⁸. In particolare, con riferimento alla nozione di cui al Regolamento, l'art. 3, comma 1, lett. h), definisce gli amministratori indipendenti come "gli amministratori e i consiglieri in possesso dei requisiti di

un esame della capacità degli indipendenti di accrescere le performances della società nel loro complesso, così come vengono percepite dal mercato, non si rinviene alcun riscontro significativo", e ancora "il risultato di questa analisi, mentre conduce a confermare che le società tendono a rispondere alle crisi con un aumento del numero degli amministratori indipendenti, non fornisce evidenza del fatto che ciò si traduca in un miglioramento delle performances, anche se non vi è chiara evidenza neppure del contrario"; S. BRUNO, "Efficienza e modelli di amministrazione e controllo", in Riv. Dir. Comm., 2004, 1035, la quale sembra escludere l'influenza positiva degli indipendenti sulle prestazioni della società, affermando che "la maggior parte degli studi suggeriscono che non esiste alcun rapporto significativo diretto tra rendimento di un'impresa e [...] la composizione del board, e quindi la presenza di amministratori indipendenti, non incide sulle prestazioni della società" o anche che (p. 1036) "è stato dimostrato che, in media, all'annuncio della nomina di amministratori indipendenti nel board il prezzo delle azioni è salito dello 0,2%"; nello stesso senso anche M. BIANCO – G. PALUMBO, "Il CdA: quale funzione e quando è efficiente", in AGE 1, 2003, 19: "[l]e analisi empiriche non riscontrano l'esistenza di una relazione certa e significativa tra proporzione di amministratori indipendenti e performance dell'impresa".

La presenza degli amministratori indipendenti nel contesto delle operazioni con parti correlate e, più in generale, in tutte le cc.dd. *self-dealing transactions* è stata analizzata da M. BENNOURI – M. NEKHILE – P. TOURON, "Does Auditors' Reputation Discourage Related Party Transactions? The French Case", in corso di pubblicazione in "Auditing: a journal of practice and theory", reperibile su www.ssrn.com; con riferimento all'ordinamento statunitense, M. RYNGAERT – S. THOMAS, "Related Party Transactions: Their Origins and Wealth Effects", 2007, reperibile su www.ssrn.com; L. ENRIQUES – G. HERTIG – H. KANDA, "Related-Party Transactions" in "The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach", Oxford, 2009, 162, dove gli autori affermano che gli "Independent directors may not be the disinterested trustees that the law contemplates", ciò in quanto comunque controllati dal *top management* o dagli azionisti di controllo. Per l'ordinamento italiano si vedano M. MIOLA, "Le operazioni con parti correlate", in "Amministrazione e controllo nel diritto delle società", liber amicorum A. Piras, Torino, 2010; E. PUCCI, "Il parere degli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate: profili funzionali" in Riv. Soc., 2, 2014, 336; N. MICHIELI, "Gli amministratori indipendenti nel comitato parti correlate", in Giur. Comm., 5, 2014, 1027. Sul tema si veda anche S. COOLS, "The Dividing Line Between Shareholder Democracy and Board Autonomy: Inherent Conflicts of Interest as Normative Criterion", in *European Company and Financial Law Review* 11(2), 258-296, 1 June 2014. L'autrice analizza varie strategie per limitare i danni in caso di decisioni in presenza di conflitto di interessi, soffermandosi sull'ipotesi di conflitto derivante dalla posizione stessa degli amministratori (ad esempio quello in caso di decisioni sulle remunerazioni), definito "*inherent conflict of interest*". Nel caso delle operazioni con parti correlate il conflitto di interessi non sempre può dirsi connaturato alla posizione dell'amministratore, per tali motivi occorrono strategie di tutela diverse. In particolare, secondo l'autrice, in ordinamenti come quello italiano, caratterizzati dalla presenza di azionisti di controllo molto forti, in presenza di una OPC il rimedio migliore non è tanto quello di devolvere la decisione all'assemblea (dove comunque l'azionista di controllo riuscirebbe a far approvare l'operazione), quanto appunto il ricorso agli amministratori indipendenti ("Related party transactions with controlling shareholders are a special case. Because the shareholder controls the composition of the board, one might conjecture that all board members are conflicted. Moving the decision to the shareholder meeting will not be of much avail though, because of the controlling shareholder's weight in the vote, and special majority requirements would create a risk of opportunistic hold-up by minority shareholders [...]. Independent directors may be the best solution, since the conflict is not inherent to the position of director.").

²⁰⁸ La centralità del tema è testimoniata dalla Relazione della Consob per l'anno 2013, in cui si legge (p. 27) che "Anche l'applicazione della nozione di indipendenza degli amministratori prevista dalla legge e dall'autodisciplina presenta profili di criticità, pur nell'ambito di un generale miglioramento delle prassi societarie anche sulla scorta dell'autodisciplina. La sintetica informativa riportata nelle relazioni sul governo societario e nei comunicati diffusi a esito della verifica dell'indipendenza non consente, in alcuni casi, un adeguato apprezzamento delle valutazioni effettivamente svolte, soprattutto in presenza di relazioni tra gli amministratori e la società o soggetti a questa legati che possono assumere rilievo nella valutazione della sussistenza in capo agli amministratori non esecutivi del requisito di indipendenza".

indipendenza previsti dall'articolo 148, comma 3, del Testo unico e degli eventuali ulteriori requisiti individuati nelle procedure previste dall'articolo 4 o stabiliti da normative di settore eventualmente applicabili in ragione dell'attività svolta dalla società”, chiarendo comunque che “*qualora la società dichiarerà, ai sensi dell'articolo 123-bis, comma 2, del Testo unico, di aderire ad un codice di comportamento promosso da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria, che preveda requisiti di indipendenza almeno equivalenti a quelli dell'articolo 148, comma 3, del Testo unico, gli amministratori e i consiglieri riconosciuti come tali dalla società in applicazione del medesimo codice*”. Pertanto, al momento di predisporre le procedure è necessario valutare con attenzione i requisiti che gli amministratori indipendenti dovranno avere per poter essere eleggibili, in particolar modo per quelle società cui si applica anche il Regolamento Soggetti Collegati e per quelle che aderiscono al codice di autodisciplina. Per tali società infatti non sarà sufficiente il mero ricorso ai requisiti di indipendenza di cui all'art. 148 TUF. Peraltro, al di là degli specifici richiami normativi operati dal Regolamento, considerato che la disciplina regolamentare si fonda proprio sull'apporto degli amministratori indipendenti – che dunque non costituisce un mero complemento della regolamentazione in materia – a parere di chi scrive, il requisito di indipendenza adottato dovrà essere particolarmente stringente – nel senso di restringere quanto più possibile i rischi derivanti dalla selezione di un amministratore indipendente che potrebbe essere oggetto di “cattura” – al fine di garantire l'efficiente funzionamento della disciplina. L'irrelevanza dei soli criteri legali – siano essi previsti dal codice civile, dalle leggi speciali, dalle fonti di autodisciplina o dallo statuto – è provata dal recente caso Parmalat-Lactalis, nel cui contesto sono state rilevate irregolarità nella composizione del CdA e, in specie, nell'individuazione dei soggetti indipendenti che avrebbero dovuto costituire il Comitato Parti Correlate. Infatti, uno dei componenti di tale comitato, era stato in precedenza sindaco in alcune società gestite dal gruppo Lactalis (controllante e parte correlata di Parmalat), venendo così a mancare il necessario requisito di indipendenza in relazione alla carica amministrativa in Parmalat, pur nel rispetto dei requisiti formali prescritti dall'ordinamento²⁰⁹.

Per tali ragioni, pare opportuno riflettere più attentamente sul requisito di indipendenza, pur senza la pretesa di fornirne una interpretazione definitiva.

²⁰⁹ Secondo il Trib. Parma, decreto 28 marzo 2013 “*nella nomina dello stesso M.R. a presidente del Comitato di cui all'art. 8 del Regolamento Consob 17221 del 2010 va ravvisata una violazione della disciplina in materia di operazioni con parti correlate, non potendo egli ritenersi 'indipendente' alla stregua dello statuto; per di più, il ruolo indubbiamente primario che egli svolge in seno a tale organo societario consente di inferire ragionevolmente che detta situazione sia foriera di un danno patrimoniale quantomeno futuro per Parmalat S.p.A., in particolare in relazione al meccanismo di aggiustamento del corrispettivo per l'acquisizione di L.A.G.*”.

2.1.1 Il concetto di indipendenza degli organi di amministrazione e controllo nell'ordinamento italiano: un'ipotesi per un "criterio funzionale"

La stratificazione normativa relativa all'istituto dell'amministratore indipendente ha generato una disciplina multilivello, parzialmente flessibile in funzione dell'autonomia statutaria, ma certamente complessa da ricostruire. La dottrina, ormai copiosa sull'argomento, si è divisa su due tesi principali. La prima, intende l'indipendenza come un criterio di natura psicologica, dando maggior valore al fattore reputazionale, in modo da basarsi prevalentemente sulle qualità morali del soggetto da nominare quale amministratore indipendente. La seconda tesi vede l'indipendenza come un criterio oggettivo, da valutarsi in base ai rapporti (lavorativi, personali, familiari) che il supposto amministratore indipendente intrattiene o ha intrattenuto con la società o con i soggetti che la possiedono (azionisti di controllo) o la gestiscono (*manager* e altri amministratori). Entrambe le interpretazioni generano dubbi. La prima poiché si basa su un criterio chiaramente non oggettivo e molto difficile da provare o anche solo da accertare in costanza di carica (si dovrebbe rivalutare l'indipendenza in base al comportamento dell'amministratore indipendente o in base al suo essere o meno compiacente nei confronti di questo o quell'attore della *governance* societaria). La seconda in quanto, non esistendo, come si vedrà a breve, una classificazione tassativa e univoca delle relazioni che determinano la non indipendenza, non permette all'interprete una classificazione sistematica non solo dei casi di "indipendenza", ma nemmeno di quelli di "non indipendenza".

Nonostante i superiori dubbi, la tesi qui preferita, tra le due proposte, è certamente la seconda, essendo l'unica che consente un minimo di certezza del diritto ed essendo, peraltro, quella che meno si presta a elusioni²¹⁰.

²¹⁰ Per un approfondimento sul tema della definizione di indipendenza e sulle due tesi sopra proposte si rinvia ai numerosi contributi in dottrina. Si vedano, tra gli altri, R. RODORF, "Gli amministratori indipendenti", in *Giur. Comm.*, 2, 2007, 146, il quale definisce l'indipendenza come "autonomia di giudizio, che attribuisce a chi la possiede la capacità di esprimere valutazioni critiche non condizionate da vincoli o legami di rilievo"; P. FERRO-LUZZI, "Indipendente... da chi; da cosa?", in *Riv. Soc.*, 2008, 204, il quale in chiave critica afferma che "[i]ndipendente significa: non dipendente; ogni definizione al negativo è peraltro certamente insufficiente; in effetti dire ciò che una cosa non è poco significa per identificare ciò che una cosa è, il problema essendo infatti ad un tempo identificare la «fattispecie»: cosa determina in un soggetto l'indipendenza e, in stretta connessione, individuare anche quale valore aggiunto, ulteriore e diverso in ordine allo svolgimento della funzione amministrativa la qualifica di amministratore indipendente comporti rispetto chi amministratore indipendente è, ma non è, o non si qualifica, «indipendente».», per poi tentare di individuare una definizione dell'indipendente come (p. 207) "l'amministratore che ha un valore di reputazione proprio superiore della carica, valore ovviamente da intendersi non nel senso del valore marginale della moneta, ma valore professionale e personale proprio.", e ancora (p. 209): "la sempre più minuziosa, analitica, dettagliata classificazione delle situazioni impeditive del requisito di indipendenza [...] al limite conduce a ritenere che veramente indipendente sia chi con il mondo degli affari poco ha avuto a che fare [...]"; A. PERICU, "Il ruolo degli amministratori indipendenti nei paesi dell'Europa continentale", in *AGE*, 2003, 122, il quale parla di *indipendenza personale e «biografica» dai soggetti portatori degli interessi in conflitto*"; L.A. BIANCHI, "Il T.U.F. e il

Non resta, dunque, che tentare un inquadramento delle norme dedicate al fenomeno dell'indipendenza e degli amministratori indipendenti. Si potrebbe operare, alla stregua della migliore dottrina, una distinzione sulla base del tipo di fonte utilizzata (leggi, regolamenti, *soft law*)²¹¹. Tuttavia, da un punto di vista squisitamente empirico, pare più agevole distinguere fra tre principali categorie di regole (termine quest'ultimo da intendersi in senso lato, ossia indipendentemente dalla fonte utilizzata).

Un primo gruppo di norme si riferisce alle *regole contenenti una definizione di "indipendenza"*²¹²: (i) art. 2399 c.c.²¹³, che elenca una serie di cause di ineleggibilità dei

consiglio di amministrazione degli emittenti", in Riv. Soc., 4, 2014, 831 secondo il quale "un amministratore non è indipendente se versa in una delle situazioni ostative che prevede il Codice di autodisciplina, non già se il "atteggiamento" viene ritenuto connotato da una mancanza di indipendenza", avvertendo inoltre che "qualora queste relazioni personali [ndr l'autore si riferisce ai rapporti di amicizia tra l'amministratore con i soci o il management della società in cui assume la carica] venissero ritenute ostative rispetto alla sussistenza dell'indipendenza dell'amministratore in questione, la valutazione di questo requisito sconfinerebbe, di fatto, nell'accertamento dello "stato mentale individuale", ossia sarebbe relativa a un profilo che, per sua natura, non è in alcun modo misurabile né, soprattutto, dimostrabile, se non a prezzo di considerare rilevanti veri e propri pregiudizi o giudizi a priori, se non mere opinioni soggettive (no, peraltro, disinteressate", ed esprimendo analogo giudizio negativo sulla "pretesa di assegnare rilevanza, nell'ambito della valutazione periodica dell'indipendenza, alla "condotta" di un determinato amministratore nella vita societaria", offrendo infine una serie di criteri *de iure condendo* per una futura maggiormente certa individuazione del requisito di indipendenza; A. CAPRARA, "La clausola generale dell'indipendenza: nozione e declinazioni operative", in "Le clausole generali nel diritto societario" a cura di G. MERUZZI e G. TANTINI, nel Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia diretto da F. GALGANO, 320, secondo il quale "l'indipendenza non è un mero stato psicologico, un modo di essere e di relazionarsi, ma è una condizione percepibile e misurabile e, quindi, giuridicamente oggettivizzabile."; tali posizioni sono condivise anche da G. STRAMPELLI, "Sistemi di controllo e indipendenza nelle società per azioni", Milano, 2013. Nonostante le varie definizioni offerte vi è chi in dottrina, correttamente, afferma che "È chiaro peraltro che nessuna definizione sarà tanto precisa (e nessuna procedura sarà tanto efficace) da garantire che alla qualifica di indipendenza consegua nei fatti autonomia di giudizio: in questo senso, i veri presidi a tutela del rischio di cattura rimangono quelli di carattere reputazionale che incombono, o dovrebbero incombere, sull'amministratore che non svolga adeguatamente le proprie funzioni" (così si è espresso L. ENRIQUES, "La corporate governance delle società quotate italiane: sfide e opportunità", in Giur. Comm., 4, 2012, 493).

²¹¹ Il riferimento è a D. REGOLI, "Gli amministratori indipendenti e i codici di autodisciplina", in "La governance delle società di capitali, a dieci anni dalla riforma", M. VIETTI (a cura di), Egea, 2013, 138. Secondo l'autore, il c.d. statuto dell'amministratore indipendente è il risultato di "a) disposizioni *ad hoc* di fonte legale, essenzialmente di rango primario, le quali «fissano» nell'ordinamento la previsione dell'istituto e disciplinano i casi in cui la sua adozione è obbligatoria. A tali previsioni si sono aggiunte – e continuano ad aggiungersi – disposizioni di livello secondario (regolamentare) che [...] contribuiscono a delineare specifiche funzioni degli amministratori indipendenti; b) norme di fonte privata, principalmente contenute nei codici di autodisciplina o, in misura minore, negli statuti e in altri regolamenti contrattuali o di governance (come i regolamenti dei comitati interni alle singole società), dedite prevalentemente alla disciplina dei profili applicativi dell'istituto; c) norme «di sistema», ossia previsioni di fonte primaria alle quali è necessario/opportuno ricorrere al fine di integrare la disciplina e rendere più efficace il funzionamento dell'istituto: essenzialmente, le norme sulla nomina, la durata del mandato, i compensi, la cessazione, i doveri e le responsabilità.". Sul tema si veda anche N. MICIELLI, "Gli amministratori indipendenti nel comitato parti correlate", in Giur. Comm., 5, 2014, 1027.

²¹² Occorre anticipare che l'ordinamento italiano non offre di certo criteri risolutivi circa l'individuazione del criterio di indipendenza, considerato che i requisiti per potersi definire "indipendente" "sono mantenuti nella più assoluta e voluta vaghezza" (così F. DENOZZA, "L'"amministratore di minoranza" e i suoi critici", in Giur. Comm., 6, 2005). Peraltro, fino alla normativizzazione degli amministratori indipendenti, il requisito dell'indipendenza era utilizzato solo con riferimento ai sindaci, in quanto ritenuto "indispensabile per svolgere funzioni di controllo, come quelle riservate ai sindaci, ma non certo amministrative." (in tal senso si è espresso R. RODORF, "Gli amministratori indipendenti", in Giur. Comm., 2, 2007, 143).

²¹³ Art. 2399 c.c.: "Non possono essere eletti alla carica di sindaco e, se eletti, decadono dall'ufficio: a)

sindaci che, per molti versi, costituiscono il sostrato per le definizioni di indipendenza contenute nella normativa speciale²¹⁴; (ii) artt. 13 e 18-*bis* TUF che rinviano ai requisiti di indipendenza stabiliti dal ministero dell'economia e delle finanze, rispettivamente, dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso Sim, società di gestione del risparmio, Sicav e Sicaf e dei consulenti finanziari abilitati; art. 148, comma 3, TUF, che individua le cause di ineleggibilità dei sindaci nelle società sottoposte a vigilanza²¹⁵; art. 26 TUB, che stabilisce, tra l'altro, i requisiti di indipendenza degli esponenti aziendali degli enti creditizi rinviando ad un regolamento del ministero dell'economia e delle finanze, adottato sentita la Banca d'Italia; principio 3.P.1 del Codice di Autodisciplina (versione luglio 2015) secondo cui gli amministratori indipendenti sono coloro i quali *“non intrattengono, né hanno di recente intrattenuto, neppure indirettamente, con l'emittente o con soggetti legati all'emittente, relazioni tali da condizionarne attualmente l'autonomia di giudizio”*. Tale principio va letto insieme ai criteri di cui al punto 3.C.1 del Codice di Autodisciplina (versione luglio 2015) che individua una serie di ipotesi in cui un soggetto non può definirsi indipendente. Infine è bene citare, quale ideale complemento e sintesi della molteplicità di definizioni esistenti, la Raccomandazione della Commissione UE sul ruolo degli amministratori senza incarichi esecutivi, in cui anche le istituzioni europee prendono atto che *“non è possibile stendere un elenco esaustivo di tutto ciò che può costituire una minaccia all'indipendenza degli amministratori”*²¹⁶.

coloro che si trovano nelle condizioni previste dall'articolo 2382; b) il coniuge, i parenti e gli affini entro il quarto grado degli amministratori della società, gli amministratori, il coniuge, i parenti e gli affini entro il quarto grado degli amministratori delle società da questa controllate, delle società che la controllano e di quelle sottoposte a comune controllo; c) coloro che sono legati alla società o alle società da questa controllate o alle società che la controllano o a quelle sottoposte a comune controllo da un rapporto di lavoro o da un rapporto continuativo di consulenza o di prestazione d'opera retribuita, ovvero da altri rapporti di natura patrimoniale che ne compromettano l'indipendenza.

La cancellazione o la sospensione dal registro dei revisori legali e delle società di revisione legale e la perdita dei requisiti previsti dall'ultimo comma dell'art. 2397 c.c. sono causa di decadenza dall'ufficio di sindaco.

Lo statuto può prevedere altre cause di ineleggibilità o decadenza, nonché cause di incompatibilità e limiti e criteri per il cumulo degli incarichi.”

²¹⁴ A tale norma fanno rinvio altre disposizioni del codice civile: art. 2403-*bis*, comma 4, relativo all'indipendenza dei collaboratori del sindaco; per il sistema monistico, art. 2409-*septiesdecies* relativo ai requisiti di almeno un terzo dei componenti del consiglio di amministrazione e art. 2409-*octiesdecies* relativo ai requisiti dei componenti del comitato per il controllo interno; art. 2417 c.c., relativo ai requisiti di eleggibilità del rappresentante comune degli obbligazionisti.

²¹⁵ Norma cui rinviano, tra l'altro, l'art. 147-*ter*, comma 4, TUF, per i requisiti degli amministratori indipendenti nelle società quotate e l'art. 3 del Regolamento per identificare i requisiti degli amministratori indipendenti nelle procedure op.

²¹⁶ Si veda l'Allegato II (“Profilo degli amministratori senza incarichi esecutivi o dei membri del consiglio di sorveglianza indipendenti”) della Raccomandazione della Commissione UE del 15 febbraio 2005 (2005/162/CE).

Un secondo gruppo di norme, contiene *regole che identificano specifiche funzioni del soggetto indipendente, delineandone meglio i confini operativi*: art. 21, comma 1, lett. c) TUF, relativo alle modalità con cui i soggetti abilitati allo svolgimento di servizi di investimento devono svolgere il proprio incarico (“*svolgono una gestione indipendente, sana e prudente*”); artt. 7, comma 1, lett. a) e 8, comma 1, lett. b) e c), Regolamento, con cui si individua la funzione specifica degli indipendenti nel contesto di una opc (“*esprima un motivato parere non vincolante sull’interesse della società al compimento dell’operazione nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni*” e, per le operazioni di maggiore rilevanza, “*siano coinvolti nella fase delle trattative e nella fase istruttoria attraverso la ricezione di un flusso informativo completo e tempestivo e con la facoltà di richiedere informazioni e di formulare osservazioni agli organi delegati e ai soggetti incaricati della conduzione delle trattative o dell’istruttoria*”); principi 2.C.3 e 2.C.4 del Codice di Autodisciplina (versione luglio 2015) relativi alla nomina ed alle funzioni del *lead independent director*; principio 3.C.6 del Codice di Autodisciplina (versione luglio 2015) secondo cui gli amministratori indipendenti si riuniscono almeno una volta l’anno in assenza degli altri amministratori.

Infine, un terzo gruppo di norme, contenente *regole che si limitano a fare riferimento al criterio di indipendenza, senza specificarne i contorni e senza fornire indizi circa le funzioni che dovrebbero essere svolte*: art. 2351, ult. comma, c.c., secondo cui ai titolari degli strumenti finanziari di cui agli artt. 2346, comma 6, e 2349, comma 2, c.c., può essere riservata, secondo modalità stabilite dallo statuto, la nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco; art. 2343-ter c.c., relativo alla stima dei conferimenti in natura effettuata dall’esperto indipendente per evitare la stima operata dal soggetto designato dal tribunale ai sensi dell’art. 2343 c.c.; art. 135-decies, comma 2, lett. f), TUF, disciplinante il caso di conflitto di interessi del rappresentato cui è conferita una delega di voto nel caso in cui questi sia legato alla società (da rapporti di lavoro o patrimoniali) o ai soggetti che la controllano o amministrano in modo tale da comprometterne l’indipendenza; art. 1, sezione IV, Cap I, Titolo I, Parte Prima delle nuove disposizioni di vigilanza per le banche di cui alla Circolare Banca d’Italia n. 285 del 17 dicembre 2013, ove si fa riferimento generico ai requisiti degli organi di supervisione strategica e di gestione²¹⁷.

Dal citato quadro normativo e, specialmente, dalle regole rientranti nel primo

²¹⁷ La disposizione citata statuisce che tra gli organi di supervisione strategica e gestione vi siano soggetti “*pienamente consapevoli dei poteri e degli obblighi inerenti alle funzioni che ciascuno di essi è chiamato a svolgere (funzione di supervisione o gestione; funzioni esecutive e non; componenti indipendenti, ecc.)*”.

gruppo, si deduce l'assenza, nel nostro ordinamento, di una definizione di indipendenza astratta e valevole per tutte le situazioni in cui sia richiesto il supporto di un soggetto indipendente. La differenziazione tra “regole sul criterio dell'indipendenza” e “regole sulla funzione dell'indipendenza” serve dunque a delineare meglio e più concretamente la figura dell'amministratore indipendente che non è tale in quanto “ontologicamente indipendente”²¹⁸, ma solo in quanto “funzionalmente indipendente”²¹⁹, ossia considerando la specifica funzione che lo stesso è chiamato a svolgere²²⁰.

2.1.2 *L'independent director ed il concetto di indipendenza nel diritto inglese*

Benché l'amministratore indipendente sia una figura importata in Italia dagli ordinamenti anglosassoni, il CA 2006 non propone una netta distinzione tra amministratori esecutivi e amministratori non esecutivi, né tantomeno contiene alcuna definizione di “*independent director*”²²¹. La differenziazione tra le varie categorie di amministratori, così come la teorizzazione di un amministratore indipendente, che abbia requisiti diversi dal semplice *outside director*, si deve all'elaborazione dottrinale e giurisprudenziale ed alle spinte delle associazioni di categoria²²².

²¹⁸ Come rilevato correttamente dal già citato A. CAPRARA, “La clausola generale dell'indipendenza: nozione e declinazioni operative”, in “Le clausole generali nel diritto societario” a cura di G. MERUZZI e G. TANTINI, nel Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia diretto da F. GALGANO, 320, “*l'indipendenza non è un mero stato psicologico, un modo di essere e di relazionarsi, ma è una condizione percepibile e misurabile e, quindi, giuridicamente oggettivizzabile*”. A conferma di tale tesi anche certa giurisprudenza statunitense, si veda *Telxon Corp v. Meyerson* 802 A.2d. 257 (Del. 2002), 264, in cui la corte del Delaware, rigettando una concezione “psicologica” di indipendenza, statuisce il principio secondo cui i “*directors must not merely be independent, but must act independently*”.

²¹⁹ Sempre secondo A. CAPRARA, “La clausola generale dell'indipendenza: nozione e declinazioni operative”, in “Le clausole generali nel diritto societario” a cura di G. MERUZZI e G. TANTINI, nel Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia diretto da F. GALGANO, 317, “*Il processo di astrazione utilizzato dal legislatore per descrivere l'indipendenza, ricorda per certi versi il c.d. metodo tipologico, che al “concetto”, avente carattere formale, astratto, frutto di un “processo di astrazione generalizzante”, contrappone il “tipo”, anch'esso figlio di un processo di astrazione, non rigidamente definibile a priori, dove i “dati caratteristici vengono evidenziati in funzione di un quadro complessivo colto mediante l'intuizione*”, aggiungendo poi che “*naturale corollario sarà l'abbandono di una lettura meramente formale di eventuali cataloghi di ipotesi di intellegibilità e decadenza, da considerare mere presunzioni di assenza di indipendenza, prediligendo una lettura sostanziale del requisito*”.

²²⁰ In tal senso, si cita sempre A. CAPRARA, “La clausola generale dell'indipendenza: nozione e declinazioni operative”, in “Le clausole generali nel diritto societario” a cura di G. MERUZZI e G. TANTINI, nel Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia diretto da F. GALGANO, 320, il quale, citando a sua volta U. TOMBARI, “Verso uno «statuto speciale» degli amministratori indipendenti”, in Riv. Dir. Soc., 1, 2007, 57, afferma che “*l'indipendenza è “conseguenza di un atto volontario”, con il quale l'indipendente “accetta di essere assoggettato alla relativa disciplina*”. Di tale avviso anche F. DENOZZA, “I requisiti di indipendenza”, 2005, reperibile su www.nedcommunity.com, secondo il quale la definizione di indipendenza da prediligere nel caso di specie, tra le tante disponibili, è “*quella che consente al soggetto in questione di svolgere al meglio la funzione cui è chiamato*”.

²²¹ Ciò che al massimo è rinvenibile nel CA 2006 sono norme di carattere funzionale (ossia della tipologia indicata nel paragrafo precedente alla lettera b), come ad esempio l'art. 173 CA 2006 secondo cui “*A director of a company must exercise independent judgment*”.

²²² Per tali aspetti si vedano T. BOXELL, “A practitioner's guide to directors' duties and responsibilities”,

In particolare, negli ultimi anni si sono diffuse fonti di *soft law* di varia natura cui la normativa primaria ha finito col fare riferimento. Anche nelle LR (che prevedono, dal 2014, una procedura particolare a garanzia delle minoranze per la nomina degli amministratori indipendenti²²³) la definizione di amministratore indipendente richiama quella di cui allo UK Corporate Governance Code²²⁴. Su tali basi, occorre pertanto analizzare i criteri di indipendenza offerti dal citato codice di *corporate governance* inglese.

Innanzitutto, è previsto che il CdA identifichi gli amministratori non esecutivi

Thomson Reuters, 2013, 19; Y. ZHAO, “Corporate Governance and Directors’ Independence”, Wolters Kluwer, 2011, 141, secondo il quale il termine “indipendente” “*suggests a status free from control of others in action or judgement, and identifies one who is capable of making decisions on their own*”, L. ENRIQUES – H. HANSMANN – R. KRAAKMAN, “The Basic Governance Structure: the Interest of Shareholders as a Class” in “The Anatomy of Corporate Law: a Comparative and Functional Approach”, Oxford, 2009, 65, ove gli autori sostengono che “*Truly independent directors are board members who are not strongly tied by high-powered financial incentives to any of the company’s constituencies but who are motivated principally by ethical and reputational concerns*”. Tra i più recenti contributi in merito al tema degli amministratori non esecutivi si veda la guida redatta dall’ICSA (Institute of Chartered Secretaries and Administrators), “ICSA guidance on liability of non-executive directors: care, skills and diligence”, gennaio 2013, reperibile su www.icsa.org.uk, il cui principio 6.7 statuisce che “*Newly-appointed non-executive directors should understand that their role is to provide independence, oversight and constructive challenge to the board. This governance role contrasts with the role of the executive team which is to manage the business. Non-executive directors should contribute to the development of strategy, bringing their experience and expertise to bear, and should hold the executive to account for delivery of the strategy, effectiveness of the internal controls, oversight of risk etc. They should also bring their specific relevant expertise to the workings of board committees*”. Contribuendo così all’individuazione di caratteristiche maggiormente determinate per comprendere il ruolo e la funzione degli *outside directors*.

²²³ Si vedano le LR 9.2.2 ss. e, per un commento, quanto riportato nella nota dello studio legale Norton Rose Fulbright (consultabile su <http://www.nortonrosefulbright.com/knowledge/publications/108924/uk-listing-regime-tightened-for-premium-listed-companies>): “*the Revised Rules impose a dual voting process on the election or re-election of independent directors at general meetings for Premium Listed companies that have a controlling shareholder. This is on the basis that independent directors act as an important source of challenge and control and the FCA therefore sees it as essential that minority shareholders have a proper say in their election. The dual approval process requires such appointments to be approved by independent shareholders as well as by shareholders as a whole (in the Response Statement the FCA notes that the requirement can be met through holding a single vote or proposing a single resolution provided that the votes of independent shareholders can be identified by the company). Where the two votes conflict, a further vote may be held not less than 90 days (and not more than 120 days) later on a simple majority basis (i.e. the majority vote will ultimately prevail, but independent shareholders will have had an enhanced opportunity to register a “protest” vote). [...]. Enhanced disclosure requirements also apply to circulars relating to the appointment of independent directors by Premium Listed companies with controlling shareholders, including disclosure of any previous or existing relationships, transactions or arrangements with the controlling shareholder or its associates. A description must also be included covering why the company considers the relevant individual will be an effective director, how it has determined their independence and the process it has followed in selecting them for the role*”.

²²⁴ Si veda il documento redatto dalla FCA, “Listing rules (listing regime enhancements) instrument 2014”, FCA 2014/33, reperibile su http://media.fshandbook.info/Legislation/2014/FCA_2014_33.pdf, in cui si legge che è indipendente “*a director whom a new applicant or listed company has determined to be independent under the UK Corporate Governance Code*”. Peraltro, durante la procedura di consultazione per la modifica al regime delle LR decorrente dal 2014, la FCA si era interessata al tema prevedendo, in una prima fase di consultazione, che il requisito di maggioranza degli amministratori indipendenti nel *board* divenisse obbligatorio per le società con un regime di *premium listing* (previsione fino a quel momento basata solo sul *comply or explain* con riferimento allo UK Corporate Governance Code). La proposta è stata poi accantonata nelle fasi successive di consultazione in quanto, come rilevato dallo studio legale Norton Rose Fulbright, “*it (ndr la FCA) considers that it is the quality, not the number, of independent directors that is important. It was, however, noted that this was a finely balanced result and that it will therefore revisit this topic in the future if necessary*” (il commento al nuovo regime delle LR è reperibile su <http://www.nortonrosefulbright.com/knowledge/publications/108924/uk-listing-regime-tightened-for-premium-listed-companies>).

dotati del requisito dell'indipendenza, valutando sia il soggetto che la sua indipendenza di giudizio sulla base di eventuali circostanze di fatto. Almeno la metà del CdA, escluso il Presidente, dovrebbe possedere i requisiti di indipendenza (le società più piccole dovrebbero avere almeno due amministratori indipendenti). Il CdA può ritenere indipendente un amministratore che, secondo le presunzioni di cui allo stesso UK Corporate Governance Code, non appaia indipendente²²⁵. In tal caso il CdA dovrà motivare la deliberazione e sarà passibile di responsabilità per tale dichiarazione.

Le presunzioni di indipendenza del codice di corporate governance inglese risultano più ampie rispetto a quelle previste nel nostro ordinamento sia nel codice civile (art. 2399 c.c.) che nella normativa secondaria (art. 148 TUF), avvicinandosi più ai criteri offerti dal Codice di Autodisciplina e, per certi versi, andando oltre.

Rispetto al nostro Codice di Autodisciplina, la differenza sostanziale che si rileva è che mentre in Italia è pacificamente ammesso – nonché assolutamente frequente – che un amministratore indipendente ricopra la medesima carica in più società, sia all'interno che al di fuori del medesimo gruppo²²⁶, diversamente il codice di *corporate governance* inglese sembra escludere l'indipendenza non solo nel caso in cui

²²⁵ Di seguito il testo originale delle disposizioni dello UK Corporate Governance Code (versione 2014) qui richiamate:

“B.1.1. The board should identify in the annual report each non-executive director it considers to be independent. The board should determine whether the director is independent in character and judgement and whether there are relationships or circumstances which are likely to affect, or could appear to affect, the director’s judgement. The board should state its reasons if it determines that a director is independent notwithstanding the existence of relationships or circumstances which may appear relevant to its determination, including if the director:

- *has been an employee of the company or group within the last five years;*
- *has, or has had within the last three years, a material business relationship with the company either directly, or as a partner, shareholder, director or senior employee of a body that has such a relationship with the company;*
- *has received or receives additional remuneration from the company apart from a director’s fee, participates in the company’s share option or a performance-related pay scheme, or is a member of the company’s pension scheme;*
- *has close family ties with any of the company’s advisers, directors or senior employees;*
- *holds cross-directorships or has significant links with other directors through involvement in other companies or bodies;*
- *represents a significant shareholder; or*
- *has served on the board for more than nine years from the date of their first election.*

B.1.2. Except for smaller companies,⁶ at least half the board, excluding the chairman, should comprise non-executive directors determined by the board to be independent. A smaller company should have at least two independent non-executive directors?”.

²²⁶ L'unica restrizione posta dal Codice di Autodisciplina concerne gli incarichi multipli laddove un amministratore indipendente ricopra anche la carica di amministratore esecutivo in altre società. Peraltro, secondo una recente pronuncia del Tribunale di Trieste (8 ottobre 2011), *“L’amministratore che abbia rivestito la carica di consigliere o che sia dirigente della società presentatrice della lista di appartenenza soddisfa il requisito di indipendenza di cui agli art. 147 ter t.u.f. e 3 cod. autodisciplina.”*. Diverse conclusioni nel caso in cui lo stesso soggetto sia amministratore indipendente in una società del gruppo dopo aver ricoperto la carica di sindaco in altra società. Infatti, come rilevato dalla pronuncia del Tribunale di Parma del 29 marzo 2013, *“Costituisce grave irregolarità, rilevante ai sensi dell’art. 2409 c.c., la nomina come amministratore indipendente di un soggetto che ha già rivestito l’incarico di sindaco in alcune società del gruppo, in quanto la relativa retribuzione, commisurata all’importanza e al prestigio della carica, mina la sua autonomia di giudizio.”*.

l'amministratore indipendente sieda in più consigli di amministrazione dove siano presenti anche altri amministratori dell'emittente ("*cross-directorships*"), ma anche quando abbia collegamenti con altri amministratori della società in funzione della sua partecipazione in altre società o entità (e qui l'utilizzo del termine "*bodies*" va inteso, a parere di scrive, in senso ampio, comprendente dunque relazioni non necessariamente con altre società ma anche, ad esempio, con associazioni o fondazioni). In tal senso, il Codice di Autodisciplina si limita ad escludere l'indipendenza quando l'amministratore "*riveste la carica di amministratore esecutivo in un'altra società nella quale un amministratore esecutivo dell'emittente abbia un incarico di amministratore*".

Pare dunque evidente, alla luce di quanto sopra esposto, che nemmeno nel Regno Unito sia stata elaborata una definizione compiuta e certa di "indipendenza" o di "amministratore indipendente". La prevalenza di elenchi di presunzioni, peraltro in chiave negativa per identificare chi indipendente non è, sembra essere l'unico appiglio normativo per individuare l'amministratore indipendente. Ciò non sorprende in quanto, anche in Italia, dove il sistema di *civil law* garantisce un maggior ricorso ai principi ed alle clausole generali, il concetto di indipendenza si è evoluto solo di recente – e non esaustivamente – alla stregua di principi quali la buona fede, diventando una c.d. "clausola generale" soggetta, per sua natura, ad interpretazioni elastiche. Nel Regno Unito probabilmente si arriverà ad un risultato simile e l'indipendenza verrà elevata a criterio fondamentale per l'individuazione degli amministratori non esecutivi (cosa che, nella prassi, già avviene), ma tale processo richiede forse più tempo rispetto a quanto avviene negli ordinamenti di *civil law*, poiché destinato stratificarsi attraverso l'interpretazione giurisprudenziale.

2.2 Il parere degli amministratori indipendenti ai sensi del Regolamento Consob: tipologia e funzioni

Come ampiamente anticipato, il ruolo principale degli amministratori indipendenti nel contesto di una operazione con parti correlate è quello di garantire la correttezza dell'operazione attraverso un *assessment* della stessa e il rilascio di un "*parere motivato sull'interesse della società al compimento dell'operazione nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni*" (artt. 7, comma 1, lett. a) e 8, comma 1, lett. c) del Regolamento). Occorre dunque indagare quali siano le caratteristiche di tale parere al fine di comprenderne a fondo la funzione.

2.2.1 Il parere dell'amministratore indipendente nel Regolamento Consob: un parere di legittimità sul

rispetto delle procedure o un parere sul merito dell'operazione?

Il tema relativo alla natura del parere degli amministratori indipendenti ha diviso la dottrina che si è occupata di commentare il Regolamento all'indomani della sua emanazione. Le due tesi che si sono contrapposte prendono le mosse da una concezione molto diversa della funzione tipica dell'amministratore indipendente, arrivando a sostenere, da un lato, che lo stesso non abbia le competenze e, in un certo senso, il diritto di sindacare l'opportunità commerciale di un'operazione, dall'altro, che l'amministratore indipendente, proprio in quanto amministratore, non possa avere alcuna limitazione di poteri circa le valutazioni da fare in merito all'operazione deliberanda²²⁷. È comunque opportuno osservare che il comitato parti correlate non sempre opera nell'esercizio di un potere, infatti in molti casi (*i.e.* operazioni di minore rilevanza) il parere rilasciato è meramente consultivo, non vincolando in alcun modo l'operato del CdA in sede di deliberazione. In simili casi, l'eventuale valutazione di merito compiuta avrebbe comunque una rilevanza marginale. Diversamente, l'analisi circa l'ampiezza dei poteri degli indipendenti, assume rilevanza quando il parere da questi rilasciato è vincolante o anche quando gli stessi partecipino alla fase delle trattative (*i.e.* operazioni di maggiore rilevanza).

A fronte di quanto precede, senza volersi apoditticamente schierare a favore di una delle due tesi – se, cioè, il parere possa investire o meno il merito dell'operazione – per comprendere quale sia la portata del parere – e dunque quale sia in effetti la reale competenza degli amministratori indipendenti – occorre sgombrare la mente dai pregiudizi circa la natura della carica in se, analizzando nel dettaglio i dati che gli amministratori dipendenti devono considerare ai fini della redazione dell'*opinion*.

In prima istanza, gli artt. 7 e 8 del Regolamento prescrivono che il parere verta

²²⁷ Sostengono la tesi per cui l'amministratore indipendente non possa sindacare il merito delle scelte gestionali A. POMELLI, "La disciplina Consob delle operazioni con parti correlate", in *Nuove Leggi Civili Commentate*, 2010, 1359; E. PUCCI, "Il parere degli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate: profili funzionali" in *Riv. Soc.*, 2, 2014; P. MONTALENTI, "Le operazioni con parti correlate: questioni sistematiche e problemi applicativi", in *Riv. Dir. Comm.* 1, 2015, 70.

Per la tesi favorevole alla valutazione sul merito si vedano D. REGOLI, "Gli amministratori indipendenti e i codici di autodisciplina", in "La governance delle società di capitali, a dieci anni dalla riforma", M. VIETTI (a cura di), Egea, 2013, 150; A. MAZZONI, "Operazioni con parti correlate e abusi", testo della relazione al Convegno «A quindici anni dal T.U.F.. Bilanci e prospettive», 13 e 14 giugno 2013, Università Bocconi di Milano; M. HOUBEN, "Banche quotate e procedure per le operazioni con parti correlate: principi Consob e disposizioni della Banca d'Italia", in *BIS*, 2014, 152; seppur in chiave critica, ASSONIME, "La disciplina della Consob in materia di operazioni con parti correlate", circolare n. 38/2010, 71, secondo cui il "comitato degli amministratori indipendenti che nella logica, criticabile, del Regolamento deve esprimere una valutazione sul merito dell'operazione oltre che di correttezza sostanziale e procedurale". In senso favorevole si è espressa anche la giurisprudenza (*Trib. Milano, Ordinanza 20 dicembre 2013* sul caso Fondiaria SAI) pur sostenendo che la valutazione finale circa il merito dell'operazione spetta comunque alla collegialità del CdA.

su tre elementi principali: (i) interesse della società al compimento dell'operazione; (ii) convenienza delle condizioni dell'operazione; e (iii) correttezza sostanziale delle condizioni dell'operazione. Come evidenziato in dottrina, la valutazione sull'interesse sociale è il dato che crea maggiori problemi²²⁸. Innanzitutto perché la stessa nozione di interesse sociale ha diviso e continua a dividere la migliore dottrina e, dunque, l'oggetto stesso della valutazione non è suscettibile di interpretazione uniforme ed univoca; poi perché tale valutazione non è espressamente contemplata nell'art. 2391-bis c.c. (e ciò avrebbe condotto, secondo alcuni, ad un "eccesso di delega" della Consob); infine perché sembrerebbe riservare a un ristretto novero di amministratori una decisione di carattere imprenditoriale fondamentale²²⁹.

La prima argomentazione, benché fondata su una preoccupazione legittima – l'incertezza della valutazione – non può legittimare l'eliminazione del concetto di "interesse sociale" dal novero degli elementi di valutazione del comitato indipendenti. Se così fosse, sulla base del disaccordo esistente in dottrina, nessuna normativa dovrebbe fare più alcun riferimento all'interesse sociale sulla base del fatto che l'utilizzo di tale nozione determinerebbe incertezza sull'interpretazione della normativa stessa. Sarebbe di certo stato meno problematico se la Consob avesse – coraggiosamente – fatto riferimento ad una delle concezioni in cui l'interesse sociale può essere declinato (ad esempio, citando una delle varie tesi prospettate, parlando di interesse all'accrescimento del valore delle partecipazioni nel lungo periodo o, come suggerito anche dalla proposta di modifica alla direttiva sui diritti degli azionisti, facendo espresso riferimento all'interesse degli azionisti, inclusi quelli di minoranza²³⁰).

²²⁸ In dottrina (P. MONTALENTI, "Le operazioni con parti correlate: questioni sistematiche e problemi applicativi", in Riv. Dir. Comm. 1, 2015, 70), si è precisato che l'elemento di valutazione *sub* (ii) (convenienza delle condizioni dell'operazione) "*debba essere riguardat[o] come specificazione del criterio di correttezza e non come valutazione di merito dell'operazione.*". Ne discende che "*convenienza delle condizioni significa congruità dei prezzi, delle forme di pagamento, dell'impatto finanziario*", quali termini di ragionevolezza ed economicità complessivi dell'operazione. La tesi è assolutamente condivisibile limitandosi all'esegesi di cosa debba intendersi per "valutazione della convenienza delle condizioni dell'operazioni". Tuttavia non paiono pienamente condivisibili le conclusioni che, attraverso il detto *iter* argomentativo, sembrerebbero escludere una valutazione degli indipendenti sulla "convenienza dell'operazione" (e non, dunque, sulle sue condizioni). A parere di chi scrive, infatti, la valutazione di convenienza sull'operazione da parte degli amministratori indipendenti deve farsi discendere non tanto dalla "valutazione della convenienza delle condizioni dell'operazione" (come giustamente sottolinea il Montalenti), quanto piuttosto dalla valutazione circa la sussistenza dell'interesse della società al compimento dell'operazione, elemento indicato al punto (i) nel testo.

²²⁹ Sostiene tali argomentazioni E. PUCCI, "Il parere degli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate: profili funzionali" in Riv. Soc., 2, 2014.

²³⁰ Proposta di direttiva della Commissione EU 2014/0121 (COD), 15: "*Le operazioni con parti correlate che rappresentano più dell'1% degli attivi dovrebbero essere annunciate pubblicamente dalle società al momento della loro conclusione e l'annuncio dovrebbe essere accompagnato con una relazione di un terzo indipendente che valuti la conformità dell'operazione con le condizioni di mercato e ne confermi la correttezza e la ragionevolezza dal punto di vista degli*

La seconda argomentazione adottata – “eccesso di delega” rispetto al disposto dell’art. 2391-*bis* c.c. – appare quantomeno infondata. Infatti, l’art. 2391-*bis* c.c. contiene una “delega” dalle maglie molto larghe. Parlando di “*principi generali indicati dalla Consob*” infatti, la norma conferisce all’autorità di vigilanza il potere di emanare sul tema *de qua* addirittura norme di principio incluse, a parere di scrive, norme che si riferiscono alla valutazione sull’interesse sociale. Semmai l’eccesso di delega potrebbe essere rinvenibile nel fatto che la disciplina del Regolamento non è composta da principi ma da procedure tecniche particolarmente dettagliate. Il richiamo all’interesse sociale – assolutamente generico – operato dal Regolamento non contrasta con i principi di corretta amministrazione propri del diritto societario italiano in quanto è dovere di ciascun amministratore tutelare quanto più possibile l’interesse sociale, di là dalla definizione che di esso si voglia accogliere. Ciò implica che, anche laddove la Consob non avesse fatto riferimento all’interesse sociale nel parere degli indipendenti, gli stessi avrebbero comunque potuto effettuare delle valutazioni in tal senso.

Per ciò che concerne la terza e ultima argomentazione – la riserva della valutazione dell’interesse sociale ad un ristretto novero di amministratori – va ribadito che la valutazione finale sul compimento dell’operazione spetta alla competenza dell’intero CdA, perlomeno nel caso di operazioni di maggiore rilevanza. In tal caso, il CdA potrà comunque effettuare nuovamente la valutazione sul perseguimento dell’interesse sociale, eventualmente giungendo a conclusioni diverse da quelle raggiunte dal comitato indipendenti e attivando così la procedura di *whitewash* di cui all’art. 11 del Regolamento. Inoltre, il fatto che la delibera di approvazione emessa dal CdA debba contenere adeguata motivazione circa l’interesse sociale conferma che è l’organo collegiale, nella sua interezza, a prendersi la responsabilità su tale valutazione e non, in via esclusiva, il comitato indipendenti. Tale ultima considerazione potrebbe però condurre ad una ulteriore riflessione, ovvero che ha poco senso imporre la stessa valutazione agli indipendenti preventivamente (in seno al comitato) e successivamente (in sede collegiale di deliberazione). Infatti, se l’oggetto della valutazione degli indipendenti fosse esattamente lo stesso che deve essere valutato dal CdA collegialmente, gli indipendenti potrebbero manifestare il proprio voto contrario direttamente in sede di deliberazione e non ci sarebbe bisogno di attivare la procedura decritta dall’art. 8 del Regolamento. Anche in tal caso, si sarebbe potuto prevedere che,

azionisti, compresi gli azionisti di minoranza.”.

in caso di voto contrario degli amministratori indipendenti, per l'approvazione dell'operazione sarebbe stato necessario il vaglio dell'assemblea (con conseguente applicazione delle regole di cui all'art. 11 del Regolamento). Un simile ragionamento porta alla seguente conclusiva considerazione: se lo stesso Regolamento prevede che il CdA valuti l'interesse sociale – come peraltro normalmente avviene – e se gli amministratori indipendenti prendono parte alla deliberazione potendo manifestare il loro voto anche in base alla valutazione sull'interesse sociale, se ne deduce che la valutazione sull'interesse sociale effettuata dagli stessi amministratori indipendenti, preventivamente, al fine di rilasciare il parere, è qualcosa di diverso dalla valutazione sull'interesse sociale condotta in seno al CdA.

Tuttavia, il dettato regolamentare fa riferimento alla stessa nozione di “interesse sociale” sia con riferimento al parere degli indipendenti che con riferimento alla motivazione della deliberazione di spettanza del CdA. Il che lascia presumere che la Consob non abbia voluto distinguere l'oggetto della valutazione che, pertanto, è il medesimo “interesse sociale” sia in seno al comitato che in seno al CdA.

Alla luce di quanto sopra, sembra dunque corretta l'argomentazione di chi ha sostenuto che il parere degli indipendenti debba contenere una valutazione “di carattere embrionale” sul rispetto dell'interesse sociale, valutazione che poi verrà sviluppata meglio in sede di deliberazione collegiale del CdA²³¹.

A sostegno della tesi descritta – possibilità di una valutazione sul merito dell'operazione da parte degli indipendenti – si pongono poi almeno altre due argomentazioni.

La prima, di carattere sistematico, concerne il ruolo del comitato indipendenti nelle operazioni di minore rilevanza. Se infatti tali operazioni possono essere deliberate senza il necessario ausilio del CdA, nulla esclude che le procedure e lo statuto sociale riservino la competenza di tali operazioni proprio al comitato indipendenti. Lo stesso potrebbe elaborare il parere prescritto dall'art. 7 del Regolamento, effettuando anche la valutazione sull'interesse sociale e, successivamente, deliberare il compimento dell'operazione. Pare poco probabile che tale valutazione nel merito, consentita per le operazioni di minore rilevanza, non sia ammessa anche nel caso di operazioni di maggiore rilevanza, benché queste ultime coinvolgano il CdA.

²³¹ In tal senso principalmente A. MAZZONI, “Operazioni con parti correlate e abusi”, testo della relazione al Convegno «A quindici anni dal T.U.F.. Bilanci e prospettive», 13 e 14 giugno 2013, Università Bocconi di Milano.

La seconda argomentazione si fonda sulla funzione stessa che il parere deve ricoprire. Anticipando quanto si dirà meglio nel paragrafo che segue, è innegabile che il parere degli indipendenti abbia, nelle operazioni di maggiore rilevanza, la funzione di rendere edotti tutti gli amministratori circa le condizioni e la bontà dell'operazione. Ciò al fine di consentire agli amministratori non esecutivi che non fanno parte del comitato indipendenti, di giungere all'adunanza consiliare con la consapevolezza del tipo di operazione che si sta proponendo. Gli amministratori non esecutivi, una volta ricevuto il parere degli indipendenti, potranno effettuare le loro valutazioni ed esporle in CdA. La valutazione sull'interesse sociale, seppur in forma embrionale, è necessaria proprio per consentire ai non esecutivi di argomentare eventuali loro opinioni contrarie o favorevoli sul rispetto dello stesso interesse sociale.

Infine, è utile ribadire che gli amministratori indipendenti, sia singolarmente che organizzati in comitato, sono pur sempre amministratori. Considerata tale veste, pare assolutamente inopportuno – se non addirittura giuridicamente infondato – privare gli amministratori indipendenti di un diritto/dovere (quello di perseguire sempre l'interesse sociale e, dunque, di accertarne la sussistenza) solo sulla base della loro qualifica di “indipendenti”.

Per tali ragioni, seppur con qualche riserva di carattere economico – in quanto la doppia valutazione dell'interesse sociale costituisce di certo un aggravio procedurale – si ritiene che il comitato indipendenti non solo abbia il diritto, ma anche il dovere di effettuare una valutazione sul merito dell'operazione²³².

2.2.2 I beneficiari del parere del comitato indipendenti: classificazione del parere in base alla funzione

²³² Tesi peraltro confermata dai dati empirici. Dalla lettura di alcuni pareri rilasciati dal comitato operazioni con parti correlate di alcuni emittenti, si riscontra un'analisi dettagliata dell'operazione, ricomprendente di certo anche valutazioni di merito. Si consulti, a titolo di esempio, il parere del comitato OPC di Unipol Gruppo Finanziario S.p.A., rilasciato il 12 dicembre 2012 nel contesto dell'operazione di fusione tra Unipol Assicurazioni S.p.A. e Fondiaria-Sai S.p.A. (pubblicato sul sito dell'emittente in ossequio alla normativa vigente). Da vari passaggi del documento si comprende facilmente che l'analisi degli amministratori indipendenti non è stata di certo solo formale: (p. 11) “*in relazione agli aspetti industriali e strategici dell'Operazione, il Comitato ha preso parte ad incontri e colloqui con l'advisor industriale indipendente che ha supportato il management delle società coinvolte nella Fusione*”; (p. 13) “*il Comitato [...] ha constatato che la realizzazione della Fusione, risulta coerente con l'obiettivo di creare un operatore di primario rilievo nel settore assicurativo in grado di competere efficacemente con i principali concorrenti, di creare valore per tutti gli azionisti interessati e al contempo di salvaguardare la solvibilità attuale e futura di Premafin e Fonsai, ormai società facenti parte del Gruppo Unipol*”. Occorre comunque notare che, a parte alcuni casi in cui siano coinvolte grosse società quotate, la maggior parte dei pareri analizzati non contiene elementi tali da poter affermare con certezza che sia stata svolta un'analisi sul merito dell'operazione. Prendendo come riferimento il primo anno di applicazione del Regolamento (2011), su 66 documenti informativi (e relativi pareri del comitato indipendenti) analizzati, la maggior parte si limita ad affermare che l'operazione è stata analizzata sotto il profilo dell'interesse della società, della convenienza e della correttezza sostanziale e che, pertanto, si esprime parere favorevole al compimento dell'operazione.

assolta

Accertate le caratteristiche e la natura del parere rilasciato dal comitato indipendenti, bisogna adesso comprenderne la funzione. Tale indagine può essere meglio condotta individuando i soggetti che possono beneficiare del parere in questione. Di seguito si cercherà dunque di classificare la funzione del parere in base al soggetto cui il parere stesso è destinato:

- (i) *il parere a beneficio degli amministratori delegati*: l'amministratore delegato è colui che propone il compimento dell'operazione e che, dunque, conosce i dettagli della stessa, oltre ad essere normalmente l'unico soggetto che si interfaccia con la controparte commerciale correlata (ovviamente non si prende qui in considerazione l'ipotesi di operazione tra la società e lo stesso amministratore delegato). Per tali motivi, l'amministratore delegato non necessita di informazioni sull'operazione ma, al contrario, è colui che deve fornire informazioni sull'operazione. Il parere del comitato indipendenti – sia nel caso di operazione di maggiore rilevanza che in quello di operazione di minore rilevanza – non può avere dunque una funzione informativa nei confronti degli amministratori delegati. Tuttavia, un'operazione approvata col parere contrario del comitato indipendenti (nel caso di operazioni di minore rilevanza), espone gli amministratori delegati ad un maggiore grado di responsabilità nel caso in cui l'operazione, una volta eseguita, si riveli dannosa per la società. Sotto questo aspetto, il parere ha dunque una funzione di garanzia, nel senso che rende più arduo legittimare un'azione di responsabilità contro gli amministratori delegati²³³.
- (ii) *il parere a beneficio del CdA*: in tal caso va operata una distinzione tra operazioni in cui il CdA è competente a deliberare (operazioni di maggiore rilevanza e operazioni di minore rilevanza per le quali lo statuto preveda la competenza del CdA) e operazioni in cui la deliberazione può essere assunta dagli amministratori delegati (operazioni di minore rilevanza). Nel primo caso, il CdA dovrà motivare

²³³ Anche se, secondo A. POMELLI, "La disciplina Consob delle operazioni con parti correlate", in Nuove Leggi Civili Commentate, 2010, 1391, "La mera esistenza di un parere positivo degli «indipendenti» [...] non esime di per sé l'organo deliberante e i suoi componenti, sia esso il plenum del consiglio di amministrazione, di gestione o di sorveglianza o un loro organo delegato, da responsabilità per il compimento di operazioni con parti correlate all'interesse sociale.". Principio corretto, anche in chiave sistematica laddove il nostro ordinamento mantiene ferma la responsabilità degli amministratori anche in caso di autorizzazione assembleare ai sensi dell'art. 2364, comma 1, n. 5, c.c..

adeguatamente la deliberazione favorevole all'operazione, specialmente laddove di segno opposto al parere degli amministratori indipendenti (come può accadere nel caso di operazioni di minore rilevanza). L'accurato obbligo di motivazione lascia presumere che, anche per il CdA, il parere rivesta una funzione di garanzia, in quanto idoneo ad "alleggerire" se non la responsabilità degli amministratori per l'approvazione di un'operazione dannosa, quantomeno i loro oneri probatori nel caso di azione di responsabilità.

Ciononostante, va considerato anche un secondo profilo, ossia che tra i componenti del CdA vi sono anche amministratori non esecutivi, diversi dagli indipendenti, che spesso non conoscono i dettagli dell'operazione da deliberare. Nei confronti di tali soggetti il parere ha una funzione informativa di carattere preventivo, idonea a rendere gli stessi in grado di deliberare consapevolmente sull'operazione (funzione informativa a fini deliberativi). Ciò non toglie che, seppur oggi la responsabilità solidale degli amministratori non esecutivi abbia subito un'attenuazione rispetto all'assetto anteriore alla riforma²³⁴, non è possibile escludere totalmente che anche l'amministratore non esecutivo – ancor più di quello esecutivo – possa beneficiare del parere del comitato indipendenti in termini di facilitazione dell'*onus probandi* in sede di azione di responsabilità. Anche solo per confermare la propria estraneità ai fatti illeciti adducendo come motivazione quella di essersi "fidato" del parere del comitato.

Con riguardo alla seconda ipotesi prospettata – operazione di minore rilevanza di competenza degli amministratori delegati – il CdA non ha oneri deliberativi ma solamente di controllo. Pertanto il parere degli indipendenti avrà una funzione informativa preventiva priva, però, della componente deliberativa, in quanto il parere non verrà usato dagli amministratori non esecutivi per deliberare l'operazione. Ciò non toglie che il parere sia fondamentale al fine dell'espletamento dei doveri di cui all'art. 2381 c.c., primo tra tutti quello di chiedere informazioni agli amministratori delegati qualora vi siano in corso trattative per operazioni che potrebbero rivolgersi a danno della società.

Infine, nei confronti del CdA – sia deliberante che non – il parere riveste anche

²³⁴ Il tema è stato ampiamente trattato in dottrina pertanto si rinvia, *ex multis*, a V. DI CATALDO, "Problemi nuovi in tema di responsabilità di amministratori di società per azioni: dal possibile affievolimento della solidarietà all'incerto destino dell'azione della minoranza", in *Giur. Comm.*, I, 2004, 644, che tra i primi a seguito della riforma ha rilevato l'opportunità di attribuire gradi diversi di responsabilità agli amministratori non esecutivi e indipendenti presenti in CdA; nonché, per la completezza, a C. CONFORTI "La responsabilità civile degli amministratori di società per azioni", Giuffrè, 2012.

funzione informativa successiva o continua (funzione meramente informativa, ossia non strumentale a qualsiasi altro tipo di attività), in quanto è compreso nell'informazione periodica che i delegati devono fornire ai sensi degli artt. 5 e 12, comma 2, lett. c) del Regolamento (quest'ultimo è il caso di attuazione delle delibere quadro)..

- (iii) *il parere a beneficio dei soci*: gli azionisti di società quotate sono spesso estranei alla gestione della società, operata nel quotidiano dal *management* (comprendente amministratori delegati e funzionari della società). Per tale motivo si potrebbe pensare che il parere possa avere, nei confronti dei soci, solo ed esclusivamente una funzione meramente informativa. Certamente tale funzione è quella principale, soprattutto considerando le disposizioni del Regolamento che impongono la pubblicazione ed il deposito del parere presso la sede sociale entro quindici giorni dalla chiusura di ciascun trimestre dell'esercizio sociale per le operazioni di minore rilevanza (art. 7, comma 1, lett. g), Regolamento) ed entro i sette giorni successivi al compimento dell'operazione di maggiore rilevanza (art. 5, commi 3 e 5, Regolamento)²³⁵. Fermo restando che le modalità informative prescritte escludono l'ipotesi di informazione preventiva – e non ve ne sarebbe motivo dato che l'assemblea dei soci non ha competenza per l'approvazione dell'operazione – occorre considerare anche il caso delle operazioni con parti correlate di competenza assembleare.

In tale ultima ipotesi, disciplinata dall'art. 11 del Regolamento, l'assemblea dovrà, a seconda dei casi, autorizzare l'operazione o deliberarne direttamente il compimento. Per fare ciò dovrà certamente valutare il parere degli amministratori indipendenti, anche con maggior attenzione di quanto abbiano fatto gli amministratori, considerato che i soci sono spesso soggetti estranei al *business* condotto dalla società. In tali ipotesi, le procedure opç si applicheranno alla fase antecedente all'approvazione assembleare, cioè quella in cui gli amministratori delegati preparano la proposta di deliberazione che deve poi passare al vaglio dell'assemblea.

La medesima disciplina è applicabile nel caso in cui, pur non essendo l'operazione di competenza assembleare *ex* statuto, l'assemblea sia comunque

²³⁵ Si noti che i termini per la pubblicazione della documentazione rilevante possono variare in caso di operazioni soggette alla disciplina degli artt. 70 e 71 del Regolamento Emittenti, come disciplinato dall'art. 5, comma 6 del Regolamento.

chiamata a deliberare a seguito del parere negativo del comitato indipendenti su un'operazione di maggiore rilevanza, laddove gli amministratori delegati insistano nel voler portare avanti l'operazione (art. 11, comma 3, Regolamento). In tutte queste ipotesi, che prevedono un momento decisionale dell'assemblea, il parere degli indipendenti avrà certamente una funzione informativa, ma questa, essendo di carattere preventivo e strumentale ad una deliberazione assembleare, potrà meglio essere identificata come funzione informativa a fini deliberativi.

- (iv) *il parere a beneficio degli stakeholders*: gli *stakeholders* non prendono parte alle decisioni della società, se non sotto forma di consenso successivo in determinati specifici casi (ad esempio nel caso di consenso dei creditori per le operazioni straordinarie di trasformazione, fusione e scissione ai sensi degli artt. 2509-*nonies*, 2503 e 2506-*ter*, c.c.). Ciò non significa che gli interessi degli *stakeholders* non siano in vario modo coinvolti nel caso di operazioni con parti correlate. Le tutele che il regolatore ha previsto in tali situazioni – oltre a quelle già previste dal codice civile o dalle leggi speciali applicabili – sono esclusivamente di tipo informativo. Ai sensi dell'art. 5, commi 3 e 5 del Regolamento, la società deve mettere a disposizione del pubblico un documento informativo che includa anche il parere degli amministratori indipendenti. Come anticipato al punto (iii) che precede, i termini previsti dal regolamento sono di quindici giorni decorrenti dalla chiusura di ciascun trimestre per le operazioni di minore rilevanza e di sette giorni dal compimento dell'operazione per le operazioni di maggiore rilevanza. Tali termini sono comunque enormemente ridotti nel caso di operazioni cui si applicano gli artt. 70 e 71 del Regolamento Emittenti (fusioni, scissioni e acquisizioni o cessioni significative). Nelle ipotesi da ultimo citate, qualora l'operazione sia di maggiore rilevanza, ai sensi dell'art. 5, comma 6, Regolamento, la comunicazione al pubblico dovrà essere effettuata nel termine più breve tra quelli previsti da ciascuna delle disposizioni applicabili nel Regolamento Emittenti. Le informazioni fornite comprenderanno anche il parere rilasciato dagli indipendenti che avrà funzione meramente informativa e, solo nel caso in cui gli *stakeholders* abbiano il diritto di opporsi al compimento dell'operazione, anche una funzione informativa a fini deliberativi (benché da intendersi in senso lato).

- (v) *il parere a beneficio del mercato*: quanto detto al punto (iv) per gli *stakeholders* può considerarsi valido anche per quanto riguarda la funzione che il parere degli indipendenti assume nei confronti del mercato. Tuttavia, qui si vuole considerare un profilo ulteriore, che è quello legato all'attività di vigilanza del regolatore. Ai sensi dell'art. 5, comma 7, gli emittenti, contestualmente alla comunicazione al pubblico, devono trasmettere alla Consob la relativa documentazione ed i pareri rilasciati dagli amministratori indipendenti. In tal caso, il parere avrà di certo una funzione informativa, in quanto la Consob viene messa a conoscenza dell'operazione, tuttavia, considerato il potere sanzionatorio dell'autorità di vigilanza, il parere sarà anche strumentale alla valutazione sull'irrogazione di eventuali sanzioni all'emittente per la violazione della normativa di settore applicabile (parere con funzione sanzionatoria o di vigilanza).

Riassumendo dunque i termini della questione: il parere può avere (i) “funzione meramente informativa” (per i soci, il mercato e gli *stakeholders*), (ii) “funzione informativa a fini deliberativi” (per i soci nel caso di competenza assembleare; per gli amministratori non esecutivi che devono approvare l'opc in CdA o in comitato; per gli *stakeholders* che abbiano il diritto di opporsi all'operazione); (iii) “funzione di garanzia” (per gli amministratori delegati e per l'intero CdA al fine di limitare la loro responsabilità); (iv) “funzione sanzionatoria o di vigilanza” per la Consob che usa il parere per valutare la correttezza dell'operazione ed eventualmente irrogare sanzioni.

2.2.3 *L'art. 14, comma 1 del Regolamento Consob ed il parere degli amministratori indipendenti alla luce dei “vantaggi compensativi”*

L'art. 14, comma 1 del Regolamento prevede che, in caso di operazioni influenzate dalla *holding* in posizione di direzione e coordinamento, il parere degli amministratori indipendenti debba “*recare puntuale indicazione delle ragioni e della convenienza dell'operazione, se del caso anche alla luce del risultato complessivo dell'attività di direzione e coordinamento ovvero di operazioni dirette a eliminare integralmente il danno derivante dalla singola operazione con parte correlata*”²³⁶.

²³⁶ È rilevante osservare che una simile disposizione – come del resto i richiami all'interesse di gruppo operati dall'art. 2497 c.c. sotto forma di vantaggi compensativi – è una peculiarità dell'ordinamento italiano. Infatti, a livello europeo, benché le istituzioni europee si stiano muovendo in tal senso (si veda a tal proposito P. CONAC, “Director's Duties in Groups of Companies - Legalizing the interest of the Group at the European Level”, in ECFR 2013, 194–226), non esiste una fonte unitaria che disciplini i gruppi di società e, conseguentemente, la possibilità per gli amministratori delle società controllate, di

La disposizione *de qua* ha ricevuto non poche critiche in dottrina, principalmente perché, suggerendo agli amministratori indipendenti di prendere in considerazione interessi altri rispetto a quelli della società, contrasta con il ruolo stesso che la Conosb ha inteso attribuire agli amministratori indipendenti²³⁷.

Il caso contemplato dalla citata norma regolamentare si riferisce ad un'operazione posta in essere da un emittente (cui si applica il Regolamento) ed influenzata dalla sua società controllante (che può anche essere una società chiusa, non soggetta alle norme del Regolamento). In tale ipotesi, le procedure regolamentari dovrebbero essere osservate solo dalla società emittente. Infatti, pur volendo considerare l'operazione come compiuta solo indirettamente dall'emittente controllato, la società controllante non rientra nel perimetro di applicazione dell'art. 2 del Regolamento e, pertanto, non è tenuta ad implementare le procedure opc prescritte dal Regolamento.

Di là dalle obiezioni di principio (peraltro corrette) della dottrina, che rileva l'incongruenza tra il parere indipendente e la considerazione dell'interesse di gruppo²³⁸, l'art. 14, comma 1 del Regolamento, pone anche dei problemi di natura pratica di non poco momento.

Nel contesto dei generali obblighi degli amministratori, derivanti dall'applicazione congiunta della disciplina civilistica e di quella regolamentare²³⁹, la norma in esame contiene un obbligo specifico per gli amministratori indipendenti che

agire nell'interesse del gruppo. Ciò in quanto ogni Stato membro ha una sua propria disciplina in materia di gruppi (riconoscono l'interesse di gruppo, tra gli altri, Germania, Italia, Francia, Olanda, Belgio e Lussemburgo) o, come nel caso del Regno Unito, dove non esiste una disciplina specifica dei gruppi di società (si veda, in tal senso, la critica mossa da J. LOWRY – A. REISBERG, "Pettet's Company Law: Company Law & Corporate Finance", Pearson, 2012, 47, secondo i quali "*the policy issues in developing a group law are probably too complex for meaningful case law development, and the legislature has been largely silent.*". (anche se secondo parte della dottrina è comunque ammesso il riconoscimento dell'interesse di gruppo, in tal senso si veda sempre P. CONAC (cit.), 208, per il quale "*As for the UK, recognition of the interest of the group would not be a major change as it is already allowed and would be accompanied by the existing wrongful trading rule. Therefore, the change would be minima.*". Tale opinione sembra confermata anche dalla giurisprudenza in *Charterbridge Corporation v Lloyds Bank [1970] Ch 62*, in cui gli amministratori della controllata non sono stati ritenuti responsabili per aver concesso garanzie alla banca per un finanziamento ottenuto dalla *holding*, ciò in quanto, se la *holding* fosse stata inadempiente, la società controllata avrebbe subito delle perdite ancora maggiori rispetto a quelle derivanti dalla concessione delle garanzie alla banca finanziatrice.

²³⁷ In tal senso si veda S. GILOTTA, "Interesse di gruppo e nuove regole sulle operazioni con parti correlate: una convivenza difficile", in *Giur. Comm.*, 2012, 2, 254, secondo il quale "*l'ingresso dell'interesse di gruppo nella valutazione degli indipendenti rappresenterebbe un chiaro elemento di incoerenza: che senso avrebbe, infatti istituire un comitato di amministratori indipendenti chiamato a dare un parere disinteressato sull'opportunità di compiere l'operazione imponendo poi ad essi di tenere in considerazione proprio quell'interesse altro che questi ultimi in ragione dell'assenza di qualsiasi rapporto di correlazione dovrebbero assicurare che non si insinuino nel processo decisionale?*".

²³⁸ Il già citato S. GILOTTA, "Interesse di gruppo e nuove regole sulle operazioni con parti correlate: una convivenza difficile", in *Giur. Comm.*, 2012, 2, 254.

²³⁹ Per i quali si veda, in questo capitolo, la sezione 2, paragrafo 1.2.

potrebbe essere di difficile espletamento. Come si è detto, gli amministratori indipendenti sono spesso soggetti estranei al *business* della società presso cui svolgono l'incarico, essendo spesso professori universitari o, comunque, figure ritenute imparziali proprio perché normalmente estranee al mondo degli affari. In aggiunta, benché nulla vieti ad un amministratore indipendente di svolgere il medesimo compito in più società del gruppo²⁴⁰, non è detto che ciò avvenga, proprio al fine di mantenere intatta l'indipendenza dell'amministratore stesso che, operando in più società del gruppo, finirebbe col trovarsi in situazioni di conflitto di interessi. Tali elementi conducono ad una conclusione che, seppur non certa, è sicuramente molto probabile: l'amministratore indipendente avrà notevoli difficoltà (i) nel ricostruire i rapporti con le varie società del gruppo; e (ii) nel formulare un parere tenendo conto di eventuali vantaggi compensativi che, come noto, possono essere anche futuri, benché ragionevolmente certi²⁴¹. Per un simile tipo di valutazione, l'amministratore indipendente in questione dovrebbe quantomeno essere pienamente consapevole (a) delle varie relazioni intercorrenti tra l'emittente per cui deve redigere il parere e le varie società del gruppo (dunque non solo della relazione intercorrente tra la *holding* e l'emittente); e (b) del tipo di *business* svolto dalle singole società del gruppo (dunque non solo del *core business* gestito dall'emittente o dalla controllante dello stesso).

Una possibile soluzione potrebbe discendere dall'applicazione della normativa civilistica. Infatti, considerando che gli amministratori delegati dovranno motivare l'operazione anche in termini di vantaggi compensativi (art. 2497-ter, c.c.), saranno proprio costoro a dover indagare sull'effettività di tale compensazione. Di conseguenza, gli amministratori indipendenti, al momento della valutazione *ex ante*, potrebbero basarsi sulle informazioni raccolte (e ricevute) dagli amministratori delegati,

²⁴⁰ Come confermato da L.A. BIANCHI, "Il T.U.F. e il consiglio di amministrazione degli emittenti", in Riv. Soc., 4, 2014, 831 e dalla Comunicazione Consob DEM/10046789 del 20 maggio 2010.

²⁴¹ Sull'interpretazione del concetto di "vantaggi compensativi" la dottrina si è ampiamente divisa. Si è infatti discussa sia l'estensione del periodo in cui vanno considerati tali vantaggi (antecedentemente e successivamente all'operazione potenzialmente dannosa), sia la natura della compensazione (in termini meramente quantitativi come compensazione economica o in chiave meno restrittiva considerando anche aspetti diversi dalla compensazione economica). Il dibattito ha visto schierarsi, da un lato, i fautori di un'interpretazione estensiva che arriva all'estremo per cui la valutazione del "vantaggio compensativo" dovrebbe considerare sia il periodo pregresso all'operazione sia quello futuro (di questo avviso, seppur con varie sfumature, U. TOMBARI, "Diritto dei gruppi di imprese", Giuffrè, 2010; P. MONTALENTI, "Conflitto di interesse nei gruppi di società e teoria dei vantaggi compensativi", in Giur. Comm., I, 1995, 710 ss.; C. ANGELICI, "La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale", Cedam, 2006, 197; dall'altro lato, i fautori di un'interpretazione restrittiva (F. DENOZZA, "Rules vs Standards nella disciplina dei gruppi: l'inefficienza delle compensazioni virtuali", in Giur. Comm., 2000, I, 327; P.G. JAEGER, "L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)", in Giur. Comm., 2000, I, 811; G. SCOGNAMIGLIO, "Autonomia e coordinamento nella disciplina dei gruppi di società", Torino, 1996, 189).

a seguito delle loro valutazioni in merito alla sussistenza della c.d. “ragion di gruppo”.

Purtroppo, anche a tale ipotesi sono connaturate varie complessità. In primo luogo, gli amministratori delegati sono tenuti a motivare le operazioni una volta che le stesse sono state deliberate, e dunque in una prospettiva *ex post*. Dunque, nella fase antecedente alla deliberazione, gli amministratori indipendenti avranno l'onere di recuperare le informazioni utili mediante interrogazioni formali degli amministratori delegati (utilizzando il meccanismo di cui all'art. 2381, comma 6, c.c. con il limite della *disclosure* solo in sede consiliare). In secondo luogo, pur ottenendo tutte le informazioni necessarie, non è detto che gli indipendenti riescano, in tempi brevi, a decifrarle tenendo conto di possibili vantaggi compensativi futuri²⁴². Ciò in quanto, come anticipato, una simile valutazione comporta l'analisi delle strategie aziendali dell'intero gruppo e non solo dell'emittente che compie l'operazione²⁴³. Anche qualora gli amministratori indipendenti si facessero supportare da esperti indipendenti esterni (come espressamente previsto dall'art. 7, comma 1, lett. b) del Regolamento, richiamato anche dall'art. 8, comma 1 del Regolamento per le operazioni di maggiore rilevanza), bisognerebbe valutare la reale indipendenza di questi al fine di considerare la genuinità dell'*opinion* rilasciata²⁴⁴.

Alla luce di tutto quanto sopra, sembra poco probabile che un amministratore indipendente possa effettivamente ed efficacemente esprimersi sulla correttezza di un'operazione anche tenendo conto di eventuali vantaggi compensativi infragruppo²⁴⁵.

Più plausibile la tesi, fino ad ora non riscontrata in dottrina, secondo cui il parere degli amministratori indipendenti debba concernere la correttezza dell'operazione dal punto di vista della sola società emittente²⁴⁶, tenendo però conto che, qualora gli

²⁴² Il tema è critico, infatti la valutazione sui vantaggi compensativi è di norma una valutazione *ex post*, risultando “*difficile da trasporre nell'ambito di un giudizio tipicamente ex ante, quale quello demandato al comitato degli indipendenti*”. Così si esprime S. GILOTTA, “Interesse di gruppo e nuove regole sulle operazioni con parti correlate: una convivenza difficile”, in *Giur. Comm.*, 2012, 2, 254. L'autore si chiede inoltre, dando poi risposta negativa, se i vantaggi compensativi debbano essere valutati sulla base “*dei benefici che la società abbia percepito dalla pregressa attività di direzione unitaria*”.

²⁴³ In tal senso, N. MICIELI, “Gli amministratori indipendenti nel comitato parti correlate”, in *Giur. Comm.*, 5, 2014, sembra escludere che gli amministratori indipendenti possano effettuare tale valutazione, che sarebbe riservata agli amministratori esecutivi sulla base del disposto dell'art. 2381, commi 3 e 5, c.c..

²⁴⁴ Il problema è ben noto anche in dottrina. Si veda L. ENRIQUES, “Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges (With a Critique of the European Commission Proposal)”, ECGI working paper n. 267/2014, reperibile su www.ssrn.com, 25, il quale correttamente afferma che “*the value of the independent experts' fairness opinions ultimately rests upon their reputation*”.

²⁴⁵ Di diverso avviso, seppure critico nei confronti della norma in esame, P. FERRO-LUZZI, “Le operazioni con parti correlate infragruppo” in “Le operazioni con parti correlate, Atti del Convegno presso Università Cattolica del Sacro Cuore, Piacenza, 2011, 12.

²⁴⁶ Simili conclusioni potrebbero trarsi senza dubbio, secondo le norme di diritto societario inglese, dove i vantaggi compensativi non possono essere presi in considerazione dagli amministratori. Come

amministratori delegati riuscissero a motivare adeguatamente la sussistenza di vantaggi compensativi, il parere potrebbe successivamente mutare da negativo a favorevole. Ciò potrebbe avvenire, nel contesto del complesso procedimento deliberativo, in sede di deliberazione del CdA. Infatti, nelle operazioni di maggiore rilevanza gli indipendenti, prendendo parte alla deliberazione in seno al CdA, a valle della discussione consiliare potrebbero confermare il loro assenso all'operazione, mutando, di fatto, le risultanze del parere (e conferendogli così quella "funzione di garanzia" di cui si è precedentemente parlato).

Diversamente, nel caso di operazioni di minore rilevanza, i delegati potrebbero comunque compiere l'operazione individualmente, motivando la mancata osservanza del parere proprio sulla base dell'esistenza di vantaggi compensativi che gli indipendenti non sono stati in grado di considerare.

A scanso di equivoci, con quanto sopra affermato non si vuole dire che gli amministratori indipendenti non debbano valutare (o tentare di valutare) la sussistenza di eventuali vantaggi compensativi (anche perché ciò sarebbe contrario al dettato normativo dell'art. 14, comma 1, del Regolamento), ma solo che gli stessi potrebbero (se costretti) dover rinunciare ad effettuare una valutazione compiuta riguardo tale aspetto, per poi integrarla successivamente sulla base della maggiori informazioni assunte in sede di deliberazione²⁴⁷.

correttamente rilevato da T. BOXELL, "A practitioner's guide to directors' duties and responsibilities", Thomson Reuters, 2013, 21: "*the directors of a subsidiary company (or parent company) owe a duty to that company, even if they owe duties to other companies within the group by virtue of their fellow directorship. They may have regard to the interest of the group if, but only if, it is in the interest of the relevant company to do so*"; C. HOLLANDER – S. SALZEDO, "Conflict of Interests", London, 2011, 339, dove gli autori, riflettendo sulle funzioni dell'amministratore della controllata nominato dalla *holding* (c.d. "*nominee director*"), affermano che "*The nominee director, the director nominated by a parent, shareholder or creditor company, will often face acute conflict of interests. The nominee will usually be appointed to the board of a company to serve the interests of another company. [...] There is no special creature of nominee director under English law. The duties owed by nominee directors are no different from those owed by any other director.*"; S. MORTIMOR, "Company Directors Duties, Liabilities, and Remedies", Oxford, 2013, 318. Sembra però sostenere la tesi avversa P. CONAC, "Director's Duties in Groups of Companies - Legalizing the interest of the Group at the European Level", in ECFR 2013, 200, secondo il quale "*In the United Kingdom (UK), there are no specific rules for groups. However, directors of a subsidiary are able to take into account the interests of the group in making their decisions. The risk of unduly favouring the parent is mitigated by the risk of the subsidiary director's personal liability for wrongful trading.*".

²⁴⁷ Una simile soluzione parrebbe fondata considerando che il parere degli amministratori indipendenti, costituendo mera parte di una procedura deliberativa complessa, non ha valore in sé se non dopo l'assunzione della deliberazione, della quale peraltro non costituisce elemento costitutivo. Per tale tesi si veda E. PUCCI, "Il parere degli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate: profili funzionali" in Riv. Soc., 2, 2014. Sempre in materia di operazioni con parti correlate, ma sotto il profilo del mancato rispetto, da parte del presidente del CdA, di una decisione negativa adottata in assemblea con *whitewash*, P. ABBADESSA, "Assemblea ed operazioni con parti correlate (prime riflessioni)", in "Le operazioni con parti correlate", atti del convegno presso Università Cattolica del Sacro Cuore, Piacenza, 2010, 30; in generale, sul tema dell'irrelevanza delle fasi del procedimento assembleare ai fini della validità della delibera, F. CENTONZE, "L'"inesistenza" delle delibere assembleari di s.p.a.", Torino, 2008; di recente P. D. BELTRAMI, "L'invalidità delle deliberazioni assembleari ex art. 2379-ter", in "Società,

Simili conclusioni possono trarsi anche dall'interpretazione letterale dell'art. 14, comma 1, del Regolamento, secondo cui gli indipendenti non sono obbligati a valutare i vantaggi compensativi ma “*se del caso*”, a prenderli in considerazione²⁴⁸.

2.3 Il coinvolgimento degli amministratori indipendenti nella “fase delle trattative” per le operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza

La prima proposta della Consob per una regolamentazione delle operazioni con parti correlate²⁴⁹ prevedeva un maggior coinvolgimento degli amministratori indipendenti relativamente alla negoziazione ed all'approvazione dell'operazione. La normativa Consob, infatti, avrebbe inizialmente dovuto seguire le seguenti direttrici: (i) l'attribuzione di una riserva di competenza a deliberare al consiglio di amministrazione o, per le operazioni delegabili, ad un comitato ristretto di amministratori indipendenti; (ii) 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); (iii) 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.

Tale approccio, adottato nelle *corporation* statunitensi (in particolare in Delaware²⁵⁰), è stato da più parti criticato in dottrina²⁵¹ ed ha condotto il regolatore ad

Banche e Crisi d'impresa”, liber amicorum P. Abbadessa, Torino, 2014, I, 695 ss.).

²⁴⁸ Tale corretta argomentazione è sviluppata da S. GILOTTA, “Interesse di gruppo e nuove regole sulle operazioni con parti correlate: una convivenza difficile”, in *Giur. Comm.*, 2012, 2, 254.

²⁴⁹ Documento Consob del 9 aprile 2008, denominato “Disciplina regolamentare di attuazione dell'art. 2391-*bis* del codice civile in materia di operazioni con parti correlate” (reperibile sul sito dell'autorità).

²⁵⁰ Si veda, a tal fine, quanto riportato da L. ENRIQUES, “Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges (With a Critique of the European Commission Proposal)”, ECGI working paper n. 267/2014, reperibile su www.ssrn.com), 21, il quale confronta l'approvazione dell'operazione ad opera di un comitato di amministratori indipendenti con quella da parte delle minoranze (Majority of the Minority o MOM): “*The strongest form of involvement is finally the independent negotiating committee*” (or “*special committee*”) *Delaware courts have since long nudged boards into using when a parent- subsidiary merger or an MBO is on the agenda: the board delegates a small number of independent directors to conduct negotiations on the transaction and to decide upon it, usually having freedom to search for alternative counterparties. Because of their total control over the process, special committees have various advantages over shareholder MOM approval: their involvement is more timely, their (access to) information better, no serious holdout risk exists, and the procedural costs should be lower. The crucial point is always whether one can expect independent directors to make decisions in the best interest of the company rather than the related party's.*”

²⁵¹ Tra i vari *position paper* (reperibili sul sito www.consob.it) si segnalano quelli di: ABI (p. 14: “[...] la previsione di un comitato di soli indipendenti cui affidare, in alternativa al CdA delle società a governance tradizionale, la competenza a deliberare sulle operazioni rilevanti con PC contrasta con i compiti, il ruolo e le responsabilità attribuiti dalla legge e dall'autoregolamentazione agli amministratori indipendenti e, più in generale, con l'assetto dei diversi poteri nella governance della società.”); ASSOGESTIONI (p. 3: “[...] al fine di evitare ogni commistione fra ruoli degni amministratori indipendenti e quelli degli amministratori esecutivi, proponiamo che: il ruolo degli amministratori

elaborare regole meno stringenti, diminuendo l'influenza degli amministratori indipendenti sul procedimento deliberativo²⁵², pur non escludendola del tutto²⁵³.

Ciò posto, per meglio comprendere il raggio d'azione degli amministratori indipendenti nel contesto di una opç, occorre individuare gli eventuali limiti imposti dalla disciplina civilistica in materia di gestione sociale.

indipendenti nella fase delle trattative e nella istruttoria delle operazioni con parti correlate sia limitato alla raccolta di tutte le informazioni necessarie per la formulazione delle loro decisioni relative alla fattibilità di tali operazioni. [...] Un ruolo "attivo" nelle trattative, anche qualora non ledesse la non esecutività degli amministratori indipendenti, potrebbe alterarne la loro terzietà nella valutazione della proposta che saranno chiamati a giudicare."); ASSONIME (p. 9: "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 sono effettivamente coinvolti, in quanto tipica attività di competenza dei dirigenti strategici: appare singolare il coinvolgimento degli amministratori indipendenti."); BORSA ITALIANA che, oltre a riportare le critiche già avanzate da altri, fa notare anche che "l'attribuzione agli amministratori indipendenti del compito di decidere l'operazione finirebbe per offrire a tali soggetti la protezione della business judgment rule, mentre sarebbe più utile responsabilizzare tali amministratori [...]"; CLEARY GOTTlieb STEEN & HAMILTON LLP (p. 8: "Con riferimento alla partecipazione degli amministratori indipendenti alle fasi istruttorie e delle trattative, suggeriamo di specificare che tale partecipazione possa essere assolta tramite la previsione di oneri di aggiornamento costante sull'andamento di tali fasi in capo al management e agli amministratori esecutivi."); P. MONTALENTI (p. 5: "l'attribuzione di poteri decisionali agli amministratori indipendenti, li trasforma – o rischia di trasformarli – in amministratori esecutivi; depotenzia il loro ruolo di gatekeepers della correttezza per trasformarli in gestori diretti di atti d'impresa di particolare rilevanza e criticità; rischia di pregiudicare l'interesse della società per una presumibile non piena conoscenza del merito dell'operazione sia nella fase delle trattative sia nella fase decisionale", "[l]a regolamentazione proposta può produrre fenomeni di selezione avversa, riducendo la presenza degli indipendenti nei consigli per circoscriverne il peso e/o facilitarne la "cattura"."); in senso favorevole al ruolo attivo degli indipendenti la risposta di NEDCOMMUNITY (p.2: "È certamente benvenuta l'attribuzione agli amministratori indipendenti di un ruolo attivo all'interno dell'organo amministrativo in relazione alla valutazione delle operazioni con parti correlate, in quanto ciò non potrà che avere riflessi positivi sulle attività di monitoraggio e controllo già svolte attualmente dagli amministratori non esecutivi e indipendenti"). In dottrina A. POMELLI, "La disciplina Consob delle operazioni con parti correlate", in Nuove Leggi Civili Commentate, 2010, 1342, nt. 70: "[s]i è soprattutto espresso il timore che un coinvolgimento degli amministratori indipendenti nel compimento delle operazioni con parti correlate, e quindi in aspetti che concernono la gestione anche corrente della società, possa avere quale effetto quello di una surrettizia trasformazione degli amministratori indipendenti, e quindi non esecutivi, in amministratori esecutivi".

²⁵² Probabilmente, vista anche l'approfondita analisi condotta dalla Consob sui benefici dell'iniziale proposta, il rigetto di una siffatta impostazione – di certo coraggiosa – è da ricercarsi forse nel carattere principalmente dogmatico di alcune categorie giuridiche nel nostro ordinamento. Le limitazioni imposte dalla dogmatica e, dunque, dalle categorie precostituite generate dalla stessa, fanno sì che vengano rigettate *a priori* categorie nuove o nuove funzioni di categorie già esistenti. Superando simili limiti, si potrebbe meglio scandire il binomio amministratori indipendenti-amministratori non esecutivi, arrivando a sostenere che l'amministratore indipendente possa condurre proficuamente le trattative per un'operazione rischiosa posta in essere dalla società. L'esclusione di una simile possibilità dovrebbe essere quantomeno fondata su un'analisi che provi i minori risultati raggiunti dalla società quando l'operazione è condotta da un amministratore indipendente. Chiaro è che qui si ragiona in astratto, in quanto una simile possibilità presupporrebbe una riforma delle norme civilistiche sul governo societario, al fine di dare spazio a categorie che si sono fatte largo nella prassi societaria e dei mercati internazionali e che, *necessitate*, hanno un'evoluzione più rapida rispetto al diritto positivo.

²⁵³ Dalla lettura dell'Allegato 4 al Regolamento, concernente le informazioni che devono essere comunicate al mercato in caso di operazioni di maggiore rilevanza, si comprende come la Consob non abbia inteso escludere del tutto la partecipazione attiva degli indipendenti alle trattative. L'art. 2.8 del suddetto allegato infatti impone la *disclosure* "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".

2.3.1 I possibili conflitti con gli artt. 2380-bis e 2381 del codice civile

Gli artt. 2380-bis e 2381 c.c., nella loro formulazione post-riforma, conferiscono inequivocabilmente il potere di gestire la società agli amministratori, sancendo così il definitivo tramonto della gestione assembleare²⁵⁴. L'art. 2380-bis c.c., stabilendo che gli amministratori “*compiono le operazioni necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale*”, ammette che qualsiasi amministratore (esecutivo, non esecutivo, indipendente o di minoranza) possa (e debba) comunque agire nell'interesse della società e non dei soli soci che lo hanno nominato, potendo al limite costituire nei confronti di questi, un ulteriore strumento di garanzia per la correttezza delle operazioni sociali²⁵⁵. Tuttavia, il disposto dell'art. 2381, commi 2 e 3, c.c. – coadiuvato dalla naturale evoluzione degli studi sulla *governance* aziendale – propone un modello di amministrazione più complesso (e più attuale), basato sul meccanismo delle deleghe e dei comitati. Il tema dell'amministrazione delegata e dei comitati intra-consiliari è stato ampiamente affrontato in dottrina, con esiti spesso divergenti²⁵⁶. Con riferimento specifico al tema

²⁵⁴ Principio, questo, la cui origine deve farsi risalire alla dottrina americana degli anni '30 e, in particolare, al classico contributo di A. BERLE - G. MEANS, “The Public Corporation and Private Property”, 1932 ed alla giurisprudenza che ne è conseguita. Si vedano in tal senso, *Carter v. Spring Perch Co.*, 155 A. 832, 113 Conn. 636 (Conn. 1931) in cui si afferma che “*formation and direction of business policy of corporation are solely duty and right of board of directors*”; *Krall v. Krall*, 106 A.2d 165, 141 Conn. 325 (Conn. 1954) per cui “*corporation's affairs are to be controlled by a board of directors elected by a majority of the stockholders*”; *Greenberg v. Harrison*, 124 A.2d 216, 143 Conn. 519 (Conn. 1956) ove “*the affairs of a corporation are in the hands of its board of directors, whose duty it is to give deliberate control to the corporate business*”; *Ivanhoe Partners v. Newmont Min. Corp.*, 535 A.2d 1334 (Del. Supr. 1987) in cui “*board of directors has ultimate responsibility for managing business and affairs of corporation*”; *Solomon v. Armstrong*, 747 A.2d 1098 (Del. Ch. 1999) in cui “*directors, rather than shareholders, manage business affairs of corporation*”; *Orman v. Cullman*, 794 A.2d 5, (Del. Ch. 2002); *Weinstein Enterprises, Inc. v. Orloff*, 870 A.2d 499, (Del. Supr. 2005) ove “*the board of directors has the legal responsibility to manage the business of the corporation for the benefit of its stockholders*”.

Per l'ordinamento italiano, si vedano P. MONTALENTI, “Gli obblighi di vigilanza nel quadro dei principi generali sulla responsabilità degli amministratori di società per azioni”, in “Il nuovo diritto delle società”, liber amicorum G. Campobasso, Torino, 2006, 847; S.A. CERRATO, “Il ruolo dell'assemblea nella gestione dell'impresa: il “sovrano” ha veramente abdicato?”, in Riv. Dir. Civ., 2009, II, 133 ss.; P. ABBADESSA – A. MIRONE, “Le competenze dell'assemblea nelle S.p.A.”, in Riv. Soc., 2-3, 2010, 269, dove gli autori affermano che “*sembra però eccessiva anche la valutazione per cui la riforma avrebbe invece determinato una vera e propria “investitura monopolistica” dell'organo amministrativo in materia di gestione. I momenti di intervento indiretto dell'assemblea sulla gestione rimangono, infatti, numerosi e rilevanti [...]*”.

²⁵⁵ A sostegno di tale tesi, anche con riferimento agli amministratori indipendenti, F. CHIAPPETTA, “Le operazioni con parti correlate: profili sistematici e problematici”, 2008, reperibile su www.dircomm.it, 8: “*[i] compiti attribuiti, in forza della disciplina regolamentare proposta [ndr, regolamento OPC], a tale “categoria2 di amministratori sembrano infatti di nuovo non tenere conto che si tratta pur sempre di componenti del consiglio di amministrazione uguali agli altri, la cui missione non può risultare eccentrica rispetto a quella che l'ordinamento assegna all'organo di amministrazione nella sua collegialità.*”.

²⁵⁶ I contributi in dottrina sono vasti. Senza pretese di completezza, si vedano R. SACCHI – “Amministratori deleganti e dovere di agire in modo informato”, in Giur. Comm., 2, 2008; V. CARIELLO, “Amministrazione delegata di società per azioni e disciplina degli interessi degli amministratori nell'attività di direzione e coordinamento di società”, in Riv. Dir. Priv., 2, 2005, 387 ss.; F. BONELLI, “Gli amministratori di s.p.a. a dieci dalla riforma del 2003”, 2013, UTET; L. CALVOSA, “Sui poteri individuali dell'amministratore nel consiglio di amministrazione di società per azioni” in *Amministrazione e controlli nel diritto delle società*, liber amicorum A. Piras, Torino, 2010, 356 ss.

delle operazioni con parti correlate, va rilevato che la fonte normativa che legittima l'esistenza del comitato parti correlate è la legge (l'art. 4 del Regolamento che impone la formazione del comitato) o comunque lo statuto (all'interno del quale è spesso prevista la costituzione di specifici comitati, tra cui quello per le operazioni con parti correlate). Tuttavia, né la legge né, spesso, lo statuto, contengono le regole di funzionamento del comitato nel dettaglio. Tali regole, la cui previsione non è comunque obbligatoria, possono essere contenute in un eventuale regolamento del CdA o, di volta in volta, nelle deliberazioni con cui il CdA delega al comitato l'emissione del parere.

Sul piano formale, non sembra inverosimile che il comitato OPC venga costituito a mezzo di una delibera del CdA ma, in tal caso, la delibera costituirebbe solo lo strumento formale di costituzione che, come si è detto, trova già piena legittimazione nella legge (regolamentare) o nello statuto. Non si tratterebbe, insomma, di una vera e propria delega, della quale peraltro mancherebbe il presupposto fondamentale della avocabilità da parte del CdA, considerato che il consiglio non può avocare a sé una funzione che è stata "delegata" direttamente dalla legge. Ciò non esclude che la deliberazione consiliare possa contenere eventuali ulteriori regole di funzionamento del comitato, compatibilmente con le funzioni ad esso attribuite dalla legge o dallo statuto.

Tenendo conto dei presupposti di cui sopra, l'analisi che segue intende soffermarsi sulla possibilità per gli amministratori indipendenti, eventualmente riuniti in comitato, di condurre direttamente le trattative in caso di operazioni con parti correlate; nonché sugli eventuali conflitti che lo svolgimento di tale attività possa comportare in relazione a quanto previsto dalla disciplina civilistica in materia di amministrazione delegata.

Preliminarmente, va anticipato che, in relazione alla previsione di cui all'art. 2380-*bis*, c.c., non sembra esserci alcun conflitto in quanto gli amministratori indipendenti, pur non avendo di norma competenze esecutive, sono assoggettati allo statuto civilistico dell'amministratore e, pertanto, sono tenuti a tutti gli effetti a "gestire" l'impresa, seppur indirettamente tramite la loro funzione consultiva o di controllo.

Nessun contrasto potrebbe esserci in relazione all'art. 2381, comma 5, secondo cui "*gli organi delegati curano che l'assetto organizzativo, amministrativo e contabile sia adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa [...]*". Simili attribuzioni, secondo alcuni, non

potrebbero essere proprie di un comitato composto da amministratori indipendenti²⁵⁷. Il rilievo è corretto ma pare superfluo dato che la delega di cui all'art. 2381, comma 5, c.c. costituisce una forma di “delega generale”, non vincolando in alcun modo il CdA circa il rilascio di eventuali deleghe più specifiche.

Venendo dunque al primo dei temi che si intendono affrontare – modalità delle partecipazione degli indipendenti alle trattative – va osservato che la gestione dell'operazione in capo agli amministratori indipendenti potrebbe essere implementata di certo nei casi di operazioni di minore rilevanza, laddove non sussiste una competenza riservata al CdA. Tuttavia, anche nelle operazioni di maggiore rilevanza, benché il Regolamento prescriva che gli amministratori indipendenti partecipino alle trattative solo attraverso la “ricezione di un flusso informativo completo e tempestivo”, si ritiene possibile un maggior coinvolgimento degli amministratori indipendenti. Infatti, la normativa regolamentare, benché dettagliata e specifica, non preclude agli emittenti di adottare meccanismi di correttezza e *best practices* maggiormente efficaci (che poi ciò non avvenga è altro tema, non strettamente giuridico).

In termini pratici, la partecipazione degli indipendenti alle trattative potrebbe avvenire con le seguenti modalità:

- (i) il metodo certamente più efficace – e più invasivo da un punto di vista di *governance* – è quello di predisporre un'apposita previsione statutaria che attribuisca ad uno specifico comitato per le operazioni con parti correlate (composto esclusivamente da amministratori indipendenti per le operazioni di maggiore rilevanza) la competenza per gestire tali operazioni, una volta che i contatti di natura commerciale con la controparte correlata siano stati avviati dal *management* e dagli amministratori delegati;
- (ii) altra soluzione, questa volta di competenza del CdA, è la previsione di una delega ad *hoc*, eventualmente contenuta in quella che formalmente costituisce il comitato operazioni con parti correlate, che attribuisca a quest'ultimo maggiori e più specifici poteri in relazione alla partecipazione alle trattative. Mediante tale espediente, lo stesso CdA potrebbe di volta in volta, a mezzo di una delega ad *hoc*, selezionare quelle operazioni che richiedono maggiore partecipazione degli

²⁵⁷ Tale tesi è sostenuta da N. MICHIELI, “Gli amministratori indipendenti nel comitato parti correlate”, in *Giur. Comm.*, 5, 2014, 1027, secondo la quale “Non è rimessa, infatti, agli amministratori non esecutivi, quali sono gli indipendenti del Comitato, la cura degli assetti organizzativi, amministrativi, contabili, la pianificazione delle linee strategiche dell'attività sociale e la determinazione della politica di investimenti (questo per espressa scelta del nostro legislatore in conformità all'indirizzo intrapreso a livello comunitario).”

amministratori indipendenti. Peraltro, qualora il CdA volesse restringere l'operatività del comitato OPC, potrebbe predisporre una delega molto ristretta, evitando, ad esempio, che gli stessi indipendenti possano individualmente proporre alle controparti commerciali della società delle alternative che il *management* non aveva contemplato o aveva addirittura escluso, andando così ad alterare le trattative già avviate dal *management*;

- (iii) infine, una soluzione meno invasiva potrebbe essere la creazione, mediante norma statutaria o mediante delega *ad hoc* da parte del CdA, di un comitato composto da amministratori delegati e indipendenti che deliberi sull'operazione secondo meccanismi di maggioranza. Per garantire maggiormente la correttezza dell'operazione, si potrebbe eventualmente prevedere un meccanismo di *casting vote* a favore del (o dei) componente indipendente del comitato.

È bene ribadire ulteriormente che i meccanismi citati non si pongono in sostituzione (né in contrasto) rispetto alle procedure opc previste dal Regolamento. Infatti, (i) per le operazioni di minore rilevanza la competenza sulla deliberazione non è riservata al CdA, dunque il comitato indipendenti potrebbe sia fornire il parere ai sensi dell'art. 7 del Regolamento – comunque necessario a fini informativi – sia materialmente deliberare l'operazione; mentre (ii) per le operazioni di maggiore rilevanza, ferma la necessità del parere ai sensi dell'art. 8 del Regolamento, l'operazione, una volta negoziata dagli amministratori indipendenti, passerebbe comunque al vaglio del CdA (dove, in caso di contrasto tra gli amministratori indipendenti e quelli delegati, si potrebbe eventualmente decidere di accedere al meccanismo del *whitewash* di cui all'art. 11 del Regolamento, ove statutariamente previsto).

È pur vero che una simile proposta, che potrebbe essere adottata in un futuro codice di autodisciplina o addirittura sotto forma di normativa europea (raccomandazione o direttiva)²⁵⁸, avrebbe come effetto quello di rendere meno utili le procedure opc descritte dal Regolamento che, tuttavia, potrebbe essere ulteriormente modificato secondo i migliorati *standard* di *corporate governance*.

2.3.2 Il potere degli amministratori indipendenti di richiedere informazioni ed il (tentato) superamento dell'art. 2381, comma 6 del codice civile

Ulteriore tema che merita di essere approfondito è come gli amministratori

²⁵⁸ Eventualmente come evoluzione della proposta di direttiva europea sulla modifica della Direttiva sui diritti degli azionisti (proposta di direttiva della Commissione EU 2014/0121 (COD)).

indipendenti, stante il loro coinvolgimento nella fase anteriore alla deliberazione (specialmente nelle operazioni di maggiore rilevanza), possano interloquire con gli amministratori delegati che gestiscono l'operazione. In specie, ci si chiede se e in che modo gli indipendenti possano richiedere integrazioni informative agli amministratori delegati, visti anche i limiti previsti dall'art. 2381, comma 6, c.c., secondo cui *“ciascun amministratore può chiedere agli organi delegati che in consiglio siano fornite informazioni relative alla gestione della società”*. La norma intende evitare che il singolo amministratore possa formulare richieste di informazioni ai delegati ed ottenere risposta privatamente, ciò in quanto le informazioni richieste vanno condivise con l'intero CdA²⁵⁹. Interpretando letteralmente – e conformemente alla dottrina di maggioranza²⁶⁰ – il disposto dell'art.

²⁵⁹ Tale finalità è ben nota alla migliore dottrina, si veda, tra gli altri, F. BARACHINI, “La gestione delegata nelle società per azioni”, Torino, 2008, 154, secondo il quale le informazioni vanno condivise in CdA al fine di *“evitare che si possa avere una circolazione “extra-consiliare” delle informazioni richieste”*.

²⁶⁰ In tal senso la dottrina è quasi univoca, si vedano, tra gli altri, G.M. ZAMPERETTI, “Il dovere di informazione degli amministratori nella governance delle società per azioni”, Giuffrè, 2005, 336 ss.; P. MONTALENTI, “Gli obblighi di vigilanza nel quadro dei principi generali sulla responsabilità degli amministratori di società per azioni”, in “Il Nuovo Diritto delle Società”, liber amicorum G. Campobasso, Torino, 2006, II, 835 ss.; L. NAZZICONE, commento sub art. 2381, in “Amministrazione e controlli nelle società per azioni”, L. NAZZICONE - S. PROVIDENTI (a cura di), Giuffrè 2010, 56 ss., ove però l'autrice esprime dissenso sulla presa di posizione del legislatore (*“in ogni caso, secondo il principio di buona amministrazione delle società [...] le deliberazioni sono collegiali, ma, nella fase istruttoria, almeno i poteri di indagine sarebbe opportuno appartenessero individualmente agli amministratori, intenzionati ad assolvere diligentemente al loro incarico”*); F. CENTONZE, “Il concorso mediante omissione degli amministratori senza delega nei reati posti in essere dagli amministratori”, in Riv. Soc. 2007, 722 ss.. Del medesimo avviso, seppur con maggiori aperture, sembra essere G. MERUZZI, “Il dovere degli amministratori di agire in modo informato e l'organizzazione interna della società per azioni”, in “Le clausole generali nel diritto societario” a cura di G. MERUZZI e G. TANTINI, nel Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia diretto da F. GALGANO, 117, secondo il quale *“[l]a natura individuale dell'agire informato implica il potere/dovere, in capo a ciascun amministratore, di assumere iniziative, anche preconsiliari, per colmare il divario informativo di cui egli sia o possa essere consapevole secondo diligenza (arg. Ex art. 2391, c. 1, c.c.). Ne consegue la necessità, se richiesto dalle circostanze, di andare oltre le informazioni fornite dal presidente del CdA tramite l'assunzione in proprio di ulteriori notizie, entro il limite del divieto di atti individuali di ispezione della gestione, riservati dalla legge al collegio sindacale”*. Tale conclusione pare condivisibile anche nel caso in cui le informazioni provengano dagli amministratori delegati direttamente, senza alcun filtro da parte del presidente del CdA.

Sul punto, si precisa che l'amministratore privo di delega non può chiedere chiarimenti e informazioni ai dirigenti ed al personale della società, aggirando così il limite ex art. 2381, comma 6, c.c. (in tal senso Cass., sez. V pen., n. 23838/2007). A tal proposito commenta N. SALANITRO, “Amministratori deleganti e dovere di agire in modo informato”, in Giur. Comm., 2, 2008, 4) che *“[l]a Suprema Corte aderisce alla tesi prevalente in dottrina [...] secondo la quale, salvo diversa previsione statutaria, i singoli amministratori deleganti non possono compiere atti individuali di ispezione e controllo presso le strutture aziendali, essendo questi poteri riservati al consiglio, che può esercitarli direttamente oppure delegando il loro esercizio a uno o più suoi componenti o comitati costituiti nel suo ambito [...]”*.

Per un'opinione contraria si veda V. SALAFIA, “Amministratori senza deleghe fra vecchio e nuovo diritto societario”, in Le Società, 2006, 292, secondo il quale il contenuto del diritto/dovere di agire informati in capo agli amministratori si esplica *“nella richiesta di notizie agli stessi delegati, se vi sono, o ai dirigenti della struttura, in ogni caso, e nella materiale verifica del funzionamento della struttura stessa”*. Secondo l'autore, il riferimento alle informazioni da rendersi in CdA, non costituisce un *“limite all'ampio potere di informazione”* con la conseguenza che gli amministratori non esecutivi potranno chiedere informazioni ai delegati e, qualora sorgesse *“qualche dubbio sulla correttezza dell'operato dell'amministratore delegato, sia in termini di convenienza sia in termini di legittimità [potranno] invitarlo a riferire al consiglio ed, in quella sede, correttamente quel dubbio potrà essere esaminato e valutato in una dialettica nella quale potrà essere coinvolto anche il membro delegato”*; F.

2381, comma 6, c.c., si giunge però ad una conclusione pratica poco soddisfacente. Infatti, nel caso in cui gli amministratori indipendenti avanzino delle richieste informative ai delegati durante le fasi di negoziazione dell'operazione, potrebbe verificarsi che tale richiesta venga soddisfatta solo *ex post* rispetto alla negoziazione dell'operazione (nella prima adunanza consiliare utile) o, nella peggiore delle ipotesi, solo al momento in cui l'operazione venga portata in CdA per l'approvazione finale, ossia quando il parere degli indipendenti dovrebbe essere già stato formulato. Ciò avrebbe il duplice effetto di non consentire agli amministratori indipendenti di formulare un parere idoneo sulla correttezza dell'operazione (se non basandosi sulle poche informazioni fino a quel momento ricevute e con il rischio di responsabilità per violazione del dovere di agire informato di cui al primo inciso dell'art. 2381, comma 6, c.c.), nonché di ritardare la conclusione stessa dell'operazione dato che, carente il parere favorevole del comitato indipendenti, le operazioni di maggiore rilevanza non potrebbero essere approvate in base all'art. 8, comma 1, lett. c) del Regolamento (salvo il ricorso alla procedura di *whitewash* eventualmente prevista statutariamente), con possibili danni per la società e per i terzi soggetti coinvolti.

Vero è che l'art. 2381, comma 5, c.c., obbliga i delegati a fornire un'informativa periodica semestrale (o nel termine inferiore previsto dallo statuto) con riferimento, tra l'altro, alle operazioni di maggior rilievo. Tuttavia il termine semestrale sembra troppo ampio per garantire quella informazione "adeguata, completa e con congruo anticipo" richiesta dal Regolamento. Infatti, benché la negoziazione dell'operazione possa richiedere più di sei mesi (e dunque imporre ai delegati di fare una *disclosure* completa sull'operazione ancora in corso), possono esservi operazioni negoziate e approvate in termini più brevi, per le quali non risulta utile l'informativa periodica.

Parimenti, vero è che il presidente del CdA ha il dovere, ai sensi dell'art. 2381, comma 1, c.c., di fornire adeguate informazioni ai membri del CdA sulle materia all'ordine del giorno, ma tale obbligo viene attivato solo qualora un'assemblea sia stata

BARACHINI, "La gestione delegata nella società per azioni", Torino, 2008; per certi versi, favorevole anche C. ANGELICI, "Diligentia quam in suis e business judgment rule", in Riv. Dir. Comm., 2006, 675 ss., secondo il quale gli amministratori non esecutivi avrebbero però solo il potere di svolgere individualmente l'istruttoria ma non anche quello di richiedere espressamente informazioni agli amministratori esecutivi, decisione, questa, che andrebbe presa collegialmente con gli altri amministratori non esecutivi; di avviso simile F. BONELLI, "Gli amministratori di s.p.a. a dieci dalla riforma del 2003", 2013, UTET, 46, secondo il quale "*Sebbene i singoli amministratori possano individualmente chiedere informazioni (secondo le modalità ora indicate), essi non possono prendere da soli i conseguenti provvedimenti, che rimangono collegiali.*".

già convocata, il che potrebbe benissimo avvenire quando i termini dell'operazione da deliberare siano stati ampiamente negoziati dagli amministratori delegati. Peraltro, anche il Presidente, spesso soggetto privo di poteri esecutivi proprio in quanto organo *super partes* con funzioni di natura organizzativa, potrebbe non essere adeguatamente informato sullo stato dell'operazione e, dunque, potrebbe non avere gli strumenti tecnici necessari per imporre ai delegati una *disclosure* adeguata²⁶¹.

Occorre dunque vagliare alcune possibili soluzioni per garantire al comitato indipendenti l'informazione completa, adeguata e con congruo anticipo prescritta dal Regolamento.

Il rimedio più semplice è certamente quello di ridurre, con apposita deliberazione statutaria, il termine semestrale previsto dall'art. 2381, comma 5, c.c., ad esempio uniformandolo al termine trimestrale previsto dall'art. 150 TUF per l'informazione periodica che gli amministratori delegati devono fornire al collegio sindacale²⁶². Ma è evidente come anche in questo caso potrebbero esserci operazioni concluse in termini più brevi di tre mesi per le quali, dunque, la *disclosure* automatica basata sull'informazione continua non verrebbe comunque garantita.

Altra soluzione, potrebbe essere quella di prevedere, nello statuto o nella deliberazione assembleare di nomina, dei poteri informativi maggiorati in capo all'amministratore indipendente, in modo tale che lo stesso (o gli stessi) possano superare il limite di cui all'art. 2381, comma 6, c.c.²⁶³. La previsione potrebbe peraltro

²⁶¹ Si pensi, ad esempio, al caso tipico in cui la nomina del Presidente del CdA è statutariamente riservata ai soci di minoranza, laddove il CEO e il CFO sono nominati dai soci di controllo. In tale situazione il naturale contrasto che si crea tra l'organo di presidenza e quelli gestionali potrebbe determinare un minore (o meno efficace) flusso di informazioni da parte dei secondi ai danni del primo.

²⁶² Sul punto si veda R. SACCHI, "Amministratori deleganti e dovere di agire in modo informato", in Giur. Comm., 2, 2008, secondo il quale "La periodicità (semestrale) può essere inferiore in caso di previsione statutaria, ovvero quando la società sia quotata. In quest'ultima ipotesi, infatti, l'art. 150, 1° comma, t.u.f. prevede una periodicità almeno trimestrale. La norma si riferisce direttamente all'informazione da fornire al collegio sindacale, ma non sembra contestabile che tale informazione - ove si dovesse ritenere che essa possa essere fornita non dal consiglio, ma da amministratori a ciò delegati - andrebbe allora trasmessa dai delegati al consiglio con la stessa periodicità prevista per l'informazione al collegio sindacale."

²⁶³ Soluzione confermata in dottrina da L. NAZZICONE, commento sub art. 2381 c.c., in "Amministrazione e controlli nelle società per azioni", L. NAZZICONE - S. PROVIDENTI (a cura di), Giuffrè, 2010, 57, secondo la quale "La restrizione [ndr dell'art. 2381, comma 6, c.c.] è superabile in sede statutaria, od anche con la deliberazione assembleare di nomina del consigliere di amministrazione, la quale potrà attribuirgli il potere di una diretta richiesta al personale della società ad esempio in quelle di minori dimensioni o laddove si tratti di un c.d. amministratore di minoranza o di un amministratore indipendente". Favorevole all'intervento statutario anche G. MERUZZI, "L'informativa endo-societaria nella società per azioni", in Contr. Imp., 3, 2010, 786, ove l'autore specifica che "L'esercizio dell'autonomia statutaria in tema di informativa endo-societaria opera quindi, alla luce di quanto visto, solo come possibilità di deroga in melius del regime legale, ovvero per prevedere modalità alternative o più stringenti di organizzazione dei flussi informativi e di esercizio dei poteri e doveri di informativa endo-societaria rispetto a quanto previsto dalla legge, nonché per precisarne contorni e contenuti operativi in relazione allo specifico contesto aziendale, al fine di perseguire al meglio l'obiettivo dell'adeguatezza, ovvero dell'efficienza ed efficacia, dei flussi informativi."

essere limitata ai soli casi di operazioni con parti correlate, al fine di evitare che gli indipendenti possano esercitare il loro potere anche in situazioni in cui non c'è un rischio di *tunneling* conclamato.

Infine, si potrebbe pensare di dotare il comitato indipendenti di speciali poteri interlocutori ed informativi al momento del conferimento dell'incarico agli indipendenti. La delega conferita dal CdA deve infatti essere determinata, indicando “*il contenuto, i limiti e le eventuali modalità di esercizio*” (art. 2381, comma 3, c.c.). Tra i vari elementi, nulla esclude che il CdA possa includere speciali poteri informativi in capo al comitato indipendenti, anche al fine di superare i limiti di cui all'art. 2381, comma 6, c.c.. Tale opzione sembra essere confermata dal Codice di Autodisciplina di Borsa Italiana²⁶⁴ e, a parere di chi scrive, può ritenersi pienamente legittima. Infatti, il disposto di cui all'art. 2381, comma 6, c.c., nel limitare i poteri informativi degli amministratori deleganti, pone una regola ispirata al buon funzionamento del consiglio di amministrazione che, dunque, dallo stesso dovrebbe poter essere derogata, a maggior ragione laddove la deroga sia prevista per tutelare l'interesse della società alla correttezza del procedimento deliberativo²⁶⁵.

Le prime due strade sembrano ancor più legittime laddove si tenga in considerazione che parte della dottrina ha sostenuto che alcune categorie di amministratori (come quelli deputati alle funzioni di controllo interno) hanno diretto accesso alle informazioni, proprio in funzione della carica dagli stessi rivestita²⁶⁶. Se dunque è ammissibile che un amministratore non esecutivo, componente del comitato di controllo interno, possa individualmente ricercare le informazioni necessarie interrogando gli amministratori delegati, tanto più deve essere ammissibile

²⁶⁴ Si veda l'art. 4.C.1 del Codice di Autodisciplina (luglio 2015) e il relativo commento secondo cui “*nello svolgimento delle proprie funzioni, i comitati hanno la facoltà di accedere alle informazioni e alle funzioni aziendali necessarie per lo svolgimento dei loro compiti nonché di avvalersi di consulenti esterni, nei termini stabiliti dal consiglio di amministrazione*”, “*I poteri dei singoli comitati, in particolare quelli aventi a oggetto l'accesso diretto alle informazioni e alle funzioni aziendali, sono determinati dal consiglio stesso nell'ambito dell'incarico ad essi conferito*”.

²⁶⁵ Le procedure di Exor S.p.A. prevedono infatti una deroga espressa all'art. 2381, comma 6, c.c. laddove specificano che “*Il Comitato può in ogni momento richiedere informazioni aggiuntive e formulare osservazioni ai soggetti incaricati della conduzione delle trattative o dell'istruttoria*” (art. 7.1 delle procedure aggiornate al 10 febbraio 2015).

²⁶⁶ In tal senso sembrano esprimersi G.M. ZAMPERETTI, “*Il dovere di informazione degli amministratori nella governance delle società per azioni*”, Giuffrè, 2005, 340; G. PERONE, “*L'accesso degli amministratori “non esecutivi” alle informazioni sociali nell'ordinamento italiano*”, in Meritum – Belo Horizonte, 8, 2, 2013, 328, secondo il quale “*In assenza di diversa disposizione statutaria, pertanto, dovrebbe ritenersi rimesso al consiglio di amministrazione – e, se esistenti, ai soli amministratori titolari di cariche o funzioni particolari che implicino di per sé una potestà di accesso diretto agli atti ed ai documenti della società (quali, ad esempio, quelle inerenti il c.d. controllo interno) – lo svolgimento di ogni attività di indagine volta all'acquisizione o all'integrazione di un'informazione carente*”.

l'esperimento di tale funzione in capo agli amministratori indipendenti con riferimento alle operazioni con parti correlate. Tali amministratori, infatti, secondo il dettato normativo del Regolamento, limitatamente alle operazioni con parti correlate, svolgono una funzione di controllo e di *assessment* dell'operato degli amministratori delegati e, pertanto, dovrebbero avere la possibilità di interloquire con gli stessi anche al di fuori delle adunanze consiliari. Se così non fosse, del resto, l'unica possibilità che avrebbero gli indipendenti per accedere a tutte le informazioni necessarie, nei tempi utili per fornire un parere completo (e poter così bloccare l'operazione prima che la negoziazione venga completata), è quella di sollecitare un intervento ispettivo e di controllo dei sindaci ai sensi dell'art. 151 TUF. Tuttavia, tale meccanismo, pur potendo essere utilizzato dagli amministratori indipendenti, non merita di essere incentivato, in quanto non pare legittimo che il collegio sindacale – che opera a favore della società e non di singole categorie di amministratori – debba supplire alle carenze di informazione endo-consiliare tra i vari comitati o tra amministratori delegati e non esecutivi.

2.4 Il parere degli amministratori indipendenti come fairness test

Tra i profili di maggior rilievo concernenti le procedure per le operazioni con parti correlate descritte dal Regolamento, vi è certamente quello della responsabilità dei vari organi amministrativi coinvolti. Come è stato ampiamente rilevato in dottrina²⁶⁷, il Regolamento non prescrive delle sanzioni *ad hoc* nel caso di violazione delle procedure OPC adottate dagli emittenti, pertanto i rimedi disponibili in capo alla società e ai soci sono principalmente limitati alle azioni di responsabilità previste dal codice civile. In particolare, ciò che si intende analizzare nei prossimi paragrafi, è la disciplina della responsabilità degli amministratori delegati e del CdA quale organo collegiale, alla luce del parere che gli amministratori indipendenti devono rilasciare ai sensi degli artt. 7 e 8 del Regolamento. Il principale quesito che ci si pone è, quindi, se la responsabilità degli amministratori delegati e/o degli altri componenti del CdA, sia effettivamente affievolita nel caso in cui il comitato indipendenti rilasci un parere favorevole al

²⁶⁷ P. MONTALENTI, “Le operazioni con parti correlate”, in *Giur. Comm.*, 2011, ove l'autore criticamente afferma che “*A fronte di un apparato regolamentare così imponente v'è da domandarsi in quali sanzioni possono incorrere gli emittenti che non adottino o non applichino le procedure di cui discorriamo. A ben vedere... nessuna, fatta eccezione una remota ipotesi di responsabilità degli amministratori per violazione di legge, remota perché, di regola, la società si avvantaggia, sia pur “abusivamente” dell'operazione. Scorrendo le disposizioni sanzionatorie del Testo unico dell'intermediazione finanziaria non è dato rinvenire una disposizione applicabile alla fattispecie, fatte salve le disposizioni in materia di informazione societaria (cfr. art. 193 t.u.f.)*”.

compimento dell'operazione.

Come si è detto in precedenza, il parere degli amministratori indipendenti ha, per certi aspetti, una “funzione di garanzia” nei confronti degli amministratori che deliberano ed eseguono l'operazione. Infatti, il parere attesta la correttezza dell'operazione sotto diversi profili garantendo, in un certo senso, che i conflitti di interessi connaturati alla stessa non creino un danno alla società. Si tratta dunque di capire come effettivamente il parere favorevole possa incidere sulla valutazione di responsabilità degli amministratori, distinguendo tra le due principali fonti di responsabilità contenute nel codice civile, ossia la responsabilità per mancata comunicazione di un interesse “laterale” (artt. 2391 e 2497-ter c.c.) e la responsabilità per mancanza di diligenza nella gestione sociale (art. 2392 c.c.).

Prima di passare all'analisi delle ipotesi descritte è bene fare una precisazione di carattere sistematico.

Benché nell'ordinamento italiano la responsabilità degli amministratori di società non sia classificata in base alla violazione di doveri ascrivibili nelle più ampie categorie del *duty of loyalty* o del *duty of care* (come avviene, invece, negli ordinamenti anglosassoni), pare possibile reinterprete la normativa di settore secondo tale distinzione di massima, riconducendo, ad esempio, gli artt. 2391 e 2497-ter c.c. al generale dovere di buona fede ed al rapporto fiduciario che si crea tra l'amministratore e i soci (*rectius*: la società). Diversamente, il canone di diligenza previsto dall'art. 2392 c.c., è paragonabile al parametro di *due care* richiesto all'amministratore per la corretta gestione della società.

A fronte della *summa divisio* di cui sopra, l'analisi che segue opera una distinzione tra i casi di responsabilità degli amministratori per violazione dei doveri di buona fede e quelli per violazione del dovere di diligenza, il tutto valutato alla presenza di un parere favorevole degli amministratori indipendenti sull'operazione deliberanda.

2.4.1 Il parere degli amministratori indipendenti ai fini dell'esclusione della responsabilità degli amministratori ai sensi degli artt. 2391 e 2497-ter del codice civile

Le norme in esame prevedono entrambe un obbligo di *disclosure* per l'amministratore in relazione all'esistenza di un interesse altro rispetto all'interesse della società amministrata. Poco rileva, in tale sede, se l'obbligo in questione sia preventivo (art. 2391 c.c.) o successivo (art. 2497-ter c.c.) poiché entrambe le disposizioni tendono al soddisfacimento della correttezza da parte dell'amministratore interessato nell'espletamento del suo incarico, ponendo a carico dello stesso un obbligo

informativo riconducibile al generale dovere di buona fede. Il parere degli amministratori indipendenti ha ad oggetto “mediato” proprio il rispetto di tale dovere. Infatti, il parere serve a garantire che, nonostante la situazione di conflitto di interessi connaturata all’operazione, questa venga negoziata ed approvata comunque nell’interesse della società e senza che la situazione di conflitto ne influenzi i termini commerciali. Gli indipendenti, a differenza dei sindaci, non svolgono un controllo sulla diligenza degli amministratori esecutivi, infatti la valutazione (di merito) dei termini dell’operazione (prezzo, controparti, condizioni, tempistiche) serve non tanto a capire se l’operazione sia condotta in maniera esemplare (i.e. *due care*), quanto se la stessa sia portata a termine senza che gli amministratori si facciano influenzare dalla situazione di conflitto in cui versano. Quella degli indipendenti è, pertanto, una valutazione sul rispetto del generale dovere di buona fede da parte degli amministratori esecutivi che negoziano l’operazione.

Se tale ragionamento è corretto, ove l’operazione risulti comunque dannosa per la società, nonostante il parere favorevole degli amministratori indipendenti, l’origine del danno non dovrebbe ricercarsi tanto nella carenza di buona fede degli amministratori esecutivi quanto, forse, nella loro incapacità gestionale. In tal caso, avremmo che l’amministratore esecutivo, forte del parere favorevole degli indipendenti, potrà andare esente da una responsabilità per violazione dei suoi doveri fiduciari (art. 2391, comma 4, c.c.), ma potrebbe comunque essere responsabile *ex art.* 2392 c.c. per mancanza di diligenza.

Tuttavia, al fine di offrire un quadro completo, vanno anche considerati gli obblighi degli amministratori esecutivi ai sensi del Regolamento, in particolare quelli concernenti le informazioni da fornire agli amministratori indipendenti al fine del rilascio del parere. Infatti, benché l’amministratore interessato faccia *disclosure* della sua situazione di conflitto ai sensi dell’art. 2391, comma 1, c.c., non vi è certezza che gli indipendenti abbiano un quadro completo dell’operazione in corso di negoziazione. A tal proposito, si rileva che gli amministratori interessati, pur effettuando la *disclosure* sull’interesse “laterale”, non vanno esenti da responsabilità per violazione dei loro doveri fiduciari, qualora non forniscano volontariamente agli indipendenti le informazioni necessarie al rilascio del parere. Ciò in quanto, il fatto stesso di aver taciuto sui dettagli dell’operazione genera una presunzione circa la mala fede degli esecutivi.

In sostanza, vero è che il primo precetto di buona fede (*disclosure ex art.* 2391,

comma 1, c.c.) è stato rispettato, ma è anche vero che non è stato rispettato il secondo precetto di buona fede (*disclosure* sui termini dell'operazione ai sensi del Regolamento). In una situazione simile, i possibili quadri sono due: (i) gli amministratori indipendenti rilasciano un parere negativo ed in tal caso è plausibile che la condanna investa solo gli amministratori esecutivi che hanno posto in essere l'operazione nonostante il parere negativo degli indipendenti²⁶⁸; (ii) gli amministratori indipendenti rilasciano un parere positivo²⁶⁹ ed in tal caso vi sarebbe di certo una responsabilità solidale degli esecutivi e degli indipendenti per violazione dei rispettivi obblighi fiduciari.

In entrambe le ipotesi su citate, si è in presenza di una violazione degli obblighi fiduciari degli amministratori (infatti sia gli indipendenti che gli esecutivi sono consapevoli del danno che l'operazione potrebbe arrecare alla società ma, dolosamente, decidono di darvi comunque corso) nel cui caso non verrà applicata la regola del c.d. giudizio imprenditoriale (o *business judgment rule*)²⁷⁰, che impedisce l'ingerenza delle corti nelle scelte di opportunità economica operate dagli amministratori²⁷¹. Nel caso di

²⁶⁸ Ciò è palese nelle operazioni di minore rilevanza dove il comitato esecutivo può concludere l'operazione anche in presenza di parere negativo degli indipendenti. Meno ovvio nelle operazioni di maggiore rilevanza dove, comunque, bisogna valutare la condotta deliberativa di ciascun componente del CdA, inclusi gli amministratori indipendenti che potrebbero cambiare opinione e votare a favore nonostante il precedente parere negativo, esponendosi in tal caso ad un più severo giudizio di responsabilità.

²⁶⁹ Simile circostanza si verifica, ad esempio, nelle ipotesi di "cattura" dell'amministratore indipendente da parte degli amministratori esecutivi che riescono ad influenzare l'opinione dei primi. Si vedano sul tema, U. TOMBARI, "Amministratori indipendenti, sistema dei controlli e corporate governance: quale futuro??" in Banca Borsa e Tit. Cred., 2012, 5, 506, il quale, riprendendo un contributo di Jonathan Macey sul celebre caso *Smith v. Van Gorkon* del 1985, conferma che "il problema degli indipendenti è legato alla circostanza che non riescono al contempo a svolgere funzioni gestionali e funzioni di controllo, ossia quella funzione duale che ogni componente del c.d.a. deve assolvere; il rischio è naturalmente che siano catturati dagli esecutivi, come è accaduto nel celebre caso *Smith v. Van Gorkom* del 1985, allorché il consiglio di amministrazione della Transunion decise in poco tempo (due ore circa) su un'operazione complessa e dannosa per la società, solo perché fu catturato dal CEO interessato nell'operazione (*van Gorkom*, appunto)"; C. D'ERCOLE, "Amministratori non esecutivi, indipendenti, di minoranza", Università Cattolica del Sacro Cuore, seminario sulla struttura del CdA nelle quotate fra diritto e soft law (Pisa, 1-2 dicembre 2006); R. RODORF, "Gli amministratori indipendenti", in *Giur. Comm.*, 2, 2007, 143.

²⁷⁰ Sul punto si precisa che l'applicazione della *business judgment rule* alle operazioni con parti correlate è dibattuta in dottrina, essendoci chi ne sostiene l'inapplicabilità (A. MAZZONI, "Operazioni con parti correlate e abusi", testo della relazione al Convegno «A quindici anni dal T.U.F.. Bilanci e prospettive», 13 e 14 giugno 2013, Università Bocconi di Milano) e chi, al contrario, la ritiene pacificamente applicabile (P. MONTALENTI, "Le operazioni con parti correlate: questioni sistematiche e problemi applicativi", in *Riv. Dir. Comm.* 1, 2015, 70), seppur nella sua accezione "all'italiana".

²⁷¹ Il criterio offerto dalla *business judgment rule* è ormai ben noto nel nostro ordinamento e ancor più negli ordinamenti anglosassoni dove, per l'appunto, è nato. Senza pretese di completezza, dati gli ampi contributi sul tema, si vedano S.A. RADIN, "The Business Judgment Rule – Fiduciary Duties of Corporate Directors", Aspen Publishers, 2009. In giurisprudenza, uno dei primi casi in cui tale regola viene applicata è il procedimento inglese *Charitable Corp. v. Sutton*, 2 *Atk.* 400, 404 (1742). Nel nostro ordinamento, pregiata analisi della bjr è condotta da C. ANGELICI, "Diligentia quam in suis e business judgment rule", in *Riv. Dir. Comm.*, 2006, 675 ss.; si veda anche il contributo di P. PISCITELLO, "La responsabilità degli amministratori di società di capitali tra discrezionalità del giudice e business judgment rule", in *Riv. Soc.*, 6, 2012, 1167. In giurisprudenza, dove la bjr ha avuto ampio riconoscimento, si vedano Cass., 28 aprile 1997, n. 3652; Trib. Milano 3 settembre 2003; Trib. Milano

violazione del precetto di buona fede, il tribunale estende la sua valutazione anche al merito dell'operazione, inteso non tanto come merito commerciale – valutazione per la quale il tribunale non avrebbe alcuna specifica competenza – quanto come merito sull'opportunità di compiere quella determinata operazione stante la situazione di conflitto di interessi²⁷². La valutazione si appunta dunque sulla correttezza della scelta imprenditoriale più che sul suo contenuto, ossia sull'*an* piuttosto che sul *quomodo*²⁷³.

Con ciò, tornando al tema qui trattato – se il parere degli indipendenti costituisca esonero di responsabilità degli amministratori esecutivi – si vuol dire che in presenza

14 aprile 2004; Trib. Milano 29 maggio 2004; più recentemente si vedano Trib. Milano, 3 giugno 2008, in cui i giudici di merito affermano che “l'organo giudicante [...] ha solo il compito di valutare le conseguenze lesive degli atti di violazioni ai doveri imposti dalla legge o dallo statuto agli amministratori, senza in alcun modo potersi spingere a sindacare l'operato ed il merito degli atti posti in essere dagli stessi, se non in caso di manifesta irragionevolezza delle scelte operate”, e ancora nella stessa sentenza si afferma che “la legge non impone agli amministratori di gestire la società senza commettere errori, anche nel caso in cui si tratti di errori gravi ed eventualmente evitabili da altri amministratori più competenti e capaci, ma prevede solo il rispetto dei numerosi obblighi di comportamento di amministrare con diligenza e di non agire in conflitto di interessi. È questo il contenuto della cosiddetta business judgment rule, secondo la quale la responsabilità degli amministratori è una responsabilità per violazione di obblighi connessi alla funzione e non per l'insuccesso economico della società ascrivibile ad errori di gestione. In base a tale regola, infatti, occorre tenere conto del fatto che nello svolgimento di un'attività imprenditoriale, e quindi nell'operato degli amministratori, è connotata una rilevante discrezionalità”; Trib. Napoli, 20 giugno 2008, secondo cui “le scelte gestorie – cui è connotato un rischio – non possono tradursi in consequenziali ipotesi di responsabilità degli amministratori quando il rischio si avvera, dovendo invece considerarsi se la scelta a suo tempo compiuta sia riconducibile a canoni di razionalità secondo le regole del business judgment rule”; Trib. Milano 14 gennaio 2010. Per una pronuncia più recente della Suprema Corte si rinvia a Cass., 28 agosto 2009, n. 18231, la cui massima dispone che “nell'azione di responsabilità [...] non sono sottoposte a sindacato di merito le scelte gestionali discrezionali, anche se presentino profili di alea economica superiori alla norma, ma resta invece valutabile la diligenza mostrata nell'apprezzare preventivamente i margini di rischio connessi all'operazione da intraprendere, così da non esporre l'impresa a perdite, altrimenti prevedibili”. Tuttavia, in alcuni casi il giudice si è spinto oltre il criterio del giudizio imprenditoriale, sindacando il merito delle operazioni, (si vedano Trib. Milano 26 giugno 1983; Trib. Milano, 14 aprile 2004; Cass., n. 5718 del 2004).

²⁷² Come rilevato di recente da Trib. Parma, ordinanza del 28 marzo 2013, “il Tribunale può sindacare anche il merito delle scelte economiche compiute dagli amministratori in conflitto di interessi, e segnatamente quelle in pregiudizio della società da loro amministrata, ma conformi all'interesse del socio di maggioranza, a condizione che ricorra l'ulteriore presupposto della potenzialità del danno per la società stessa. [...] In altre parole, il limite derivante dalla cd. business judgment rule non opera laddove si tratti di sindacare non tanto l'osservanza del dovere di diligenza (cd. duty of care) quanto dell'obbligo di fedeltà (cd. duty of loyalty)”. Tesi peraltro già sostenuta da C. App. Brescia decreto dell'8 febbraio 2001.

²⁷³ Esemplare la ricostruzione di tale tema offerta da C. ANGELICI, “Diligentia quam in suis e business judgment rule”, in Riv. Dir. Comm., 2006, 688, ove l'autore afferma che, in presenza di una violazione del duty of loyalty, “il problema non si esaurisce in quello dei limiti di un sindacato avente per oggetto scelte imprenditoriali (ovvero, considerando l'altro lato della medaglia, dello spazio di discrezionalità in cui esse devono potersi compiere), ma riguarda pure la diversa valutazione se il secondo obbligo [ndr duty of loyalty] è stato correttamente adempiuto; ed in tal caso non è più questione d'autonomia in quelle scelte, bensì di verificare la loro correttezza. [...] Ed in tal modo si spiega anche, a ben guardare, la previsione di una specifica ipotesi di responsabilità nell'art. 2391, quarto comma, c.c. per i danni derivanti dalla violazione di obblighi che la norma pone a carico dell'amministratore «interessato». [...] se si trattasse semplicemente di applicare il criterio generale di responsabilità previsto dall'art. 2392 c.c., la norma sarebbe quanto meno inutile. [...] è quasi inevitabile dedurre che con essa [ndr art. 2391, comma 4, c.c.] si sia voluto in certo modo aggravare la responsabilità dell'amministratore «interessato»: nel senso, a ben guardare, che in presenza di un suo «interesse» ed essendosi verificati danni a carico della società (poiché il problema solo in tal caso si pone) diviene plausibile un'analisi la quale, anche nel contesto di scelte propriamente imprenditoriali, sia volta ad accertare se e come il loro esito negativo sia stato influenzato dalla violazione di quegli obblighi. [...]. Sotto questo profilo non è forse azzardato ritenere che la riforma abbia ripreso uno dei postulati che più diffusamente si ritengono caratterizzare la business judgment rule [...]: quello che richiede di distinguere tra duty of care e duty of loyalty e di adottare distinti criteri di responsabilità per l'uno e per l'altro”.

di una violazione di specifici precetti normativi, esplicativi del principio di buona fede (art. 2391, comma 1, artt. 7 e 8, Regolamento)²⁷⁴, il parere favorevole degli amministratori indipendenti non si ritiene comunque idoneo ad escludere che il giudice effettui una valutazione approfondita sul merito se compiere o meno l'operazione e, in caso di giudizio negativo, ad evitare la condanna dell'amministratore esecutivo (ed eventualmente del comitato indipendenti) al risarcimento dei danni *ex art. 2391, comma 4, c.c.*.

2.4.2 Il parere degli amministratori indipendenti ai fini dell'esclusione della responsabilità degli amministratori ai sensi degli artt. 2392 e ss. del codice civile

L'art. 2392 c.c., a differenza degli artt. 2391 e 2497-*ter* c.c. precedentemente analizzati, contiene una regola di diligenza per gli amministratori, statuendo che gli stessi “*devono adempiere i doveri ad essi imposti dalla legge e dallo statuto con la diligenza richiesta dalla natura dell'incarico e dalle loro specifiche competenze*”. La regola imposta rientra dunque nel canone generale del c.d. *duty of care*. Ciò ha evidenti riflessi in termini di applicazione della *business judgment rule*, in quanto la stessa risulta pienamente operativa qualora la violazione dell'amministratore non ricada nell'ambito della correttezza.

Occorre dunque valutare che efficacia abbia il parere degli indipendenti nel caso in cui l'operazione deliberata si riveli dannosa per la società, laddove tale danno sia dovuto ad una mera incompetenza gestionale degli amministratori e non ad un loro comportamento scorretto.

In generale, si è già detto che il parere favorevole degli indipendenti assume, nei confronti degli amministratori che approvano l'operazione, una funzione di garanzia, in quanto idoneo ad alleggerire, in sede giudiziale, l'onere della prova gravante sugli stessi. Tuttavia, anche per tale ipotesi vanno fatte alcune opportune distinzioni:

²⁷⁴ Occorre comunque notare come in dottrina si sia sostenuto che gli obblighi previsti dal Regolamento siano più una specificazione del dovere di diligenza, benché anche in tal caso la soluzione della disapplicazione della *business judgment rule* sia stata ritenuta pienamente valida. Per tale tesi si veda M. MIOLA, “Le operazioni con parti correlate”, in Amministrazione e controllo nel diritto delle società, 2010, 650, il quale, prima che il Regolamento venisse emanato, affermava che il risultato della delega *ex art. 2391-bis* c.c. sarebbe stato “una specificazione del dovere di diligenza, in particolare sotto il profilo delle cautele da adottare sul piano dell'informazione, dell'istruttoria e della ponderazione della decisione, e dunque, in sostanza, delle condizioni per potere beneficiare, anche nelle fattispecie in questione ed in specie alla luce delle scelte operate dalla riforma del diritto societario della *business judgment rule*”. Una soluzione simile sembra essere condivisa anche da F. GIORGIANNI, “Responsabilità dei gestori di S.P.A. e doveri di fedeltà: variazioni sul tema”, in Riv. Dir. Comm., 2010, I, 152, secondo il quale l'onestà e la lealtà dell'amministratore sono “*principi che i sistemi anglosassoni normalmente compendiano nella espressione duty of fidelity o duty of loyalty, che arricchisce ed integra the duty of care, principi che nel nostro sistema – per sottolinearne la matrice fiduciaria della gestione di patrimoni altrui – sono indicati quali “aspetti” di un generale “obbligo di fedeltà” o, più di recente, quale “puntualizzazione” del più generale (ed ampio) “dovere di fedeltà” degli amministratori.*”.

(i) *OPC di maggiore rilevanza con parere positivo degli indipendenti*: come ampiamente esposto, tali operazioni devono essere approvate, in ultima istanza, dal CdA nel suo *plenum*. Ciò determina la possibilità che una responsabilità solidale *ex art.* 2392, comma 1, c.c., venga effettivamente ascritta a tutti i membri del CdA. Tuttavia, in sede giudiziale, il giudicante dovrà considerare una serie di aspetti prima di ritenere responsabili tutti gli amministratori: (a) in primo luogo, sono pur sempre gli amministratori delegati (o il comitato da essi costituito) a condurre le negoziazioni e, dunque, stabilire i termini dell'operazione. Tali soggetti, pertanto, dovrebbero comunque essere passibili di un più severo giudizio di responsabilità; (b) gli amministratori non esecutivi che non fanno parte del comitato indipendenti hanno spesso un ruolo marginale, in quanto sono informati sull'operazione attraverso il filtro degli amministratori indipendenti, da un lato, e degli amministratori esecutivi, dall'altro. È pur vero che, nella prassi, una volta in CdA, salvo manifestare espressamente il loro dissenso e votare negativamente, sono inclini ad avallare l'operazione qualora il comitato indipendenti abbia rilasciato un parere positivo. Pertanto anche gli amministratori non esecutivi potranno essere passibili di responsabilità per carenza di diligenza, ma la stessa andrà oculatamente graduata sulla base delle asimmetrie informative cui vanno incontro²⁷⁵; (c) il parere degli indipendenti, come si è in precedenza sostenuto, non ha un contenuto meramente formale, ma prende in considerazione gli essenziali aspetti commerciali dell'operazione, pertanto è un parere di merito, rilasciato da amministratori *super partes* (dunque, in astratto, non influenzati da alcun elemento esogeno rispetto all'emittente). Il giudice dovrà tenere conto del parere che avalla le scelte degli amministratori esecutivi, proprio al fine di limitare la responsabilità di questi ultimi e rendere la condanna solidale con gli amministratori indipendenti (questa è la c.d. "funzione di garanzia" del parere)²⁷⁶. Una simile conclusione si ritiene ancora più

²⁷⁵ Infatti, come rilevato da V. DI CATALDO, "Problemi nuovi in tema di responsabilità di amministratori di società per azioni: dal possibile affievolimento della solidarietà all'incerto destino dell'azione della minoranza", in *Giur. Comm.*, I, 2004, 649, "*in presenza di più fatti del consiglio di amministrazione che integrano inadempimento ai doveri gestori si dovrebbe distinguere se questi fatti sono imputabili a tutti gli amministratori, o meno; si dovrebbe poi identificare il danno (ed il nesso causale) riferibile a ciascuno dei fatti; e, in conclusione, singoli componenti del consiglio potrebbero risultare esenti da responsabilità; ed il danno risarcibile da imputare ad un singolo componente del consiglio che venga ritenuto responsabile potrebbe essere maggiore o minore di quello imputabile ad altri.*"

²⁷⁶ Qui la solidarietà, eventualmente con diversa graduazione del risarcimento, pare l'unica soluzione. Infatti deve escludersi una totale esenzione di responsabilità in capo ai delegati e ai componenti non

ragionevole alla luce del fatto che, nelle operazioni di maggiore rilevanza, il parere degli indipendenti non è solo obbligatorio ma anche vincolante, dunque i restanti componenti del CdA (inclusi i delegati) non possono discostarsene se non attivando l'eventuale procedura di *whitewash*²⁷⁷.

- (ii) *OPC di maggiore rilevanza con parere negativo degli indipendenti*: in tal caso valgono pienamente le considerazioni sopra esposte al punto (i). Tuttavia, in presenza di un parere negativo, qualora l'operazione dovesse comunque ottenere l'approvazione in CdA, si avrebbe una responsabilità solidale (differentemente graduata) degli amministratori delegati e degli amministratori non esecutivi (non facenti parte del comitato OPC) che votino a favore. Al contrario, gli amministratori indipendenti non potrebbero essere ritenuti responsabili – potendosi assimilare, almeno negli effetti, il parere negativo all'annotazione del dissenso nel libro delle adunanze e delle deliberazioni prevista dall'art. 2392, comma 3, c.c. per l'esenzione da responsabilità – salvo il caso in cui votino a favore dell'operazione in CdA contraddicendo il loro precedente giudizio negativo.

- (iii) *OPC di minore rilevanza con parere positivo degli indipendenti*: in tal caso, l'operazione è normalmente compiuta direttamente dagli amministratori delegati, considerato anche il fatto che il parere degli indipendenti, pur essendo obbligatorio, non è vincolante. In caso di parere positivo e di successivo compimento di un'operazione poi rivelatasi dannosa, è plausibile che, in sede giudiziale, la responsabilità venga ascritta in primo luogo ai delegati e, in second'ordine, al comitato indipendenti. Si potrebbe obiettare che tale soluzione non tiene conto

esecutivi del CdA (e non indipendenti), solo perché il comitato indipendenti ha rilasciato un parere favorevole. Di questo avviso anche A. POMELLI, “La disciplina Consob delle operazioni con parti correlate”, in Nuove Leggi Civili Commentate, 2010 ed E. PUCCI, “Il parere degli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate: profili funzionali” in Riv. Soc., 2, 2014, anche se, quest'ultima, secondo l'argomentazione che il parere degli indipendenti ha valore meramente procedurale dunque è solo uno dei tanti elementi da considerare ai fini della responsabilità degli altri componenti del CdA.

²⁷⁷ Simili conclusioni sono maggiormente valide qualora il parere sia negativo. Tuttavia, ci si potrebbe chiedere (ma appare più un'ipotesi di scuola) cosa accadrebbe se, in presenza di un parere favorevole, il CdA votasse comunque contro il compimento dell'operazione. In tal caso, probabilmente il giudizio negativo sul parere degli indipendenti sarebbe reso non da un giudice ma dallo stesso collegio, con il risultato che, una volta bloccata l'operazione, non vi sarebbe danno per la società è dunque minor margine per un'azione di responsabilità. In tal caso probabilmente avrebbe più senso procedere alla revoca della delega agli amministratori indipendenti o, nel peggiore dei casi, alla rimozione degli stessi dall'incarico di amministratori.

delle possibili carenze informative cui vanno incontro gli amministratori indipendenti quando devono interloquire con i delegati, tuttavia tale assunto potrebbe essere utilizzato per aggravare la responsabilità degli stessi delegati piuttosto che per affievolire quella degli indipendenti che, incautamente, hanno approvato un'operazione senza avere tutti gli adeguati *asset* informativi.

- (iv) *OPC di minore rilevanza con parere negativo degli indipendenti*: tale ultima ipotesi è, probabilmente, quella più semplice. Infatti, in presenza di un parere negativo, ed in assenza di una deliberazione in seno al CdA, la responsabilità per l'operazione non potrà che ricadere sugli amministratori delegati.

Ovviamente, la superiore schematizzazione è da considerarsi solo un quadro astratto di ciò che potrebbe succedere in un ipotetico giudizio di responsabilità. In tutti i casi descritti, infatti, il giudice dovrà comunque considerare eventuali violazioni del dovere di agire informato che grava su tutti gli amministratori e, in tal modo, potrebbe aggravare la responsabilità di soggetti che, pur non avendo avallato il compimento dell'operazione, non si sono nemmeno prodigati per evitarlo²⁷⁸. Peraltro, si ritiene che incrementare la responsabilità degli amministratori indipendenti, rendendoli maggiormente responsabili delle valutazioni effettuate, possa contribuire ad aumentare gli *standard* di buona *governance* che il legislatore e la Consob hanno voluto introdurre affidando agli indipendenti un compito così delicato come la valutazione di una

²⁷⁸ Recentemente, anche la Suprema Corte si è pronunciata sulla responsabilità degli amministratori non esecutivi di una banca, ritenendo che “*gli amministratori non esecutivi debbano possedere in forza del dovere di agire informato e delle disposizioni emanate dalla Banca d'Italia, una “costante ed adeguata conoscenza del business bancario”*” (Cass. n. 2737 del 5 febbraio 2013). Non dubitando che tale principio debba essere esteso anche agli amministratori indipendenti si tenga comunque conto che, a tutela dell'amministratore delegante, non esecutivo, vi sono i criteri probatori in sede processuale. Infatti, in simili casi, l'onere della prova grava sul soggetto che contesta la violazione del dovere di agire informato, come correttamente rilevato da R. SACCHI, “Amministratori deleganti e dovere di agire in modo informato”, in *Giur. Comm.*, 2, 2008, secondo il quale “*onde evitare un'indiscriminata estensione di responsabilità ai deleganti, debba essere posto a carico di chi contesta la violazione del potere/dovere di chiedere informazioni supplementari l'onere di dimostrare l'esistenza di indizi di allarme che impongano la richiesta di ulteriori informazioni, tenendo distinta, nell'apprezzamento sull'adempimento di questo onere, la posizione dei singoli amministratori, alla luce (ai sensi dell'art. 2392, 1° comma, c.c.) delle rispettive specifiche competenze*”. Per un approfondimento di carattere comparatistico sui criteri di attribuzione della responsabilità agli amministratori non esecutivi si vedano B. CHEFFINS – B. BLACK, “Outside Directors Liability Risk and Corporate Governance: A comparative Analysis”, ECGI Law Working paper No. 48/2005; B. CHEFFINS – B. BLACK, “Outside Director Liability Across Countries”, ECGI Law Working Paper No. 71/2006; B. BLACK – B. CHEFFINS – M. KLAUSNER, “Outside Director Liability”, ECGI Law Working Paper No. 68/2006.

Per un commento (in chiave critica) alla citata sentenza della Cassazione si veda G. MOLLO, “Responsabilità degli amministratori deleganti di società bancaria per violazione del dovere di agire informato”, in *Il nuovo dir. delle soc.*, 12, 2013, 77 ss..

operazione con parti correlate²⁷⁹.

2.4.3 I doveri degli amministratori ed il safe harbour della independent committee fairness opinion per i directors nell'esperienza inglese

Sempre al fine di comprendere se, in presenza di norme regolamentari tutto sommato simili – considerando l'ispirazione inglese del Regolamento –, anche le conseguenze della regolamentazione sulle opc siano effettivamente analoghe, è opportuno indagare quali siano gli effetti dei pareri (c.d. *fairness opinion*) rilasciati dagli amministratori indipendenti nell'ordinamento inglese, accertando in particolare l'incidenza degli stessi sulla responsabilità degli organi amministrativi esecutivi.

Preliminarmente, occorre anticipare che, nel Regno Unito, non vi è un obbligo esplicito, in capo agli amministratori indipendenti (o non esecutivi), di rilasciare una *fairness opinion* prima del compimento di una operazione caratterizzata da conflitto di interessi. Tuttavia, anche nel Regno Unito le operazioni con parti correlate o, in generale, le operazioni in cui gli amministratori siano in conflitto di interessi, hanno delle specifiche procedure, volte a garantire la correttezza dei processi decisionali.

Per quel che qui interessa, occorre innanzitutto distinguere tra le disposizioni applicabili a tutte le società in forza del CA 2006 e quelle delle *Listing Rules* destinante alle operazioni con parti correlate di società appartenenti al segmento *premium* della borsa inglese.

(a) la disciplina del CA 2006

Preliminarmente, va precisato che il CA 2006, applicabile a tutte le società di diritto inglese (incluse le quotate), individua, in una specifica sezione, i doveri degli amministratori, non distinguendo tra doveri spettanti agli amministratori esecutivi e doveri spettanti ai componenti non esecutivi o indipendenti²⁸⁰.

²⁷⁹ Non è un segreto, infatti, che il debole regime di responsabilità previsto per gli amministratori indipendenti (che beneficano, in quanto amministratori, della *business judgment rule*), contribuisca a renderli meno inclini a svolgere il loro compito con la diligenza necessaria (si vedano, su tale punto, G. FERRARINI – M. FILIPPELLI, “Independent directors and controlling shareholders around the world”, ECGI Law Working Paper n. 258/2014, 9).

²⁸⁰ Ai fini qui rilevanti, per capire come operi la *independent committee fairness opinion* nel diritto inglese, occorre citare in particolare:

(i) l'art. 172 CA 2006, ove è specificato che gli amministratori devono agire in buona fede al fine di promuovere il successo della società a beneficio dei soci (formula invero abbastanza oscura), in un'ottica di lungo periodo (par. 1, lett. (a)) e tenendo conto degli interessi degli *stakeholders* (par. 1, lett. (b), (c) e (d)). Tale norma, introduttiva del c.d. principio dell'*enlightened shareholder value*, è stata ampiamente commentata dalla dottrina e dalla giurisprudenza inglese. Si veda, ad esempio, *Regentcrest plc v Cohen* [2001] 2 BCLC 80 [120] dove si dice che “The duty imposed to act bona fide in the interest of the company is a subjective one [...]; the question is whether the director honestly believed that his action or omission was in the interest of the

company. The issue is as to the director's state of mind.". In dottrina, V. JOFFEE QC – D. DRAKE – G. RICHARDSON – D. LIGHTMAN – T. COLLINGWOOD, "Minority Shareholders. Law, Practice, and Procedure", Oxford, 2011; R. HOLLINGTON, "Hollington on Shareholders' Rights", London, 2013; nella manualistica, D. FRENCH – S. MAYSON – C. RYAN, "Company Law", Oxford, 2014, 486, dove si specifica peraltro che "*As far as a conflict of interest between creditors and any other group is concerned, it seems that creditors' interest have to be given priority where there is no reasonable prospect of the company not going into insolvent liquidation and that this is the only situation in which there is a duty to consider creditors' interests.*".

(ii) l'art. 173 CA 2006, secondo cui ogni amministratore deve esercitare un giudizio indipendente (che, si noti, non significa rivestire determinati requisiti di indipendenza), salvo diversa previsione statutaria o contenuta in apposito contratto stipulato dalla società;

(iii) l'art. 174 CA 2006, che fissa il dovere degli amministratori di agire secondo il criterio di ragionevole diligenza, commisurata all'esperienza personale di ciascun amministratore;

(iv) l'art. 175 CA 2006, ai sensi del quale ogni amministratore deve evitare situazioni, anche potenziali, di conflitto di interessi con la società. Si noti, che il paragrafo 3 della norma in esame, specifica che tale dovere non si applica nel caso in cui il conflitto di interessi sia relativo ad un contratto stipulato tra l'amministratore e la società (ipotesi che comunque è coperta dal successivo art. 177 CA 2006). Inoltre, a differenza di quanto previsto nel nostro ordinamento dall'art. 2391 c.c. (il cui corrispettivo, nel diritto UK, è più l'art. 177 CA 2006), non vi è dovere di evitare il conflitto di interessi qualora, tra l'altro, (a) vi sia la ragionevole probabilità che, nel caso di specie, non vi sia un conflitto di interessi; e (b) qualora la specifica operazione sia stata autorizzata dagli amministratori. Così dispone il paragrafo 4, lett. (b) dell'art. 175 CA 2006, dovendosi ritenere che qui il consenso degli amministratori debba essere espresso con metodo collegiale, secondo il disposto del paragrafo 6, lett (b) dello stesso articolo (relativo alle *public companies*). Infine, va qui rilevato che i modelli statuari delle *public companies* inglesi (i *Companies (Model Articles) Regulation 2008*, pubblicati direttamente dalle istituzioni governative inglesi e reperibili al link <http://www.legislation.gov.uk/ukxi/2008/3229/schedule/3/made>), contengono una clausola apposita relativa al conflitto di interessi degli amministratori. Secondo l'art. 16 del modello statuario delle *public companies*, statuisce che in presenza di operazioni in cui un amministratore sia portatore di un interesse (non viene specificato se soltanto proprio o anche per conto di terzi), tale amministratore non dovrà essere computato né nei quorum costitutivi né in quelli deliberativi, pur potendo fisicamente prendere parte alla riunione consiliare. La relativa disposizione non è vincolante e può essere derogata con espressa previsione statutaria. Inoltre, vi sono varie eccezioni alla sterilizzazione del voto dell'amministratore interessato, prima tra tutte quella relativa al caso in cui l'interesse dell'amministratore non determini un conflitto di interessi con la società.

(v) art. 177 CA 2006, secondo cui ciascun amministratore deve fare *disclosure* agli altri amministratori di qualsiasi interesse, per conto proprio o di terzi, in operazioni con la società, prima che le stesse siano compiute (il principio è stato ampiamente analizzato in giurisprudenza, a partire dalla ben nota sentenza *Aberdeen Rly Co v Blaikie Bros (1854) 1 Macq 461*). Dunque la *disclosure* è obbligatoria solo per le operazioni compiute (i) dall'amministratore interessato con la società amministrata (come correttamente rilevato da S. SHEIKH, "Company Law Handbook 2015", Bloomsbury Professional, 2014, 744); o (ii) da un soggetto collegato all'amministratore interessato con la società amministrata (*Transvaal Lands Co v New Belgian (Transvaal) Land & Development Co [1942] 2 Ch 488*; *Newgate Stud Co v Penfold [2008] 1 BCLC 46*), diversamente quando l'operazione sia compiuta per conto della società, si applicherà l'art. 175 CA 2006.

(vi) art. 182 CA 2006, recante il medesimo principio di *disclosure* di cui all'art. 177 CA 2006, ma con riferimento alle operazioni già compiute dalla società. La norma *de qua* è corredata da una sanzione pecuniaria in caso di mancata *disclosure* (art. 183 CA 2006). Sul punto, anche se con riferimento alla disciplina previgente del Companies Act del 1985, si rinvia a L. ENRIQUES, "The law on company directors' self-dealing, a comparative analysis", *International and comparative corporate law journal*, Vol. 2 Issue 3, 2000, 309, ove si afferma che "*The UK is the only country in the sample which punishes a director with a fine⁷⁵ for failing to disclose to the board her interest in a transaction, independently of whether the transaction is approved or ratified at any time and of whether it is unfair to the company. However, commentators are sceptical as to the deterrent effect of this provision: Professor Gover has noted that [i]he possibility of having to pay a fine is an inadequate preventative particularly as it is unlikely that [the director] will be prosecuted.*".

Vi sono poi doveri specifici previsti da altre normative, come ad esempio quelli relativi alla correttezza delle informazioni fornite nei prospetti informativi o in dichiarazioni fornite ai terzi. La violazione di tali norme può comportare l'obbligo dell'amministratore al risarcimento (si veda l'art. 90 del Financial Services Market Act 2000 e, in giurisprudenza, il caso *Roder UK Ltd v Titan Marquess Ltd [2011] EWCA Civ 1126*, in cui gli amministratori sono stati obbligati a pagare un debito della società nei confronti di alcuni creditori per aver, a loro volta, assicurato tali creditori mediante falsa documentazione che la società sarebbe stata in grado di pagare il debito.

La procedura di approvazione di operazioni in conflitto di interessi (art. 175 CA 2006), prevede che gli amministratori in conflitto non possano essere ritenuti responsabili nel caso in cui l'operazione da compiersi venga preventivamente approvata dagli altri amministratori (art. 175, paragrafo 4, lett. b))²⁸¹. Possibilità, quella dell'approvazione preventiva, che nelle società quotate è ammissibile solo ove preventivamente inserita in statuto (art. 175, paragrafo 5, lett. b)). Peraltro, la procedura di voto sull'autorizzazione all'operazione da parte del CdA, prevede che (i) i *quorum* costitutivi per la validità della deliberazione debbano essere raggiunti senza conteggiare l'amministratore (o gli amministratori) interessati (art. 175, paragrafo 6, lett. a)); e (ii) i *quorum* deliberativi debbano essere raggiunti senza contare il voto dell'amministratore interessato o, laddove lo stesso venga conteggiato, il voto non debba risultare determinante per la deliberazione (art. 175, paragrafo 6, lett. b))²⁸².

Il meccanismo di approvazione *ex ante* appena descritto si basa sul principio del *whitewash*, applicato nel caso di specie in sede consiliare (mentre il Regolamento prevede solo un *whitewash* in sede assembleare). La procedura prescritta ed il *safe harbour* ivi previsto garantiscono che la presenza di un conflitto di interessi non possa essere utilizzata per motivare la responsabilità dell'amministratore interessato, dovendosi escludere una eventuale discrezionalità del giudice in sede giudiziale, qualora le condizioni descritte dalla norma in esame vengano rispettate.

Al di fuori del caso descritto, non sembra si possa *a priori* escludere la

Si consideri inoltre che l'applicazione dei superiori doveri a tutti gli amministratori, indistintamente, non necessariamente determina la medesima graduazione della loro responsabilità. Infatti, la responsabilità degli amministratori viene valutata in base alla posizione ed al compenso ricevuto dagli stessi (*Re Barings plc (No. 5) [1999] 1 BCLC 433*, confermata da *[2000] 1 BCLC 523, CA*; *DOrchester Finance Co Ltd v Stebbings [1989] BCLC 498*; *Daniels v AWA Ltd (1995) 37 NSWLR 438*, in dottrina si veda C. GERNER-BEUERLE – P. PAECH – E. P. SCHUSTER, “Study on Directors’ Duties and Liabilities”, report redatto per la Commissione Europea, London School of Economics, Aprile 2013, reperibile su http://ec.europa.eu/internal_market/company/board/index_en.htm; A. KEAY, “Directors’ Duties”, Bristol, 2014, 11).

²⁸¹ Per alcune operazioni (artt. 197 e 201 CA 2006), come si è visto al capitolo 1, paragrafo 1.3, il *safe harbour* è previsto solo in caso di esplicita approvazione assembleare, opzione che peraltro è possibile inserire in statuto anche per i casi in cui il CA 2006 richieda la semplice approvazione in CdA. Infatti, come rilevato da S. MORTIMOR, “Company Directors Duties, Liabilities, and Remedies”, Oxford, 2013, 329, 15.64, ci possono essere casi in cui non è possibile ottenere il consenso del CdA perché la maggioranza degli amministratori non è incline ad approvare l'operazione o perché vi sono norme statutarie che impediscono agli amministratori di votare a favore o, ancora, perché tutti gli amministratori risultano interessati personalmente all'operazione.

²⁸² Si vedano M. MOORE, “Directors’ Duties and Liabilities in United Kingdom”, in C. GERNER-BEUERLE – P. PAECH – E. P. SCHUSTER, “Annex to Study on Directors’ Duties and Liabilities”, report redatto per la Commissione Europea, London School of Economics, aprile 2013, reperibile su http://ec.europa.eu/internal_market/company/board/index_en.htm., 878; S. MORTIMOR, “Company Directors Duties, Liabilities, and Remedies”, Oxford, 2013, 327.

responsabilità degli amministratori esecutivi²⁸³. Vero è che gli amministratori hanno la facoltà di delegare determinate attribuzioni ad altri componenti del consiglio o anche a soggetti terzi non amministratori (ad esempio funzionari della società), ma ciò non li esime comunque dalla *culpa in vigilando*²⁸⁴. Allo stesso modo – e a maggior ragione – una *fairness opinion* di un soggetto terzo indipendente, estraneo rispetto alla società (ad esempio un *advisor* legale o finanziario) non è sufficiente per l'esenzione di responsabilità in sede giudiziale, potendo, al massimo, mitigare la stessa sulla base di presunzioni²⁸⁵.

(b) *la disciplina delle Listing Rules*

Come anticipato al capitolo 1, paragrafo 1.3, in caso di operazioni con parti correlate di minori dimensioni, la LR 11.1.10R(2)(b) prevede che prima di compiere l'operazione, la società debba ottenere una *fairness opinion* dallo *sponsor* circa la correttezza e ragionevolezza delle condizioni dell'operazione per gli azionisti.

Per quel che qui interessa – ovvero capire che impatto abbia la *fairness opinion* dello *sponsor* sulla responsabilità degli amministratori che pongono in essere l'operazione – bisogna innanzitutto distinguere tra la “funzione di garanzia” assunta dall'*opinion* con riferimento ad eventuali procedimenti avviati dalla FCA, e la stessa funzione in relazione alla possibile responsabilità degli amministratori nei confronti della società. Lo *sponsor* non è un soggetto interno alla società e dunque il suo compito non può in alcun modo essere ritenuto di natura gestionale. L'adempimento degli obblighi di cui alle LRs, attraverso l'*opinion* dello *sponsor* e la redazione di una corretta

²⁸³ L'amministratore potrà, al più, discolarsi utilizzando la procedura di cui all'art. 1157 CA 2006, secondo cui, in caso di un'azione di responsabilità contro un amministratore per violazione dei suoi doveri fiduciari o di diligenza, qualora il giudice competente ritenga che l'amministratore abbia agito in buona fede e ragionevolmente (“*honestly and reasonably*”), potrà esimerlo da ogni responsabilità. Lo stesso principio è applicabile anche nel caso in cui l'amministratore, venuto a conoscenza di un'azione che potrebbe essere proposta nei suoi confronti, faccia ricorso al tribunale per ottenere l'esenzione (art. 1175, paragrafo 2, CA 2006). Nell'ipotesi di cui all'art. 1157 CA 2006, l'amministratore avrà l'onere di provare la correttezza della sua condotta (T. BOXELL, “A practitioner's guide to directors' duties and responsibilities”, Thomson Reuters, 2013, 131), eventualmente adducendo come scusante l'esistenza di pareri ed *opinion* favorevoli all'operazione rilasciate dai vari comitati in seno al CdA.

²⁸⁴ A. KEAY, “Directors' Duties”, Bristol, 2014, 233 e, in giurisprudenza, *Re OneTel Ltd (in liq); ASIC v Rich (2003) NSWSC 85*, dove si afferma che anche se un amministratore può legittimamente fare affidamento sui suoi subordinati, lo stesso non è esonerato dalla responsabilità qualora non si assicuri che tali soggetti siano adeguatamente informati. Tale ipotesi, ad esempio, potrebbe verificarsi qualora un comitato di amministratori venga delegato a valutare la correttezza di una data operazione e non venga adeguatamente informato sui termini della stessa.

²⁸⁵ In tal senso M. BRUCE, “Rights and Duties of Directors”, Bloomsbury Professional, 2013, 79, dove l'autrice specifica che i “*directors cannot absolve themselves entirely of responsibility by delegation to others. For example, in Re Bradrown Ltd [2001] 1 BCLC 547, a finance director who relied solely on professional advice received without making his own independent judgment was found to be unfit, although the fact he had taken professional advice was a mitigating factor.*”.

related party circular, serve ad evitare che la FCA irroghi una sanzione di carattere amministrativo contro la società o addirittura avvii un procedimento penale. Tuttavia non è detto che il rispetto della procedura sia sufficiente ad evitare una responsabilità civile degli amministratori nei confronti della società²⁸⁶. Infatti, benché l'*opinion* dello *sponsor* sia senza dubbio un elemento che garantisce (e lascia presumere) una maggiore correttezza dell'operazione, rimane comunque uno degli elementi sulla base dei quali viene valutata la responsabilità degli amministratori in sede giudiziale. Peraltro, a parere di chi scrive, non potrebbe essere diversamente giacché lo stesso *sponsor* non ha le competenze e le conoscenze per valutare se gli amministratori hanno rispettato tutti i loro doveri ai sensi del CA 2006.

In conclusione, può ritenersi che l'*opinion* dello *sponsor* – come quella degli amministratori indipendenti nel nostro ordinamento – non sia idonea ad esentare gli amministratori dalla responsabilità nei confronti della società, ma abbia il solo scopo di evitare sanzioni da parte della FCA.

2.5 *I “presidi equivalenti”: una possibilità per valorizzare la partecipazione degli stakeholders*

Il Regolamento offre la possibilità di sostituire la procedura basata sul parere del comitato indipendenti con specifici presidi equivalenti che assicurino la correttezza dell'operazione. Come si può rilevare dagli artt. 7, lett. d) e 8, lett. d) del Regolamento²⁸⁷, tale possibilità non si riferisce solo alla sostituzione degli amministratori indipendenti non disponibili con altri soggetti, ma offre la possibilità di “sostituire” la procedura descritta, rispettivamente, dall'art. 7, lett. a) e dall'art. 8, lett. b) del Regolamento, con altra altrettanto idonea a garantire la correttezza sostanziale e

²⁸⁶ Si tenga conto che nell'ordinamento inglese le azioni di responsabilità contro gli amministratori, pur essendo previste dalla legge inglese, sono quasi del tutto assenti. Per una analisi in tal senso si vedano J. ARMOUR - B. BLACK - B. CHEFFINS - R. NOLAN, “Private Enforcement of Corporate Law: An Empirical Comparison of the United Kingdom and the United States”, in *Journal of Empirical Legal Studies*, Volume 6, Issue 4, 2009, 687 ss. Gli autori rilevano la quasi totale assenza di azioni di responsabilità contro amministratori di società quotate inglesi nel triennio 2006-2009, concludendo che “*the chances of a director of a publicly traded U.K. company being sued under corporate law are virtually nil. Indeed, directors of U.K. public companies that operate in the United States may face a greater likelihood of being sued under U.K. company law in the United States than in the United Kingdom, though with limited prospects for success.*”; sul tema si veda anche D. LATELLA, “L'azione sociale di responsabilità esercitata dalla minoranza”, Giappichelli 2007, 17.

²⁸⁷ Per le operazioni di minore rilevanza – dove il comitato deve essere composto da amministratori non esecutivi e non correlati, in maggioranza indipendenti – l'art. 7, lett. d) del Regolamento dispone che le procedure OPC prevedano, “*qualora non vi siano almeno due amministratori indipendenti non correlati, specifici presidi equivalenti a quello previsto dalla lettera a) [ndr il rilascio del parere da parte del comitato], a tutela della correttezza sostanziale dell'operazione*”. Per le operazioni di maggiore rilevanza – dove il comitato deve essere composto esclusivamente da amministratori indipendenti non correlati – l'art. 8, lett. d) del Regolamento dispone che le procedure OPC prevedano, “*qualora non vi siano almeno tre amministratori indipendenti non correlati, specifici presidi equivalenti a quelli previsti dalle lettere b) e c) [ndr parere del comitato] a tutela della correttezza sostanziale dell'operazione*”.

procedurale dell'operazione.

Il Regolamento non specifica quali siano i possibili presidi equivalenti utilizzabili²⁸⁸, tuttavia le Linee Guida successivamente redatte dalla Consob, danno alcune indicazioni in tal senso²⁸⁹.

Di seguito si darà conto delle possibili alternative, ricordandosi che, in ogni caso, il ricorso ai “presidi equivalenti” deve considerarsi residuale ed adottabile solo qualora non vi sia un numero sufficiente di amministratori indipendenti in consiglio.

2.5.1 I presidi equivalenti: gli amministratori di minoranza

Il ricorso agli amministratori di minoranza è chiaramente la prima e più ovvia alternativa in caso di insufficienza di amministratori indipendenti. Fermo restando che il comitato per le operazioni con parti correlate può certamente essere composto *anche* da amministratori di minoranza²⁹⁰, occorre capire se questi ultimi possano adeguatamente sostituire integralmente gli amministratori indipendenti.

Vi è infatti da chiedersi (i) se sia un valido presidio equivalente l'utilizzo di amministratori non necessariamente indipendenti (seppur non esecutivi) come gli amministratori di minoranza; e (ii) se l'amministratore di minoranza possa in qualche modo dirsi indipendente.

Per rispondere al primo quesito, si potrebbe certamente dire che il Regolatore – così come il legislatore dell'art. 2391-*bis* c.c. – ha fatto espresso riferimento agli amministratori indipendenti poiché, evidentemente, questi risultano (*rectius* si presumono essere) maggiormente imparziali rispetto agli amministratori di minoranza. Partendo da tale assunto, si dovrebbe concludere che non possono esistere “presidi equivalenti” validi se non dotati di un qualche requisito di indipendenza, da

²⁸⁸ Sul punto particolarmente critica ASSONIME, “La disciplina della Consob in materia di operazioni con parti correlate”, circolare n. 38/2010, 70, laddove si specifica che “*Il Regolamento genericamente si riferisce a “specifici presidi”: non viene individuato il soggetto che possa integrarlo, né le modalità attraverso le quali realizzare tale garanzia.*”.

²⁸⁹ Secondo la Comunicazione Consob DEM/10078683 del 24 settembre 2010, paragrafo 15.1, “*ferma la facoltà per le società di individuare altre soluzioni, si considerano comunque “presidi equivalenti” l’assunzione della delibera previo motivato parere, non vincolante (...) rilasciato dal collegio sindacale o da un esperto indipendente.*”.

²⁹⁰ A tal proposito si vedano le considerazioni di A. POMEILLI, “La disciplina Consob delle operazioni con parti correlate”, in *Nuove Leggi Civili Commentate*, 2010, 1347, che suggerisce l’obbligatorio inserimento di una quota minoritaria di amministratori di minoranza nel comitato per le operazioni con parti correlate. Secondo l’autore, una simile previsione non è stata inserita nel Regolamento per via della “giovinezza” della figura di amministratore di minoranza e della mancanza di dati empirici sul suo reale funzionamento. Inoltre, sempre secondo il citato autore, un simile obbligo avrebbe potuto creare un “*potenziale attrito [...] tra amministratori di maggioranza e amministratori di minoranza su aspetti gestionali particolarmente sensibili o, peggio, di creare un ambiente favorevole per l’adozione di comportamenti opportunistici nell’interesse della minoranza.*”. Quest’ultimo rischio, a detta dell’autore, sarebbe scongiurato dalla partecipazione obbligatoria solo di una minima parte di amministratori di minoranza, tale da non impedire l’adozione di deliberazioni approvate dalla maggioranza del comitato.

considerarsi caso per caso in base alla parte correlata coinvolta. Certamente una simile conclusione è maggiormente fondata nel caso di operazioni di maggiore rilevanza, dove il comitato deve essere composto solo da amministratori indipendenti e dove il parere assume un carattere vincolante per gli amministratori esecutivi. Tuttavia, il medesimo problema si pone anche riguardo alle operazioni di minore rilevanza, che richiedono il requisito dell'indipendenza della maggioranza dei membri del comitato.

A parere di chi scrive, la previsione regolamentare sui “presidi equivalenti”, riferendosi più alla procedura da adottare che ai soggetti utilizzati, non vincola l'emittente a sostituire gli amministratori indipendenti con soggetti che siano altrettanto indipendenti. Ciò è dimostrato anche dal fatto che, laddove gli amministratori di minoranza fossero ritenuti anche indipendenti, non si porrebbe alcun problema circa la possibilità di nominarli direttamente come componenti del comitato parti correlate (essendo *ipso facto* idonei anche come presidio equivalente)²⁹¹.

Il tema dunque si sposta sul secondo quesito proposto, ossia se effettivamente si possa dire che l'amministratore di minoranza è un amministratore indipendente.

Nelle fasi di consultazione prima dell'emanazione del Regolamento, Assogestioni aveva proposto l'inserimento obbligatorio, ed in misura preminente, degli amministratori di minoranza nel comitato per le operazioni con parti correlate. In quel contesto, Assogestioni ha ritenuto di equiparare gli amministratori di minoranza agli amministratori indipendenti²⁹². La proposta non è stata poi accolta nella versione definitiva del Regolamento, evidentemente perché la Consob non è arrivata alle stesse conclusioni di Assogestioni circa l'uguaglianza tra amministratori indipendenti e di minoranza.

In effetti, l'amministratore di minoranza è pur sempre un soggetto nominato dalle minoranze azionarie secondo il meccanismo del voto di lista di cui all'art. 147-ter TUF, dunque, pur trattandosi sempre di un amministratore che dovrebbe in ogni caso operare nell'interesse della società (o comunque di tutti i soci), non è escluso che sia influenzato dalle minoranze azionarie che lo hanno nominato. Su tali basi, affermare con certezza che l'amministratore di minoranza è “indipendente” pare, francamente,

²⁹¹ Ciò è indirettamente confermato da C. DI NOIA - E. PUCCI, “Il nuovo Codice di autodisciplina delle società quotate: motivazioni e principali novità”, in Riv. Dir. Soc., 1, 2012, secondo i quali è possibile utilizzare il comitato remunerazioni previsto dal Codice di Autodisciplina come comitato operazioni con parti correlate, ciò anche ove nel comitato remunerazioni risiedano amministratori di minoranza.

²⁹² Si veda la risposta di Assogestioni alla seconda consultazione indetta dalla Consob nel 2009, dove, a pagina 3, si dice che “*occorre prevedere che gli amministratori di minoranza siano inclusi – e in posizione preminente – tra quegli amministratori indipendenti che dovranno rivestire un ruolo determinante nel processo decisionale in materia (n.d.r. – di OPC).*”.

una pretesa quantomeno rischiosa²⁹³. Ciononostante, giacché una delle finalità delle procedure OPC descritte nel Regolamento è proprio la tutela delle minoranze azionarie, si ritiene che gli amministratori di minoranza siano uno dei possibili “presidi equivalenti” attivabili dagli emittenti. Tuttavia, per mantenere l’equilibrio in seno al comitato che rilascia il parere, sarebbe opportuno che lo stesso fosse composto non solo da amministratori di minoranza ma, almeno in minor parte, anche da amministratori non esecutivi nominati dalla maggioranza azionaria.

2.5.2 (segue) I presidi equivalenti: i componenti del collegio sindacale

A seguito delle riforme degli ultimi anni sul sistema dei controlli interni²⁹⁴, il collegio sindacale ha assunto sempre più un ruolo di *primus inter pares* tra gli organismi che, nel contesto della *governance* societaria, sono deputati, in vario modo, al controllo²⁹⁵. Ciò impone una riflessione sul ruolo dei sindaci di fronte al compimento di una operazione con parti correlate.

Le Linee Guida (paragrafo 15.1) annoverano espressamente i sindaci tra i possibili presidi equivalenti. Tuttavia, vi sono almeno due ragioni per le quali tale soluzione non sembra essere quella ottimale.

Innanzitutto, vi è il tema dell’indipendenza sostanziale sei sindaci. Infatti, benché anche il collegio sindacale venga eletto con voto di lista – con garanzia che almeno un membro su tre dei sindaci effettivi sia selezionato dalla minoranza azionaria (art. 148, comma 2, TUF) – e benché l’art. 148, comma 3 del TUF preveda specifici requisiti di

²⁹³ Preoccupazione che sembra essere condivisa in dottrina da M. BELCREDI, “Amministratori indipendenti, amministratori di minoranza, e dintorni”, in Riv. Soc., 2005, 869, secondo il quale “*se gli amministratori sono portatori di interessi precisi, ancorché di minoranza [...] ha poco senso attribuire loro un ruolo di garanti della fairness come quello proposto per gli indipendenti, a meno che non siano contemporaneamente dettate regole per garantire che tali amministratori (o almeno una parte significativa di essi) siano anche indipendenti dagli azionisti di controllo e – si aggiunge – da quelli che li hanno nominati.*”. Sul rapporto tra amministratori indipendenti e amministratori di minoranza si vedano anche F. A. GRASSINI, “C’è un ruolo per gli amministratori indipendenti?”, Mercato Concorrenza Regole, 2, 2004; R. RODORF, “Gli amministratori indipendenti”, in Giur. Comm., 2, 2007, 143; G. OLIVIERI, “Amministratori «indipendenti» e «di minoranza» nella legge sulla tutela del risparmio”, in AGE, 1, 2006, 23; F. DENOZZA, “L’ “amministratore di minoranza” e i suoi critici”, in Giur. Comm., 6, 2005, 767; M. REBOA, “Il monitoring board e gli amministratori indipendenti”, in Giur. Comm., 4, 2010, 657; N. SALANITRO, “Nozione e disciplina degli amministratori indipendenti”, in Banca Borsa Tit. Cred., 1, 2008, 1; C. D’ERCOLE, “Amministratori non esecutivi, indipendenti, di minoranza”, Università Cattolica del Sacro Cuore, seminario sulla struttura del CdA nelle quotate fra diritto e soft law (Pisa, 1-2 dicembre 2006); D. REGOLI, “Gli amministratori indipendenti”, in “Il Nuovo Diritto delle Società”, liber amicorum G. Campobasso, Torino, 2006, 383.

²⁹⁴ Tra le riforme principali, oltre a quella organica del 2003, vi sono quella introduttiva dell’OdV (D. Lgs. n. 231/2001), la legge sul risparmio (L. n. 262/2005) e quella sulla riforma della revisione contabile (D. Lgs. n. 39/2010), cui si aggiungono le varie disposizioni emanate dalle *authorities* di settore e i principi di *soft law* contenuti nel Codice di Autodisciplina.

²⁹⁵ Sul punto si vedano, tra i tanti, i contributi di P. MONTALENTI, “Il sistema dei controlli societari: un quadro d’insieme”, in Giur. It. 10/2013; e S. BALZOLA, “I controlli interni nelle società per azioni quotate: il ruolo del collegio sindacale”, in Giur. It. 11/2013.

indipendenza, non può escludersi che anche i sindaci possano essere influenzati dai soggetti che li hanno nominati (c.d. cattura). Si riscontra, in sostanza, lo stesso problema già visto per gli amministratori di minoranza. A tali fini, la Consob nelle Linee Guida (pagina 25), ha specificato che “*nell’ipotesi del rilascio del parere da parte del collegio sindacale, l’equivalenza potrà tuttavia ritenersi sussistente solo qualora i componenti di tale organo, ove abbiano un interesse, per conto proprio o di terzi, nell’operazione, ne diano notizia agli altri sindaci [...]*”. La Consob ha dunque elaborato un principio simile a quello previsto dall’art. 2391 c.c. per gli amministratori, con la differenza che il sindaco interessato, una volta effettuata la *disclosure* circa il proprio interesse in conflitto, non è obbligato ad astenersi dal rilasciare il parere. La prevedibile conseguenza, in caso di mancata *disclosure* da parte del sindaco interessato, è che il parere non possa considerarsi attendibile²⁹⁶ e, dunque, non possa essere considerato valido da parte del CdA o del comitato di amministratori che delibera sull’operazione²⁹⁷. Qualora l’operazione venga compiuta e la mancata *disclosure* venga rilevata solo successivamente, il sindaco interessato potrà essere citato in giudizio ai sensi dell’art. 2407 c.c..

La seconda motivazione contro l’utilizzo dei sindaci come presidi equivalenti è stata brillantemente sintetizzata da Assonime. L’associazione di categoria in questione ha infatti sostenuto che il collegio sindacale non è l’organo idoneo ad effettuare una valutazione sul merito dell’operazione – quale è quella di spettanza degli amministratori indipendenti – avendo, piuttosto, la funzione di vigilare *ex post* sul rispetto delle procedure²⁹⁸. La affermata inidoneità dei sindaci per le valutazioni di merito conduce a due ulteriori considerazioni.

²⁹⁶ Ci si potrebbe interrogare se tale invalidità debba essere collegata solo all’ipotesi in cui il parere venga adottato con il voto favorevole determinante del sindaco interessato. Una simile situazione si porrebbe solo ove il collegio sindacale, deputato al rilascio del parere, sia composto da soli tre sindaci e uno di questi voti contro. In tal caso, il parere favorevole passerebbe con il voto del sindaco interessato e con quello di uno dei sindaci non interessati. Diversamente, qualora i due sindaci non interessati votino contro, il parere non sarebbe comunque favorevole e, dunque, alcuna responsabilità sarebbe ascrivibile al sindaco interessato.

²⁹⁷ Tale conclusione potrebbe essere comunque mitigata dagli obblighi informativi ai sensi del Regolamento (art. 7, comma 1, lett. g) e art. 2.8 dell’Allegato 4 in relazione al documento informativo da pubblicarsi per le operazioni di maggiore rilevanza) che impongono all’emittente di rendere pubbliche le eventuali *dissenting opinion* di uno o più amministratori indipendenti e, nel caso delle operazioni di maggiore rilevanza, anche degli altri amministratori. È da ritenersi che tale principio vada applicato anche al caso del collegio sindacale che esprima un parere sull’operazione.

²⁹⁸ Si veda ASSONIME, “La disciplina della Consob in materia di operazioni con parti correlate”, circolare n. 38/2010, 71. Tuttavia, va considerata la recente giurisprudenza di legittimità (Cass. Civ. n. 13081/2013) che, nel dirimere una controversia circa la responsabilità dei sindaci, sembra averne ampliato i compiti, statuendo che il collegio sindacale dovrebbe sempre procedere all’effettuazione di “*un controllo di legalità non puramente formale ma esteso al contenuto sostanziale dell’attività sociale e dell’azione degli amministratori allo scopo di verificare che le scelte discrezionali non travalichino i limiti della buona amministrazione*”, implicitamente ammettendo che il collegio sindacale ha le capacità di effettuare siffatta valutazione di merito.

Da un lato non può tacersi la sfiducia di parte degli operatori del mercato verso il sistema di amministrazione tradizionale e, conseguentemente, verso l'utilizzo del collegio sindacale come organo di controllo, basti pensare alle difficoltà di una società quotata italiana che deve spiegare a degli investitori stranieri la differenza tra gli *auditors* e i sindaci, o anche alla condotta del collegio sindacale in alcuni casi recentemente oggetto della cronaca nazionale, come nel caso Fondiaria-Sai, dove si è rilevato il fallimento del sistema dei controlli adottato da FonSai, con il collegio sindacale che non è stato in grado di intervenire per tempo ed evitare l'aggravarsi della situazione²⁹⁹; o anche nel caso Parmalat-Lactalis, ove il Tribunale di Parma non ha mancato di rilevare come la condotta del collegio sindacale sia stata contraria ai doveri di cui all'art. 149, comma 1 del TUF³⁰⁰ in quanto lo stesso non ha adeguatamente vigilato sulle procedure con cui sono stati nominati i consulenti e sulla composizione del comitato di controllo interno che, come traspare dalla documentazione processuale, non poteva ritenersi indipendente e privo di conflitti di interessi.

Dall'altro lato, l'opinione di Assonime non fa altro che confermare la struttura del modello di *governance* tradizionale in cui il collegio sindacale si limita al controllo senza avere alcun compito gestionale (se non in via sussidiaria e in caso di colpevole inerzia del CdA) o di analisi nel merito. Il collegio sindacale, infatti, non avendo compiti gestionali, non è l'organo deputato alla conduzione delle trattative con le controparti contrattuali e, come ampiamente discusso, questa è una delle competenze espressamente attribuite dalla Consob agli amministratori indipendenti. Pertanto, se è vero che il sindaco non può effettuare alcuna valutazione di merito sull'operazione – più per dogmatica legata al modello di *governance* tradizionale che non per reale carenza di competenze – e dunque emettere un valido parere vincolante, a maggior ragione non pare possibile che il sindaco possa condurre le trattative con le controparti contrattuali della società.

In definitiva, l'unico modo per considerare il presidio del sindaco davvero

²⁹⁹ I controlli del collegio sindacale hanno avuto luogo solo dopo la denuncia di un fondo americano (Amber Capital), allora azionista di minoranza di FonSai. La situazione era così paradossale che sempre la stampa (F. PAVESI, "Ligresti story: ecco come e perché quell'aggiotaggio su Premafin serviva a salvare sinergia la holding di famiglia", Il Sole 24 Ore, 29 aprile 2012), rilevava polemicamente che "*C'è voluta la denuncia di Amber capital, un fondo americano piccolo azionista di Fondiaria-Sai a scoperciare quel Vaso di Pandora che era il sistema Ligresti. Soldi, centinaia di milioni di euro che da anni uscivano dalle società quotate controllate dai Ligresti a favore delle società della famiglia, a monte della galassia dell'ingegnere siciliano.*". Nel documento pubblicato dal collegio sindacale di FonSai in data 16 marzo 2012 (p. 4) si legge che "*Amber chiedeva quindi al Collegio Sindacale di accertare, tra le altre cose, la correttezza sostanziale e procedurale dell'operazione di acquisizione in questione, chiedendo altresì di accertare il rispetto della normativa sul conflitto di interessi degli amministratori e le disposizioni relative alle operazioni con parti correlate.*".

³⁰⁰ Rilievo peraltro confermato dalle contestazioni effettuate dalla Consob in data 5 novembre 2012.

“equivalente” è quello di declassare gli amministratori indipendenti a meri controllori, incapaci di esprimersi sul merito e limitati a chiedere e ricevere informazioni dai delegati nella fase delle trattative. Solo in tal modo, ponendo sul medesimo piano il sindaco e l'amministratore indipendente, le due figure si possono considerare intercambiabili e dunque, l'uno il presidio equivalente dell'altro. Come si è già avuto modo di argomentare nei precedenti paragrafi, tale interpretazione non è in alcun modo condivisibile.

2.5.3 (segue) I presidi equivalenti esterni alla società

(a) gli esperti indipendenti esterni

Ulteriore ipotesi da prendere in considerazione è quella di utilizzare come presidi equivalenti soggetti esterni alla società. Già la Consob, nelle Linee Guida, ha considerato quale valido presidio equivalente il parere fornito da un esperto indipendente appositamente nominato³⁰¹. Soluzione, questa, assolutamente ragionevole considerato che già il Regolamento consente agli amministratori indipendenti di avvalersi di esperti indipendenti esterni per accertare la correttezza delle operazioni. Ci si potrebbe tuttavia interrogare sulla valutazione che tali soggetti siano chiamati a svolgere. Infatti, mentre gli esempi di presidio equivalente fino ad ora proposti – sindaci e amministratori di minoranza – sono comunque, seppur a vario titolo, degli *insider* nella società, un terzo indipendente potrebbe non conoscere le dinamiche interne che spingono un emittente a compiere una determinata operazione. Su tali basi, un esperto indipendente, benché tecnicamente preparato, non può essere ritenuto in grado di rilasciare un parere sull'interesse della società (come prescritto dagli artt. 7 e 8 del Regolamento), potendo al massimo accertare che l'operazione è stata negoziata e contiene termini in linea con la prassi di mercato.

Ulteriore dubbio concerne la reale indipendenza degli esperti indipendenti. Infatti, non può escludersi che l'emittente chieda un parere legale o di natura tecnica o finanziaria a consulenti con cui ha già avuto a che fare in passato e che, in un modo o nell'altro, sono spesso legati al *management* della società. Non può nascondersi che spesso, le *opinion* rilasciate da tali consulenti, sono “negoziata” con il *management* che le commissiona in modo tale da risultare spesso più che accomodanti. Inoltre, la diffusa pratica di inserire una nutrita serie di *disclaimer* e *qualification* nell'*opinion* ne degrada non di poco il valore e – conseguenza ancora peggiore – solleva il consulente esterno da

³⁰¹ Si veda Consob, Comunicazione DEM/10078683, 25.

qualsiasi responsabilità. Pertanto, in presenza di una *opinion* accomodante, in caso di danno alla società derivante dall'operazione, da un lato il *management* rimarrà probabilmente impunito potendosi difendere sulla base dell'*opinion* rilasciata, dall'altro la società non potrà chiedere i danni al consulente esterno in quanto l'*opinion* risulta, come si dice in gergo, "blindata".

Alla luce di quanto sopra, qualora l'emittente sia costretto – per carenza di amministratori indipendenti in consiglio – a valutare l'esperto esterno come presidio equivalente, sarebbe opportuno costituire un comitato interno (eventualmente composto da sindaci e amministratori non esecutivi) che accerti la reale indipendenza del consulente esterno (prima che gli venga affidato l'incarico) e che vigili sull'attività dello stesso durante tutta la procedura.

(b) *i rappresentanti dei creditori o dei risparmiatori*

Una delle soluzioni che non è stata finora suggerita dalla Consob né è stata trattata nel dibattito dottrinale sul regolamento, è la possibilità di dare spazio alle istanze del ceto creditorio o a quelle dei piccoli azionisti.

Non volendo riprendere il dibattito sulla contrapposizione tra istituzionalismo e contrattualismo – peraltro ampiamente trattato in dottrina³⁰² - qui ci si limita a considerare quale presupposto di tale possibilità la necessità, da più parti rilevata, di tutelare quei soggetti che, pur contribuendo mediante il loro capitale al benessere della società, non beneficiano spesso di alcun diritto di *voice*.

Da un lato, i creditori non sopportano il rischio di impresa (e ciò non è peraltro del tutto vero, almeno nel mercato italiano fortemente caratterizzato da imprese sottocapitalizzate che sfruttano appunto il capitale di debito), dall'altro non hanno alcun controllo sul *business* della società. Medesimo discorso può farsi per gli azionisti di risparmio, i quali non hanno diritto di voto a fronte di un dividendo maggiorato e subiscono dunque le decisioni del *management*.

Questi soggetti partecipano indirettamente alla vita della società attraverso le assemblee speciali (art. 2415 c.c.) e la nomina di rappresentanti comuni (art. 2417 c.c.) e, in certi casi, attraverso la possibilità di opporsi a determinate decisioni (si pensi

³⁰² Si rinvia a AA.VV., "Interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders", in Quaderni di Giur. Comm., 2010 (a cura di R. Sacchi); si veda inoltre il recente dibattito della più autorevole dottrina in F. DENOZZA, "Quattro variazioni sul tema: "contratto, impresa e società" nel pensiero di Carlo Angelici", in Giur. Comm., 3, 2013, 480 ss.; M. LIBERTINI, "Ancora in tema di contratto, impresa e società. Un commento a Francesco Denozza, in difesa dello "Istituzionalismo debole"" in Giur. Comm., 4, 2014, 669 ss..

all'opposizione dei creditori alle operazioni straordinarie ex artt. 2500-*quinquies*, 2500-*novies*, 2503, 2506-*ter* c.c.). Tali rimedi non sono spesso idonei ad evitare che determinate operazioni vengano comunque compiute³⁰³.

Qualora la società volesse adottare degli elevati *standard di governance*, favorendo dunque la diffusione di quella che in dottrina è ormai nota come *corporate social responsibility*³⁰⁴, potrebbe prevedere l'utilizzo dei rappresentanti comuni di obbligazionisti e azionisti di risparmio come presidio equivalente. Peraltro, considerato che le disposizioni di cui agli artt. 2415 ss. c.c. non si applicano a tutti i creditori ma solo ai sottoscrittori di titoli obbligazionari, la società particolarmente accorta (o particolarmente indebitata) potrebbe proporre l'utilizzo di un rappresentante comune dei creditori.

D'altro canto è innegabile che tutte queste categorie di *stakeholders* – fatta eccezione, forse, per i soli azionisti di risparmio – siano spesso disinteressate all'attività di impresa svolta, curandosi solo di recuperare il debito o, nel caso degli azionisti di risparmio, di ottenere il maggior dividendo possibile. Inoltre, anche l'operatività dei rappresentanti di obbligazionisti e risparmiatori è spesso limitata alla fase che precede un'assemblea rilevante per la categoria, con la conseguenza che tali soggetti non possono concretamente conoscere il *business* della società. Tuttavia, non per questo si deve consentire che gli interessi di tali categorie vengano pregiudicati da operazioni che hanno come effetto quello di sottrarre valore all'emittente per allocarlo sulle parti correlate dello stesso.

Su tali basi, almeno nelle società con alte percentuali di debito o che emettano azioni di risparmio o strumenti finanziari partecipativi, potrebbe essere consigliabile che il controllo sulle operazioni rilevanti per la categoria venga svolto anche dai

³⁰³ Ai sensi dell'art. 2415, comma 2, c.c. “L'assemblea è convocata dagli amministratori o dal rappresentante degli obbligazionisti, quando lo ritengono necessario, o quando ne è fatta richiesta da tanti obbligazionisti che rappresentino il ventesimo dei titoli emessi e non estinti.”. Dunque, salvo che gli amministratori non siano estremamente diligenti e corretti da informare prontamente il rappresentante comune sui termini dell'operazione da compiersi con parti correlate, non vi sono tante probabilità che l'assemblea degli obbligazionisti venga convocata in tempo utile da bloccare il compimento dell'operazione.

³⁰⁴ Sul tema si vedano: G. BOSI, “Impresa etica, etica d'impresa e diritto societario”, in *Giur. Comm.*, 1, 2011, 124 ss.; A. GAMBINO, “Etica dell'impresa e codici di comportamento”, in *Riv. Dir. Comm.* 2005, 881 ss.; A. GAMBINO, “Il principio di correttezza nell'ordinamento delle spa”, *Giuffrè* 1987; C. ANGELICI, “Responsabilità sociale dell'impresa, codici etici e autodisciplina”, in *Giur. Comm.*, I, 2011, 159 ss.; V. CALANDRA BUONAURA, “Responsabilità sociale dell'impresa e doveri degli amministratori”, in *Giur. Comm.* 4,2011, 526 ss.; AA.VV., “Interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders”, in *Quaderni di Giur. Comm.*, *Giuffrè*, 2010 (a cura di R. Sacchi). Nella letteratura internazionale, tra i tanti, M. GELTER, “Taming or Protecting the Modern Corporation? Shareholder-Stakeholder Debates in a Comparative Light”, *ECGI Law Working Paper No. 165/2010*.

rappresentanti comuni delle varie categorie di *stakeholders*.

Da un punto di vista pratico, una simile soluzione non deve necessariamente essere limitata all'ipotesi in cui si debba fare ricorso ai presidi equivalenti. Infatti, si potrebbe prevedere statutariamente (in aggiunta al parere del comitato indipendenti di cui al Regolamento) un parere obbligatorio del rappresentante degli obbligazionisti o dei risparmiatori laddove l'operazione con parti correlate in questione coinvolga gli interessi di tali soggetti (fermo restando il possibile voto contrario di questi ultimi in sede di assemblea speciale). Allo stesso modo, si potrebbe prevedere che un rappresentante dei creditori (anche solo con riferimento ad alcune classi di creditori, ad esempio quelli il cui credito è assistito da garanzie o quelli il cui credito supera un certo ammontare), appositamente nominato, rilasci una *fairness opinion* sull'operazione.

(c) *l'ipotesi (de iure condendo) della nomina da parte della Consob di un soggetto indipendente*

Qui si analizza una possibilità del tutto inesplorata, in una prospettiva esclusivamente *de iure condendo*. Tale ipotesi consiste nella nomina, da parte della Consob, di un soggetto indipendente, esterno alla società, che vigili sul rispetto delle procedure OPC da parte dell'emittente.

Si tratta di un presidio molto simile allo *sponsor* previsto dalle LRs inglesi, nonché suggerito dalle istituzioni europee nella recente proposta di modifica alla direttiva 2007/36/CE sui diritti degli azionisti³⁰⁵.

Volendo analizzare gli effetti di una simile scelta, sicuro vantaggio sarebbe l'effettiva indipendenza dell'esperto individuato dalla Consob. Non tanto per le caratteristiche della società o del singolo che rilascia l'*opinion*, quanto perché la sanzione in caso di *opinion* non indipendente sarebbe irrogata direttamente dalla Consob e avrebbe probabilmente natura pecuniaria e interdittiva. Situazione differente si ha nel caso degli amministratori indipendenti che sarebbero colpiti solo da sanzioni di carattere reputazionale, la cui efficacia nel nostro ordinamento lascia dubitare³⁰⁶.

Ulteriore vantaggio sarebbe la possibilità di mantenere, durante l'intero processo

³⁰⁵ Secondo l'art. 9-*quater* (Diritto di voto sulle operazioni con parti correlate) della proposta di direttiva della Commissione EU 2014/0121 (COD), "Gli Stati membri assicurano che le operazioni con parti correlate che rappresentano più dell'1% degli attivi siano annunciate pubblicamente dalle società al momento della loro conclusione e che l'annuncio sia accompagnato con la relazione di un terzo indipendente che valuti la conformità dell'operazione con le condizioni di mercato e ne confermi la correttezza e la ragionevolezza dell'operazione dal punto di vista degli azionisti, compresi gli azionisti di minoranza". Vero è che la proposta in questione non fa riferimento ad un esperto nominato dall'autorità di vigilanza del mercato, ma va osservato che per molti versi la proposta ricalca la disciplina delle LRs dove, appunto, lo *sponsor* è un soggetto sottoposto a controllo da parte della FCA.

³⁰⁶ La Consob può infatti sanzionare gli emittenti e i sindaci, ma non anche gli amministratori, come criticamente rilevato da L. ENRIQUES, "Quella multa che colpisce solo gli indipendenti nel CdA", 9 maggio 2014, www.lavoce.info.

di negoziazione dell'operazione, un contatto diretto tra l'emittente e la Consob, garantendo a quest'ultima di chiedere eventuali integrazioni informative in qualsiasi momento. Allo stato attuale, invece, la Consob analizza solo la documentazione sulla quale l'emittente è obbligato a fare *disclosure* e solo in conformità a questa valuta la necessità di integrazioni o maggiori specificazioni.

Infine, deve considerarsi che tali soggetti sarebbero tutti contenuti in un elenco tenuto dalla Consob (esattamente come accade nel Regno Unito con le liste degli *sponsor* tenute dalla FCA) che potrebbe selezionare esperti in diverse aree di mercato. In questo modo si riuscirebbe anche ad aggirare il problema della scarsa competenza tecnica del soggetto che rilascia il parere, tema da molti discusso in relazione agli amministratori indipendenti.

Non può negarsi che una simile soluzione sarebbe probabilmente rigettata dal mercato, poiché molti emittenti potrebbero non gradire la presenza di un soggetto che verrebbe visto come un "inviato" della Consob e che, oltre a vigilare sull'operazione da deliberare, ha anche il compito di rilasciare una *fairness opinion*, eventualmente vincolante nelle operazioni di maggiore rilevanza. Nonostante le superiori considerazioni – frutto più di una presunzione che di prova concreta – non è escluso che alcuni emittenti, che hanno già scelto di adottare alti *standard* di *governance*, accolgano con favore un simile meccanismo (si pensi agli emittenti del segmento STAR).

Di là dal giudizio del mercato, a parere di chi scrive, l'introduzione dell'esperto nominato dalla Consob avrebbe un effetto positivo sulla fiducia degli investitori e consentirebbe una maggior consapevolezza della commissione su questo tipo di operazioni, che potrebbero così essere bloccate prima di arrivare alle loro fasi finali (quando un *revirement* diventerebbe economicamente disastroso).

2.5.4 (segue) *L'ipotesi del presidio equivalente inteso quale procedura alternativa a quelle previste dal Regolamento Consob: il ricorso all'assemblea in assenza di previsione statutaria*

Come anticipato, la lettera del Regolamento non sembra vietare agli emittenti di ricorrere a presidi equivalenti che non siano basati necessariamente sul ricorso a soggetti indipendenti. L'art. 7 del Regolamento fa riferimento a "presidi equivalenti a quello previsto dalla lettera a)", laddove tale lettera descrive il procedimento basato sull'*opinion* rilasciata dal comitato di amministratori indipendenti. Medesimo schema è suggerito dall'art. 8 del Regolamento con riferimento alla procedura di rilascio

dell'*opinion* previa partecipazione alle trattative e alla necessità che il CdA motivi adeguatamente l'approvazione dell'operazione.

Non si parla, dunque, di un "presidio equivalente" agli amministratori indipendenti, ma solo di un "presidio equivalente" alla procedura descritta dalla Consob, che abbia il medesimo effetto di garanzia per la correttezza formale e sostanziale dell'operazione.

Chiaramente anche l'ipotesi qui descritta – una procedura alternativa a quella regolamentare – deve considerarsi una *extrema ratio*, utilizzabile solo qualora manchino gli amministratori indipendenti necessari ad attivare la procedura regolamentare.

La soluzione che si propone, è quella dell'approvazione assembleare. Si tratta di una possibilità già contemplata nel Regolamento (art. 11) e che, per tale ragione, non forza esageratamente l'interpretazione del concetto di "presidio equivalente". Come si vedrà più approfonditamente nella Sezione 3 che segue, il ricorso alla deliberazione assembleare sull'operazione è limitato a due casi: (i) quando, per le operazioni di maggiore rilevanza, non vi sia accordo tra gli amministratori indipendenti e gli esecutivi e solo qualora tale possibilità sia statutariamente prevista (art. 8, comma 2 del Regolamento); e (ii) quando l'operazione da deliberare rientri nella competenza assembleare (art. 11 del Regolamento).

Ci si chiede, pertanto, se in mancanza di un numero adeguato di amministratori indipendenti, gli amministratori che propongono l'operazione possano ricorrere alla consultazione assembleare, anche ove tale possibilità non sia stata prevista nello statuto in precedenza.

Per garantire la correttezza della deliberazione assembleare, si dovrà inoltre garantire che i soci in qualche modo correlati (ossia coloro che, pur non essendo controparti dirette della società nell'operazione, hanno collegamenti di varia natura con la parte correlate controparte della società) non prendano parte alla votazione. In sostanza, si dovrà garantire il *whitewash* anche in tale situazione.

L'ovvio limite che si pone a tale situazione risiede nell'interpretazione di alcune norme di principio del codice civile. Si potrebbe infatti affermare che l'amministrazione della società spetta esclusivamente agli amministratori (art. 2380-*bis* c.c.) e che il ricorso alla deliberazione assembleare nelle materie ad essa non riservate è limitato ai casi espressamente previsti in statuto secondo un meccanismo autorizzatorio (art. 2364, comma 1, n. 5 c.c.). Si potrebbe, in definitiva, affermare che in assenza di un numero adeguato di amministratori indipendenti, gli amministratori

esecutivi debbano assumersi la responsabilità del compimento dell'operazione. Principio sancito anche dallo stesso art. 2364, comma 1, n. 5 c.c. laddove mantiene ferma la responsabilità degli amministratori pur in costanza di autorizzazione assembleare.

Resta allora da capire se vi sia spazio per una consultazione assembleare al di fuori della procedura su descritta ed, eventualmente, che efficacia abbia tale consultazione sia sul compimento dell'operazione sia sulla responsabilità degli amministratori.

Come è noto, non vi è dubbio che l'assemblea possa essere convocata qualora il 5% dei soci (o la minore percentuale prevista in statuto) lo richieda formalmente (art. 2367, comma 1, c.c.). In tale situazione, l'assemblea potrà certamente dare un indirizzo agli amministratori benché (i) non si tratterebbe di un indirizzo vincolante (arg. *ex art.* 2380-*bis*); e (ii) non si avrebbe alcun *whitewash* (arg. *ex art.* 2373 c.c.). Fermo restando quanto sopra, occorre comunque capire se gli amministratori abbiano il diritto di convocare l'assemblea a fine di ottenere un indirizzo riguardo all'operazione da deliberare qualora non vi siano sufficienti amministratori indipendenti.

A parere di chi scrive, tale diritto deve essere concesso agli amministratori in situazioni estreme, in cui vi sia un rischio di perdite gravi per la società, come può essere il caso di una operazione con parti correlate³⁰⁷. Del resto, il potere di convocare l'assemblea per discutere temi di carattere gestionale, non pone un problema di incompatibilità con la nuova struttura dell'art. 2364 c.c., giacché l'attività consultiva dell'assemblea è ben diversa dall'attività deliberativa o autorizzatoria. Simile principio sembra essere condiviso dalla migliore dottrina, anche in relazione ad altri rami del diritto societario e, in particolare, in relazione al diritto societario della crisi³⁰⁸.

³⁰⁷ Addirittura, vi è chi ravvisa un dovere degli amministratori in tal senso. Secondo M. MIOLA, "Atti estranei all'oggetto sociale ed autorizzazioni e ratifiche assembleari dal vecchio al nuovo diritto societario", in Banca Borsa e Tit. Cred., 3, 2009, 275 ss., "*Al fine di estendere la portata degli spazi offerti dall'art. 2364, n. 5, c.c., è ricostruibile un potere/dovere degli amministratori di sottoporre all'assemblea determinate decisioni in materia gestoria, qualora l'atto da compiere sia particolarmente significativo [...]. Ciò può fondarsi non tanto sul criterio della competenza « implicita » o ricostruita per analogia, quanto, soprattutto, sulle regole di condotta che gravano sugli amministratori e dunque sull'osservanza da parte di costoro dei principi non solo di diligenza, ma anche di buona fede e di correttezza (artt. 1175 e 1375 c.c.), posti a tutela dei soci; in virtù di ciò gli amministratori possono ritenersi obbligati a coinvolgere l'assemblea ponendo a disposizione dei soci tutte le informazioni necessarie per consentire loro di valutare le operazioni che essi intendono compiere, e ciò anche al fine di fare emergere gli eventuali interessi nell'operazione onde consentire la migliore operatività dell'art. 2391 c.c., e dunque prevenire il successivo accertamento di una situazione di conflitto*".

³⁰⁸ Per tali considerazioni a livello sistematico si vedano P. ABBADESSA – A. MIRONE, "Le competenze dell'assemblea nelle S.p.A.", in Riv. Soc., 2-3, 2010, 269 ss. dove si afferma che "*non sembra trovare fondamento l'idea che la riforma abbia introdotto un vero e proprio divieto per gli amministratori di sottoporre all'esame dell'assemblea degli argomenti in materia di gestione, con la conseguenza di dover sostenere l'illegittimità di una siffatta convocazione. Ed infatti, il sistema previgente consentiva, a ben vedere, di trasferire in senso proprio all'assemblea la*

Chiaro è che tale procedura non può sostituire interamente il rilascio del parere da parte degli esperti indipendenti e, pertanto, non potrà costituire autonomo presidio equivalente di per sé sufficiente a rispettare quanto prescritto dal Regolamento. Ciò in quanto (i) l'assemblea può solo dare un indirizzo e non autorizzare la deliberazione³⁰⁹; (ii) l'assemblea delibera a maggioranza senza alcuna sterilizzazione del voto dei soci correlati; (iii) l'assemblea può non essere tecnicamente competente ad accertare eventuali irregolarità nell'operazione; (iv) l'assemblea potrebbe non essere adeguatamente informata o comunque potrebbe non essere in grado di utilizzare le informazioni ad essa fornite dagli amministratori.

Sulla base delle superiori argomentazioni, pur ravvisandosi la possibilità di un intervento dell'assemblea quale "presidio equivalente", si ritiene che sia comunque necessario il contestuale coinvolgimento di un soggetto terzo e indipendente che valuti l'operazione dal punto di vista tecnico. Una possibile soluzione in tal senso potrebbe essere la nomina di un terzo indipendente estraneo alla società e tecnicamente competente (possibile la compatibilità con la soluzione di cui al precedente paragrafo 2.5.3(c)), che rilasci una *opinion* sull'operazione sulla base della quale l'assemblea potrà effettuare valutazioni più consapevoli.

Sezione 3 - Le operazioni con parti correlate di competenza assembleare ed il conflitto di interessi del socio

3.1 Le operazioni con parti correlate deliberate dall'assemblea

Come anticipato nel Capitolo 1, il Regolamento prevede norme peculiari nel caso in cui la valutazione dell'operazione coinvolga l'assemblea dei soci. L'art. 11 del Regolamento disciplina la procedura da osservare nel caso in cui l'operazione da

competenza a "deliberare" in merito a singole operazioni gestionali. Tale possibilità è oggi esclusa, ma ciò non impedisce una convocazione avente per oggetto l'esame e la discussione di argomenti gestionali, nella cui seduta i soci potranno anche approvare raccomandazioni e pareri non vincolanti."

Sul medesimo tema nel diritto societario della crisi si veda R. SACCHI, "La responsabilità gestionale nella crisi dell'impresa societaria", in Giur. Comm., 2, 2014, 304 ss., secondo il quale "A prescindere dalla perdita del capitale sociale, gli amministratori (se non si ritiene che nelle s.p.a. vi siano preclusioni derivanti dalla formulazione dell'art. 2364 c.c. adottata con la riforma delle società di capitali) possono comunque, dati gli importanti effetti per i soci derivanti dalla scelta e dalla conformazione dello strumento di composizione concordata dalla crisi, convocare l'assemblea dei soci per informarli o anche per avere una loro valutazione sulle decisioni da assumere."; conferma il punto F. GUERRERA, "Le competenze degli organi sociali nelle procedure di regolazione della crisi", in Riv. Soc., 6, 2013, 1114 ss..

³⁰⁹ Seppure tale argomentazione non sembri sufficiente a giustificare un minor potere dell'assemblea nei casi di mero indirizzo rispetto alle ipotesi di cui all'art. 11 del Regolamento. Infatti, anche in tale ultimo caso il meccanismo dell'autorizzazione assembleare ex art. 2364, comma 1, n. 5), c.c., non obbliga comunque gli amministratori a compiere l'operazione autorizzata dall'assemblea, dovendosi dunque concludere che il potere autorizzatorio, a livello pratico, non abbia una vincolatività molto più ampia del potere di indirizzo.

deliberare sia di competenza assembleare. Inoltre, anche l'art. 8, comma 2, del Regolamento, fa riferimento alla deliberazione assembleare, nel caso in cui l'operazione di maggiore rilevanza non venga approvata dagli amministratori indipendenti.

E' opportuno analizzare in chiave sistematica le disposizioni regolamentari che fanno riferimento alla consultazione assembleare, tentando di capire: (i) quali sono le possibili ipotesi e le condizioni per un coinvolgimento assembleare; (ii) se tali ipotesi si collochino in posizione di contrasto rispetto alla disciplina codicistica concernente l'attività dell'assemblea (in particolare rispetto agli artt. 2380-*bis* e 2364, comma 1, n. 5 c.c.); (iii) se il meccanismo del *whitewash* (*i.e.* sterilizzazione del voto dei soci correlati) si ponga in contrasto con il diritto di ciascun socio di votare in assemblea (arg. *ex art.* 2373 c.c.); e (iv) quali siano le relazioni, in chiave comparatistica, con la disciplina dell'ordinamento inglese che maggiormente ha adottato la tecnica del ricorso all'assemblea.

3.1.1 Il ricorso all'assemblea ex art. 8, comma 2, quello ex art. 11 del Regolamento Consob e la procedura di whitewash

Il Regolamento contiene diversi riferimenti al coinvolgimento dell'assemblea nelle operazioni con parti correlate. Le norme cui si fa riferimento possono essere divise in due macro categorie, a seconda che l'operazione sia di competenza assembleare (*ex lege* o in base ad una previsione statutaria) oppure, pur essendo di competenza degli amministratori, non si raggiunga un accordo tra il comitato indipendenti e gli amministratori esecutivi.

Nel primo gruppo rientrano le previsioni di cui all'art. 8, comma 2³¹⁰ e all'art. 11, comma 3³¹¹ del Regolamento. Si noti che tali norme si applicano sia alle operazioni di competenza assembleare (ossia quando la legge prevede che sia l'assemblea a deliberare sull'operazione) sia a quelle che devono solo essere autorizzate dall'assemblea (qualora la legge preveda l'autorizzazione o la stessa sia statutariamente

³¹⁰ Art. 8, comma 2, Regolamento: “Le procedure possono prevedere, ferme le previsioni statutarie richieste dalla legge, che il consiglio di amministrazione possa approvare le operazioni di maggiore rilevanza nonostante l'avviso contrario degli amministratori indipendenti, purché il compimento di tali operazioni sia autorizzato, ai sensi dell'articolo 2364, comma 1, numero 5), del codice civile, dall'assemblea, che delibera conformemente a quanto previsto dall'articolo 11, comma 3”.

³¹¹ Art. 11, comma 3, Regolamento: “Qualora, in relazione a un'operazione di maggiore rilevanza, la proposta di deliberazione da sottoporre all'assemblea sia approvata in presenza di un avviso contrario degli amministratori o dei consiglieri indipendenti, le procedure, fermo quanto previsto dagli articoli 2368, 2369 e 2373 del codice civile e salve le previsioni statutarie eventualmente richieste dalla legge, contengono regole volte ad impedire il compimento dell'operazione qualora la maggioranza dei soci non correlati votanti esprima voto contrario all'operazione. Le procedure possono prevedere che il compimento dell'operazione sia impedito solo qualora i soci non correlati presenti in assemblea rappresentino almeno una determinata quota del capitale sociale con diritto di voto, comunque non superiore al dieci per cento.”.

prescritta per determinate delibere ai sensi dell'art. 2364, comma 1, n. 5) c.c.).

Del secondo gruppo fanno parte gli artt. 11, comma 1³¹² e 11, comma 2³¹³ del Regolamento.

Per individuare la procedura applicabile è opportuno analizzare le seguenti ipotesi:

- (a) *Operazione di minore rilevanza di competenza assembleare*: prima di proporre l'operazione all'assemblea, gli amministratori dovranno ottenere il parere degli amministratori indipendenti ai sensi dell'art. 7 del Regolamento. Non essendoci una riserva di competenza in capo al CdA, è plausibile che tali operazioni vengano presentate dal singolo amministratore delegato o da un comitato. Inoltre, essendo operazioni di minore rilevanza, l'amministratore delegato potrà proporle all'assemblea anche qualora nella fase anteriore alla proposta gli amministratori indipendenti si siano espressi negativamente.

- (b) *Operazione di maggiore rilevanza di competenza assembleare*: in tal caso, alla fase di elaborazione della proposta si applicheranno le disposizioni dell'art. 8 del Regolamento. Ciò significa che il comitato indipendenti dovrà essere coinvolto nelle trattative e dovrà rilasciare un parere vincolante. In seguito, il CdA – che ha una riserva di competenza – delibererà sull'opportunità di proporre o meno l'operazione all'assemblea, conformandosi all'indirizzo dato dagli amministratori indipendenti col parere. Qualora il parere sia negativo, il CdA potrà comunque deliberare di sottoporre l'operazione al vaglio dell'assemblea, ma questa dovrà deliberare secondo la procedura di *whitewash* prevista dall'art. 11, comma 3 del Regolamento. Si noti che tale ultima possibilità è ammissibile solo qualora introdotta mediante apposita clausola statutaria secondo lo schema dell'autorizzazione *ex art. 2364, comma 1, n. 5), c.c.*. In mancanza di tale

³¹² Art. 11, comma 1, Regolamento: “Quando un'operazione di minore rilevanza con parti correlate è di competenza dell'assemblea o dev'essere da questa autorizzata, nella fase istruttoria e nella fase di approvazione della proposta di deliberazione da sottoporre all'assemblea, le procedure prevedono regole conformi alle disposizioni dell'articolo 7 e del paragrafo 1 dell'Allegato 2.”.

³¹³ Art. 11, comma 2, Regolamento: “Quando un'operazione di maggiore rilevanza è di competenza dell'assemblea o dev'essere da questa autorizzata, per la fase delle trattative, la fase istruttoria e la fase di approvazione della proposta di deliberazione da sottoporre all'assemblea, le procedure prevedono regole conformi alle disposizioni dell'articolo 8 e dei paragrafi 2 e 3 dell'Allegato 2. Non si applicano l'articolo 8, comma 2, né le disposizioni dei paragrafi 2 e 3 dell'Allegato 2 in materia di assemblea [ndr il rinvio all'art. 11, comma 3 nel caso di opinione discordante tra gli indipendenti e gli amministratori esecutivi]. Le procedure possono prevedere che la proposta di deliberazione da sottoporre all'assemblea sia approvata anche in presenza di un avviso contrario degli amministratori o dei consiglieri indipendenti purché, in tal caso, le medesime procedure si conformino alle previsioni del comma 3.”;

previsione, il CdA non potrà presentare l'operazione all'assemblea per l'approvazione³¹⁴.

- (c) *Operazione di maggiore rilevanza di competenza del CdA in presenza di parere negativo del comitato indipendenti*: tale ipotesi si ha nel caso in cui l'operazione di maggiore rilevanza, di competenza del CdA, non ottenga il parere favorevole del comitato indipendenti. In tal caso, qualora gli amministratori in CdA vogliano comunque approvare l'operazione, la stessa dovrà essere autorizzata dall'assemblea con votazione che non terrà conto dei voti dei soci correlati (art. 11, comma 3 del Regolamento). Si noti che la possibilità autorizzatoria, in tale ipotesi, è ammissibile solo qualora sia prevista statutariamente quale materia rientrante tra quelle di cui all'art. 2364, comma 1, n. 5), c.c.. Pertanto, come nell'ipotesi *sub* (b) sopra, qualora i soci non abbiano previsto tale possibilità modificando lo statuto (plausibilmente, al momento in cui sono state adottate le procedure OPC), il parere negativo degli amministratori indipendenti potrà bloccare il compimento dell'operazione³¹⁵.

Chiarite le ipotesi in cui è possibile fare ricorso alla deliberazione assembleare, occorre ora analizzare nel dettaglio la procedura c.d. di *whitewash* prevista dall'art. 11, comma 3, del Regolamento. Qualora vi si faccia ricorso nei casi previsti dal Regolamento, la norma in esame sancisce che *“le procedure, fermo quanto previsto dagli articoli 2368, 2369 e 2373 del codice civile e salve le previsioni statutarie eventualmente richieste dalla legge, contengono regole volte ad impedire il compimento dell'operazione qualora la maggioranza dei soci non correlati votanti esprima voto contrario all'operazione.”*

Essenzialmente, la norma prevede un meccanismo di “sterilizzazione” dei voti dei soci correlati, finalizzato a garantire che gli stessi non influenzino la deliberazione a

³¹⁴ Si noti, tuttavia, che la Consob, nelle Linee Guida, al fine di evitare la modifica statutaria, ha suggerito di inserire nella proposta di deliberazione assembleare da proporre ai soci una previsione che ne condizioni l'efficacia al raggiungimento delle maggioranze speciali previste dall'art. 11, comma 3, del Regolamento. Tale soluzione è stata criticata da P. ABBADESSA, “Assemblea ed operazioni con parti correlate (prime riflessioni)”, in “Le operazioni con parti correlate”, atti del convegno presso Università Cattolica del Sacro Cuore, Piacenza, 2010, 29, in quanto avente *“carattere elusivo della regola che assegna all'assemblea straordinaria le decisioni circa la conformazione, nei limiti di legge, del procedimento deliberativo assembleare.”*

³¹⁵ Secondo lo studio effettuato da Assonime ed Emittenti Titoli, con riferimento all'anno 2011 (primo anno di applicazione delle procedure OPC), i cui risultati sono sintetizzati in ASSONIME, Circolare n. 1/2012, “La Corporate Governance in Italia: autodisciplina e operazioni con parti correlate”, solo il 36% delle 262 società quotate analizzate ha adottato il meccanismo del *whitewash* ai sensi dell'art. 8, comma 2 del Regolamento per le operazioni di competenza del CdA, mentre il 56% lo ha adottato per le operazioni di competenza assembleare (art. 11, comma 2 del Regolamento).

loro favore. Tale previsione ha generato non pochi dubbi sulla possibile incompatibilità di un simile meccanismo con il principio di cui all'art. 2373 c.c. il quale, nel suo assetto post-riforma³¹⁶, non impedisce al socio in conflitto di interessi di votare in seno all'assemblea (il punto viene affrontato nel successivo paragrafo 3.3).

Ulteriore tema controverso, è quello sollevato dall'ultimo inciso dell'art. 11, comma 3, del Regolamento secondo cui “*Le procedure possono prevedere che il compimento dell'operazione sia impedito solo qualora i soci non correlati presenti in assemblea rappresentino almeno una determinata quota del capitale sociale con diritto di voto, comunque non superiore al dieci per cento.*”.

Con la citata disposizione, il Regolamento consente alle società di fare ricorso ad un meccanismo di *whitewash* puro, ossia senza prevedere alcun quorum minimo per il veto dei soci non correlati. Si tratta di una previsione posta chiaramente a tutela delle minoranze azionarie che, nella maggior parte delle ipotesi, corrispondono ai soci non correlati. Nonostante i buoni propositi della Consob, il meccanismo dell'*opt in* su cui si basa la norma ha fatto sì che molti emittenti la disapplicassero, per evitare che anche un'esigua minoranza di soci non correlati (ad esempio anche l'1% del capitale) fosse in grado di bloccare l'operazione³¹⁷. Del resto, trattandosi di società quotate, è certamente più semplice per le minoranze non correlate ricorrere al rimedio del disinvestimento, vendendo la propria quota sul mercato. Inoltre, per alcune categorie di operazioni con parti correlate, si potrebbe comunque fare ricorso al diritto di recesso previsto *ex lege*³¹⁸, il che rende ancora più sensata l'introduzione di un quorum minimo per esercitare i diritti di veto.

3.2 *Il ricorso all'assemblea per le operazioni con parti correlate quale ipotesi di espansione delle competenze assembleari. Critica.*

Il ricorso alla valutazione assembleare in presenza di operazioni rischiose è uno

³¹⁶ Prima del 2003 la norma prevedeva che “*Il diritto di voto non può essere esercitato dal socio nelle deliberazioni in cui egli ha, per conto proprio o di terzi, un interesse in conflitto con quello della società*”. Si veda in proposito F. GUERRERA, “Abuso del voto e controllo “di correttezza” sul procedimento deliberativo assembleare”, in Riv. Soc., 1, 2002, 181.

³¹⁷ Come rilevato da un recente studio della Consob (M. BIANCHI – A. CIAVARELLA – L. ENRIQUES – V. NOVEMBRE – R. SIGNORETTI, “Regulation and self-regulation of related party transactions in Italy. An empirical analysis”, Consob Finance Working Paper N° 415/2014, reperibile sul sito dell'autorità, 18), tra le società che hanno optato per non considerare sempre vincolante il parere degli amministratori indipendenti (salvo i casi in cui la vincolatività sia imposta dal Regolamento) “*only one out of four has decided to submit the transaction to a pure whitewash, with no minimum threshold, while most companies have set a threshold for non related shareholders at the highest possible level (i.e. 10%)*”.

³¹⁸ Ad esempio, qualora l'operazione consista in una trasformazione della società oppure determini modificazioni statutarie concernenti i diritti di voto o le partecipazioni, l'art. 2437 c.c. prevede ipotesi di recesso non derogabili in capo al socio che non abbia concorso all'approvazione della deliberazione.

dei possibili rimedi per limitare l'estrazione di benefici privati da parte dei soggetti che operano in conflitto di interessi. In particolare, tale rimedio è stato sviluppato maggiormente negli ordinamenti di stampo anglosassone dove, in presenza di una maggiore separazione tra proprietà e controllo della società, i soggetti in conflitto sono spesso gli amministratori.

Diversamente, qualora sia uno dei soci ad essere in posizione di conflitto, il ricorso alla deliberazione assembleare potrebbe non risultare efficace in quanto il socio in conflitto potrebbe avere il peso necessario a far approvare comunque l'operazione. Da qui l'elaborazione del sistema di *whitewash* che, sterilizzando i voti dei soci in conflitto (nel caso del Regolamento, dei soci correlati), garantisce l'adozione di una deliberazione non influenzata e favorevole ai soci non correlati.

Ferma la superiore distinzione, il ricorso all'assemblea quale tecnica regolatoria delle decisioni conflittuali, è stato ampio oggetto di dibattito in sede internazionale, con esiti tutt'altro che omogenei³¹⁹.

³¹⁹ Il tema ricorre in letteratura sin dai tempi delle compagnie delle indie. Per un'analisi di carattere storico si veda, J. M. DE JONGH, "Shareholder activism at the Dutch East India Company 1622 – 1625", 2010, paper presentato alla Conference on the Origins & History of Shareholder Advocacy, Yale School of Management, Millstein Center for Corporate Governance and Performance November 6 and 7, 2009, reperibile su www.ssrn.com.

Ad oggi, il tema del coinvolgimento dei soci nei processi decisionali e nella vita della società è largamente discusso (anche a seguito dei numerosi fallimenti di mercato rappresentati dai crack finanziari di grosse società in cui la *governance* si basava principalmente su meccanismi di controllo interni che non comprendevano un ampio controllo da parte dei soci). In generale, il tema del coinvolgimento dell'azionariato nella *governance* è brillantemente affrontato da B. HANNIGAN, "Company Law", Oxford 2012, 128, secondo la quale "*a great deal of discussion now focuses on the importance of securing, not just better shareholder participation in the annual general meeting [...], but better shareholder engagement in the broadest sense in the interests of good corporate governance.*", pur rilevando che (p. 135) "*For a number of reasons, the landscape may look very similar to before the crisis with some level of ongoing intervention on the issue of executive pay and board composition [...] but without any significant change in the role played by shareholders in the largest companies.*". Per ulteriori considerazioni sull'utilizzo della tecnica regolatoria in questione si vedano L. ENRIQUES - G. HERTIG - H. KANDA, "Related-Party Transactions" in "The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach", Oxford, 2009, 166, dove gli autori analizzano vantaggi e svantaggi della c.d. *decision right strategy*, basata sulla votazione dell'operazione in sede assembleare; L. ENRIQUES, "Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges (With a Critique of the European Commission Proposal)", ECGI working paper n. 267/2014, reperibile su www.ssrn.com, 17, secondo il quale "*A popular idea in academia as well as among policymakers is that the most effective procedural safeguard against tunneling is a veto power over RPTs for a majority of the shareholders other than the related party itself (a majority of the minority, or MOM, in companies with a dominant shareholder). An increasing number of countries (including the UK, Israel, and all major East Asian countries, with the notable exceptions of Japan and South Korea⁶⁷) provide for such a requirement with respect to larger, non-routine transactions.*". L'autore, tuttavia, critica tale meccanismo, sulla base dei seguenti assunti: (i) i soci sono spesso male informati sulla deliberazione da adottare; (ii) i soci non correlati possono essere "catturati" dal socio di controllo in cambio di compensi di varia natura; (iii) il ricorso alla deliberazione assembleare allunga i tempi e, conseguentemente, i costi di transazione in modo tale che spesso la marginalità derivante dall'operazione non è più conveniente per la società; (iv) l'approvazione assembleare ha senso solo se effettuata *ex ante* rispetto al compimento dell'operazione, quando è ancora possibile bloccare o comunque limitarne gli effetti. Critici sul ricorso alla deliberazione assembleare anche B. HANNIGAN, "Company Law", Oxford 2012, 246 ss.; J. FARRAR - S. WATSON, "Self dealing, fair dealing and related party transactions – history, policy and reform", in *The Journal of Corporate Law Studies*, Vol. 11, No. 2, 495, 2011, 27. In chiave comparatistica, in relazione

Nonostante i dubbi della dottrina, il legislatore europeo sembra aver accolto favorevolmente tale tecnica regolatoria, auspicandone l'adozione proprio in materia di operazioni con parti correlate. La proposta di modifica alla direttiva sui diritti degli azionisti propone, infatti, che le operazioni di maggiore rilevanza (ossia quelle “*che rappresentano più del 5% degli attivi della società*” o quelle “*che possono avere un impatto significativo sugli utili o sul fatturato*”) siano sottoposte al voto degli azionisti in assemblea. Viene inoltre specificato che “*la società non conclude l'operazione prima dell'approvazione degli azionisti*” salvi i casi in cui l'operazione sia conclusa “*con riserva dell'approvazione degli azionisti*”³²⁰. In ogni caso, alla votazione non potrà prendere parte l'azionista correlato coinvolto nell'operazione, ossia si applica una sterilizzazione per i voti connessi alle azioni dei soci correlati.

Peraltro, come si è visto al capitolo 1, paragrafo 1.3, la disciplina inglese prevede già un ampio ricorso al meccanismo assembleare³²¹ e, va rilevato, non è l'unica giurisdizione a contemplare norme del genere per le operazioni in conflitto di interessi³²².

all'utilizzo di tale meccanismo regolatorio nel contesto delle operazioni con parti correlate si veda il documento dell'OECD, “*Related Party Transactions and minority shareholders' rights*”, 2012, reperibile sul sito dell'OECD, 34, dove si afferma che “*shareholder approval for RPTs [...] can be regarded as an alternative or complement to the board approval procedure but the practice is not widespread and often only applies to large transactions or those not on market terms.*”.

Di parere favorevole M. BECHT – A. POLO – S. ROSSI, “*Does mandatory shareholder voting prevent bad acquisitions?*”, ECGI Finance working paper 422/2014, dove gli autori rilevano che i profitti delle operazioni approvate dagli azionisti sono maggiori rispetto a quelli delle operazioni che non richiedono tale approvazione (l'analisi è condotta con riferimento esclusivo agli ordinamenti statunitense e inglese).

³²⁰ Così l'art. 9-*quater* nella proposta di modifica alla Direttiva sui diritti degli azionisti (proposta di direttiva della Commissione EU 2014/0121 (COD)).

³²¹ La legislazione inglese è carente dal punto di vista della ripartizione di competenze tra l'assemblea e il CdA. Nonostante vi siano delle competenze riservate all'assemblea all'interno del CA 2006 (e di altre fonti normative), non vi è una regola generale che imponga o auspichi la devoluzione di competenze dal CdA all'assemblea. Tuttavia, la prassi societaria si è sviluppata nel senso di devolvere all'assemblea la competenza decisionale ogniqualvolta il CdA non sia in grado di decidere o sia impossibilitato a prendere una decisione (si pensi ai casi di conflitto di interessi). Questi principi sono contenuti in *Barron v Potter* [1914] 1 Ch 895; *Foster v Foster* [1916] 1 Ch 532.

Inoltre, è rilevante notare come, anche nel Regno Unito caratterizzato da società a partecipazione diffusa, la versione vigente delle LR prevedeva dal 2014 anche la sterilizzazione del voto di eventuali soci di controllo correlati. Una così avanzata regolamentazione si deve certamente alla lunga tradizione inglese circa il coinvolgimento dell'assemblea nelle decisioni di maggiore importanza. Già nel caso *Regal (Hastings) Ltd v Gulliver* [1942] 1 All ER 378, 389, Lord Russel affermava che “*The directors could, had they wished, have protected themselves by a resolution (either antecedent or subsequent) of the Regal shareholders in general meeting. In default of such approval, the liability to account must remain*”. La sentenza è riportata da J. FARRAR – S. WATSON, “*Self dealing, fair dealing and related party transactions – history, policy and reform*”, in *The Journal of Corporate Law Studies*, Vol. 11, No. 2, 495, 2011.

³²² Tra le giurisdizioni che prevedono il ricorso all'assemblea vi sono, ad esempio, molti realtà asiatiche (Hong Kong e Singapore tra tutte). In Europa, la Francia prevede uno dei regimi più stringenti, in quanto l'esenzione dall'approvazione assembleare opera solo per le operazioni di natura ordinaria (individuate dalla società come tali). In ogni caso, l'approvazione assembleare è prevista solo *ex post* e ha un impatto limitato sulle singole operazioni già approvate dal CdA (si veda l'articolo L. 225-40 del *Code*

Nell'ordinamento italiano, gli interventi dell'assemblea in sede gestionale sono stati drasticamente ridotti con la riforma del 2003 e le modifiche all'art. 2364 c.c.³²³. La nuova formulazione dell'art. 2364, comma 1, n. 5), c.c., ha generato non pochi commenti, dividendo la dottrina tra i sostenitori della permanenza di un potere gestionale in capo all'assemblea (anche se in forma autorizzatoria) e coloro i quali, al contrario, ritenevano che l'assemblea non avesse più un vero e proprio potere gestionale, in quanto la norma in questione consentiva solo di autorizzare operazioni già elaborate e deliberate dagli amministratori. Secondo quest'ultima corrente, che risulta essere quella maggioritaria, l'autorizzazione assembleare “*non equivale a un potere diretto bensì rimuove un ostacolo all'esercizio di un potere che già appartiene all'organo amministrativo*”³²⁴.

Il dibattito, in realtà mai sopito, è tornato in auge a seguito dell'entrata in vigore del Regolamento, portando la dottrina a chiedersi se il ricorso all'assemblea previsto dal Regolamento fosse in contrasto col principio di gestione della società in capo agli amministratori³²⁵.

La tesi qui preferita è quella della compatibilità tra norme regolamentari e norme codicistiche sulla base delle seguenti argomentazioni:

(i) la procedura di ricorso all'assemblea prevista dal Regolamento deve essere introdotta mediante previsione statutaria secondo i canoni di cui all'art. 2364, comma 1,

de Commerce francese).

³²³ Il testo ante-riforma dell'art. 2364 c.c., consentiva infatti di riservare all'assemblea, mediante previsione statutaria, compiti gestionali proprio del CdA. Inoltre, nella vigenza della vecchia disciplina, gli atti posti in essere dagli amministratori in conflitto di interessi non erano annullabili qualora fosse intercorsa l'autorizzazione assembleare. Si veda, per tale ultima tesi, L. BENEDETTI, “Invalidità per conflitto di interessi e per estraneità all'oggetto sociale della fideiussione prestata da una società a favore di un'altra”, nota a Cass. Civ. , 04 ottobre 2010, n.20597, sez. III, dove l'autore afferma che “*l'autorizzazione assembleare richiesta dall'amministratore ex art. 2364 comma 1, n. 4 c.c. vigente prima del d.lgs. 6/2003 (art. 2486 per le s.r.l.) è stata considerata certamente idonea ad evitare l'invalidità dell'atto compiuto dallo stesso in conflitto di interessi?*”.

³²⁴ Così S.A. CERRATO, “Il ruolo dell'assemblea nella gestione dell'impresa: il “sovrano” ha veramente abdicato?”, in Riv. Dir. Civ., II, 2009, 133 ss.. *Contra* si veda F. GUERRERA, “La responsabilità «deliberativa» nelle società di capitali”, Torino, 2004, secondo il quale, mediante l'autorizzazione, l'assemblea concorre comunque positivamente all'assunzione della decisione.

³²⁵ Sostiene l'ipotesi del contrasto, V. SALAFIA, “Le operazioni con parti correlate” in *Le Società*, 6, 2010, il quale non solo ravvisa un contrasto tra l'art. 8, comma 2 del Regolamento e l'art. 2380-bis c.c., ma addirittura rileva che lo stesso art. 8, comma 2 del Regolamento si contrappone all'art. 8, comma 1, lett. a) del Regolamento, che prevede la riserva di competenza per la deliberazione in capo al consiglio di amministrazione.

Sostengono, invece, la tesi della piena compatibilità con la disciplina codicistica P. ABBADESSA, “Assemblea ed operazioni con parti correlate (prime riflessioni)”, in “Le operazioni con parti correlate”, atti del convegno presso Università Cattolica del Sacro Cuore, Piacenza, 2010; P. MONTALENTI, “Le operazioni con parti correlate”, in *Giur. Comm.*, 2011, 324, il quale, sulla base della facoltatività del meccanismo del *whitewash*, sottolinea che “*non pare più potersi dubitare della regola di legislazione secondaria a fronte del sistema primario di *hortus clausus* delle competenze assembleari (cfr. artt. 2364 e 2380 bis, cod civ): dubbio invece legittimo qualora il *whitewash* fosse obbligatorio?*”.

n. 5), c.c., pertanto non si vede come possa contrastare con l'art. 2380-*bis* c.c., una previsione che, seppur regolamentare, è legittimata da una disposizione codicistica di pari rango rispetto all'art. 2380-*bis* c.c.. Qualora si volesse sostenere l'incompatibilità, si dovrebbe affermare necessariamente che la stessa possibilità di cui all'art. 2364, comma 1, n. 5), c.c. sia in contrasto col principio di competenza gestionale degli amministratori *ex* art. 2380-*bis* c.c.;

(ii) ad avviso di chi scrive, il ricorso all'assemblea ai sensi del Regolamento deve essere previsto con una clausola statutaria (adottata *ex* art. 2364, comma 1, n.5, c.c.) specifica e fortemente circostanziata. Al fine di evitare qualsiasi conflitto con l'art. 2380-*bis* c.c. e, dunque, un'inopinata espansione delle competenze assembleari, non è sufficiente prevedere una generica clausola statutaria con cui si conferisca potere autorizzatorio all'assemblea su tutte le operazioni con parti correlate sulle quali amministratori indipendenti ed esecutivi siano in disaccordo. Infatti, non può esistere una categoria di operazioni denominata "operazioni con parti correlate", rientrando in tale definizione una costellazione di transazioni della più varia natura. A tal fine, la clausola statutaria dovrebbe individuare con precisione il tipo di operazione per la quale è ammesso il ricorso all'assemblea in ultima istanza o, quantomeno, specificare la categoria commerciale della stessa (*e.g.* operazioni di natura finanziaria; operazioni che coinvolgano istituti di credito; operazioni concernenti particolari *asset* della società e via dicendo).

3.3 *Il whitewash e il diritto del socio interessato a partecipare alle deliberazioni assembleari ai sensi dell'art. 2373 del codice civile*

L'introduzione del meccanismo del *whitewash* ha indotto alcuni a sostenere che vi fosse un contrasto tra quanto previsto dal Regolamento ("*le procedure, fermo quanto previsto dagli articoli 2368, 2369 e 2373 del codice civile e salve le previsioni statutarie eventualmente richieste dalla legge, contengono regole volte ad impedire il compimento dell'operazione qualora la maggioranza dei soci non correlati votanti esprima voto contrario all'operazione*") e quanto stabilito dall'art. 2373 c.c. in materia di partecipazione del socio interessato alle deliberazioni. Infatti, l'art. 2373 c.c. non vieta al socio in conflitto di interessi di votare disponendo solo che "*la deliberazione approvata con il voto determinante di soci che abbiano, per conto proprio o di terzi, un interesse in conflitto con quello della società è impugnabile a norma dell'art 2377 qualora possa recarle danno*"³²⁶. E, del resto, non può essere contestato un principio simile

³²⁶ A differenza del testo antecedente alla riforma del 2003, secondo cui "*Il diritto di voto non può essere*

considerato che ogni socio è portatore di proprie istanze e può disporre della partecipazione come preferisce, con il limite di non arrecare un pregiudizio all'interesse sociale³²⁷.

esercitato dal socio nelle deliberazioni in cui egli ha, per conto proprio o di terzi, un interesse in conflitto con quello della società.

In caso d'inosservanza della disposizione del comma precedente, la deliberazione, qualora possa recare danno alla società, è impugnabile a norma dell'articolo 2377 se, senza il voto dei soci che avrebbero dovuto astenersi dalla votazione, non si sarebbe raggiunta la necessaria maggioranza."

³²⁷ Il conflitto di interessi rilevante ai sensi dell'art. 2373 c.c. è infatti quello tra socio e società e non anche quello tra due gruppi di soci. Affinché per l'impugnabilità della deliberazione rilevi il conflitto tra due o più soci è necessario che l'intento fraudolento del socio in conflitto che determina l'approvazione della deliberazione. In tal senso la ben nota Cass. Civ., Sez. I, 12 dicembre 2005, n. 27387, ove si legge che "Non può ravvisarsi violazione dei doveri di correttezza e buona fede qualora il socio di maggioranza abbia perseguito l'interesse al disinvestimento, votando a favore dello scioglimento anticipato, a meno che non si dimostri — tenendo conto del contegno complessivo, anche successivo alla deliberazione — che il diritto di voto sia stato esercitato fraudolentemente allo scopo di ledere interessi degli altri soci ovvero risulti in concreto preordinato ad avvantaggiare ingiustificatamente i soci di maggioranza in danno di quelli di minoranza.". Ancor più limpido sul punto Trib. Milano 26 giugno 2004 secondo cui "Il presidente del consiglio di amministrazione di una società per azioni non ha la facoltà di escludere dal diritto di voto il socio che si trovi - asseritamente - in conflitto di interessi.". Conferma il punto anche il Consiglio Nazionale del Notariato, Quesito di Impresa n. 720.2013/I, "Soci in conflitto di interessi, poteri del presidente dell'assemblea", in CNN Notizie 6 giugno 2014 e richiamato in A. BUSANI (a cura di) "Massime notartili e orientamenti professionali. Il voto nella S.r.l." in *Le Società*, 4, 2015, 483, secondo cui "[...] il nuovo testo dell'art. 2373, comma 1, c.c., invece, nel sancire l'impugnabilità della delibera in cui abbia votato il socio in conflitto di interessi, attribuisce piena legittimazione al voto del predetto socio, al quale è consentito di perseguire, con il proprio voto, un interesse particolare anche se diverso da quello sociale, ferma restando la sua possibilità di astenersi dal voto, secondo quanto previsto dall'art. 2368 c.c., che computa le azioni di chi voti in conflitto di interessi nel quorum costitutivo, ma non in quello deliberativo [...]. Dal combinato disposto dell'art. 2368, comma 3, c.c. e 2373, comma 1, c.c., ne consegue, quindi, che il socio portatore di un interesse in conflitto con quello della società non è obbligato né ad astenersi dal voto, né ad informare preventivamente gli altri soci della propria situazione [...]. Conseguentemente, il legislatore della riforma avrebbe inteso sanzionare lo scorretto esercizio del voto da parte del socio in conflitto di interessi prevedendo esclusivamnte l'annullabilità della delibera, rendendo così insostenibile la tesi di un potere del presidente di escludere dal voto il socio in conflitto [...]. Non sembra quindi possibile che il presidente dell'assemblea abbia il potere di impedire il voto ai soci che abbiano in conflitto di interessi rispetto all'assunzione di una determinata delibera.".

Il tema del conflitto di interessi del socio è particolarmente complesso e si intreccia con quello dell'abuso del diritto, dell'eccesso di potere e della clausola generale di buona fede nel diritto societario. Non potendo offrire una trattazione completa in questa sede, senza pretese di completezza, si rinvia a A. ASQUINI, "Conflitto d'interessi tra il socio e la società nelle deliberazioni di assemblee delle società per azioni", in *Riv. Dir. Comm.*, 1919, II, 653; G. FERRI, "Poteri della maggioranza e diritti del socio", in *banca Borsa e Tit. Cred.*, 1952, II, 162 ss.; L. MENGONI, "Appunti per una revisione della teoria sul conflitto di interessi nelle deliberazioni di assemblea delle società per azioni", in *Riv. Soc.*, 1956, 446; A. MIGNOLI, "L'interesse sociale", in *Riv. Soc.*, 1958, 740 ss.; A. GAMBINO, "La disciplina del conflitto di interessi del socio" in *Riv. Dir. Comm.*, 1969, 384 ss.; A. GAMBINO, "Il principio di correttezza nell'ordinamento delle spa", Giuffrè, 1987; A. FERRARI, "L'abuso del diritto nelle società", Cedam, 1998; F. GUERRERA, "Abuso del voto e controllo "di correttezza" sul procedimento deliberativo assembleare", in *Riv. Soc.*, 1, 2002, 181; A. VICARI, "Gli azionisti nella fusione di società", Giuffrè, 2004 (in particolare i capitoli I e V con riferimento ai procedimenti di fusione); F. DI SABATO, "Diritto delle società", Milano, 2011, 335 ss.; A. DE PRA, "Deliberazione negativa votata in conflitto d'interessi e divieto di voto del socio-amministratore", in *Giur. Comm.*, 5, 2010, 922 ss.; E. LA MARCA, "Alla ricerca dell'interesse della società al suo scioglimento tra conflitto di interessi e abuso di potere", in *Banca Borsa e Tit. Cred.*, 5, 2014, 590 ss.; F. DENOZZA, "Quattro variazioni sul tema: "contratto, impresa e società" nel pensiero di Carlo Angelici", in *Giur. Comm.*, 3, 2013, 480 ss.; M. LIBERTINI, "Ancora in tema di contratto, impresa e società. Un commento a Francesco Denozza, in difesa dello "Istituzionalismo debole"", in *Giur. Comm.*, 4, 2014, 669 ss..

Il punto è ampiamente confermato in giurisprudenza: Trib. Milano 12 febbraio 2014 ("Il conflitto di interessi non rappresenta ex se una condizione in grado di inficiare la votazione, sia essa una delibera dell'assemblea dei soci o del consiglio di amministrazione; in dette ipotesi, infatti, l'invalidità dell'atto è subordinata non solo al fatto che il voto determinante per il raggiungimento della maggioranza necessaria per l'approvazione della delibera sia espressione del

soggetto in capo al quale si configura una situazione di conflitto d'interessi, ma anche alla condizione che tale delibera possa recare alla società un danno, seppur in via solo potenziale.”), il medesimo principio è confermato anche in Cass. Civ., sez. I, 17 luglio 2007, n. 15950; Cass. Civ. Sez. I, 22 aprile 2013, n. 9680 (“A questo riguardo occorre chiarire che il voto espresso dal socio in assemblea è di per sé funzionale al suo interesse individuale, e non direttamente e immediatamente a quello della società, che di regola si definisce solo attraverso la formazione delle maggioranze assembleari. Vero è, soltanto, che l'interesse sociale costituisce il limite all'esercizio del diritto di voto nell'interesse individuale del socio, nel senso che in caso di conflitto non potrebbe spingersi legittimamente al punto di danneggiare la società.”); Trib. Roma 19 marzo 2013, che si spinge anche oltre sostenendo che “Non è configurabile l'abuso di potere se la deliberazione è l'effetto di una accidentale coincidenza di voti.” e che “Si ha conflitto di interessi del socio rilevante quando vi è, di fatto, un conflitto tra un interesse non sociale - quindi un interesse che non è in alcun modo riconducibile al contratto di società - e uno qualsiasi degli interessi che sono riconducibili a tale contratto.”; Trib. Bari 20 ottobre 2008, n. 2392, ove si precisa che “L'interesse della società è quello volto a conseguire l'oggetto sociale attraverso un'organizzazione aziendale ed un'autonomia finanziaria idonea a realizzare il massimo profitto dell'ente. Conseguentemente, se l'interesse individuale del socio è in contrasto con l'interesse sociale, assume giuridica rilevanza il conflitto d'interessi ex art. 2373, c.c., che si concretizza nel far adottare all'assemblea una decisione in contrasto con lo scopo sociale a vantaggio di interessi individuali dei soci o di terzi, in danno degli interessi societari. Pertanto, non può non ritenersi che la situazione di conflitto d'interessi si ravvisa quando l'interesse espresso dal socio, quale relazione fra la deliberazione dell'assemblea ed il bisogno personale od altrui da lui sentito, si ponga in contrasto con quello della società, anch'esso consistente nella relazione tra un determinato bisogno e la deliberazione. A tal fine, non è necessario che il contrasto riguardi una posizione personale del socio con l'interesse della società, essendo sufficiente che esso dipenda da un confronto dell'interesse della società con un interesse altrui, anche non dei singoli soci, ma relativo a terzi, di cui però i soci si fanno portatori in assemblea, o che in rappresentanza dei medesimi soci partecipano all'assemblea della società.”; Trib. Chieti, 6 febbraio 2008, n. 74, secondo cui “La delibera assembleare concernente un'operazione societaria può essere ritenuta adottata in violazione della regola della maggioranza e, come tale, annullabile - solo qualora non rispecchi l'interesse della società o sia il risultato di un'intenzionale attività fraudolenta posta in essere dai soci maggioritari al solo scopo di arrecare pregiudizio ai soci di minoranza.”; Cass. Civ. Sez. I, 12 dicembre 2005, n. 27387 (“Ai fini dell'annullamento per conflitto di interessi ai sensi dell'art. 2373 c.c., è essenziale che la delibera sia idonea a ledere l'interesse sociale, inteso come l'insieme di quegli interessi che sono comuni ai soci, in quanto parti del contratto di società, e che concernono la produzione del lucro, la massimizzazione del profitto sociale (ovverosia del valore globale delle azioni o delle quote), il controllo della gestione dell'attività sociale, la distribuzione dell'utile, l'alienabilità della propria partecipazione sociale e la determinazione della durata del proprio investimento. Pertanto, si ha conflitto di interessi rilevante quale causa di annullabilità delle delibere assembleari quando vi è, di fatto, un conflitto tra un interesse non sociale e uno qualsiasi degli interessi che sono riconducibili al contratto di società.”); Trib. Roma 4 giugno 2014, n. 12216; il principio era valido anche prima della riforma quando l'art. 2373 vietava al socio in conflitto l'esercizio del voto: Cass. Civ. Sez. I, 21 marzo 2000, n. 3312 secondo cui “Ai fini dell'annullamento di una delibera assembleare di una società di capitali per conflitto di interessi ex art. 2373 c.c., deve ritenersi del tutto irrilevante la circostanza che la delibera stessa consenta al socio il conseguimento (anche) di un suo personale interesse se, nel contempo, non risulti pregiudicato l'interesse sociale. Il socio, pertanto, può legittimamente avvalersi del proprio diritto di voto per realizzare (anche) un fine personale, qualora, attraverso il voto stesso, egli non sacrifichi, a proprio favore, l'interesse sociale.”. Da ultimo, si veda la recentissima sentenza del Trib. Milano, Sez. Impresa del 22 gennaio 2015, con nota di V. SALAFIA, “L'eccesso di potere nell'approvazione delle delibere assembleari”, in *Le Società* 7, 2015, 831, ove l'autore precisa che, nei casi di deliberazioni assembleare viziata da eccesso di potere “il vantaggio del socio di maggioranza assumerà valore di esimente soltanto se legittimo o giustificato sul piano societario, con ciò rendendosi ipso facto giustificato anche il danno al socio di minoranza.”.

Anche nel diritto inglese è pacifico che il singolo socio possa essere portatore di istanze proprie. In tal senso si vedano H. FLEISCHER - P. AGSTNER, “L'invalidità delle deliberazioni assembleari di S.p.A. Comparazione di sistemi tra path dependency e prospettive di riforma”, in *Riv. Soc.*, 6, 2014, 1217, secondo i quali “le corti inglesi, in base all'assunto che le azioni costituiscono meri oggetti di proprietà privata, reputano che l'esercizio del diritto di voto possa avvenire secondo la libera determinazione volitiva del singolo socio; inoltre, sino ai tempi odierni, la giurisprudenza di common law ha sempre negato l'esistenza di obblighi fiduciari tra i soci.”; P.L. DAVIES - S. WORTHINGTON, “Gower and Davies' Principles of Modern Company Law”, London, 2012, 691 ss., 19-9, dove gli autori affermano che “Thus, it is wrong to see the voting powers of shareholders as being of a fiduciary character. Unlike directors' powers, shareholders' voting rights are not conferred upon them in order that they shall be exercised in the best interests of others, whether those others are seen to be «the company» or the minority shareholders or, indeed, any other group”). Resta fermo, anche nel diritto inglese, il diritto dei soci di minoranza di agire in giudizio nel caso in cui il socio di maggioranza abbia posto in essere un atto a carattere fraudolento (c.d. *fraud on the minority*), come statuito in giurisprudenza (*MacDougall v Gardiner* (1875) 1 ChD 13; *Menier v Hooper's Telegraph Works* (1874) LR 9 Ch App 350; *Arrow Nominees Inc v Blackledge* [2000] 2 BCLC 167, in cui è chiaramente sancito che “equity imposes on majority shareholders an obligation not to use the powers attached to their shares to obtain a benefit at the expense of the company or the minority”)

Secondo la lettera della succitata norma codicistica, anche in materia di operazioni con parti correlate, sarebbe legittima una votazione cui partecipino tutti i soci, inclusi quelli correlati, salvo poi consentire ai soci non correlati di impugnare la deliberazione qualora la stessa sia approvata con il voto determinante del (o dei) soci in conflitto, secondo la procedura descritta agli artt. 2377 e 2378 c.c..

Sulla base di tale interpretazione, in dottrina si è sostenuto che il meccanismo del *whitewash* è in contrasto con il disposto di cui all'art. 2373 c.c., giacché impedisce al socio in conflitto (*i.e.* il socio correlato) di votare sulla deliberazione³²⁸. Benché tale preoccupazione sia legittima, il tema del contrasto può essere aggirato considerando che l'art. 11, comma 3, del Regolamento fa espressamente salva l'applicazione degli artt. 2368, 2369 e 2373 c.c., ribadendo dunque che la disciplina dei quorum assembleari deve comunque essere applicata e che il socio in conflitto può prendere parte alla deliberazione. Inoltre, all'interno delle procedure, devono essere inserite “*regole volte ad impedire il compimento dell'operazione?*” in presenza del voto contrario dei soci non correlati. Tali regole non necessariamente devono risolversi in una previsione (inserita nelle procedure o in statuto) che vieti al socio correlato di votare la deliberazione, anche perché una simile previsione sarebbe apertamente in contrasto con il disposto dell'art. 2373 c.c.³²⁹. Al contrario, il meccanismo di tutela elaborato dalla Consob, può essere

e confermato anche nella manualistica (D. FRENCH – S. MAYSON – C. RYAN, “Company Law”, Oxford, 2014, 399).

³²⁸ M. BAGLIONI - G. GRASSO, “Operazioni con parti correlate: il Regolamento Consob”, in *Le Società*, 6, 2010.

³²⁹ Tale assunto sembra confermato da Corte App. Perugia, 31 gennaio 2013 (che conferma la decisione del Trib. Perugia del 25 giugno 2008), laddove si specifica che “È invalida la previsione statutaria della sospensione dall'esercizio del diritto di voto per il socio che eserciti attività concorrente con quella sociale, essendo tale particolare situazione già espressamente prevista e regolamentata dall'art. 2373 c.c., che prevede una limitazione al diritto di voto del socio in conflitto di interessi, ma non lo priva del relativo diritto né ne sospende l'esercizio”. In dottrina, conferma il punto A. DE PRA, “Deliberazione negativa votata in conflitto d'interessi e divieto di voto del socio-amministratore”, in *Giur. Comm.* 5, 2010, 922 ss, secondo il quale “La scelta del legislatore di eliminare ogni riferimento al divieto di voto in capo al socio in conflitto mi pare abbia parimenti rimosso ogni incertezza sul fatto che, dinanzi a deliberazioni assembleari pregiudizievoli dell'interesse sociale — alle quali può ciò non ostante e in taluni limitati casi contribuire validamente il voto del socio in conflitto — la regola generale è che un altro socio (o organo a ciò legittimato) ha la facoltà di impugnare la deliberazione sussistendone i presupposti. Ogni diversa disposizione volta, con il fine della tutela dell'interesse della società, a limitare il diritto di voto in capo al socio non può che essere considerata quale eccezione rispetto alla regola generale proprio perché pone un elemento di disuguaglianza nel trattamento (imponendo il divieto di voto) in capo ai soci che, pur in conflitto ma non rivestendo la carica di amministratore, sarebbero certamente destinatari della sola norma generale, ovvero della facoltà di votare consentita dall'art. 2373, comma 1, c.c.”. Il principio applicato dalla corte d'appello di Perugia per il divieto di concorrenza, è pienamente valido anche in altri casi di conflitto di interesse del socio, incluso il caso del socio interessato in quanto correlato alla controparte dell'operazione.

Sempre sul tema, non pare condivisibile quanto affermato da ASSONIME, “La disciplina della Consob in materia di operazioni con parti correlate”, circolare n. 38/2010, 81, dove si legge che “l'istituto del *whitewash* [...] interviene nella fase di approvazione della delibera assembleare introducendo un ulteriore quorum deliberativo e, se del caso, costitutivo”. Ora, a meno che il riferimento al quorum costitutivo non debba intendersi alla percentuale minima di capitale che i soci non correlati devono rappresentare per esercitare il veto, non si comprende come la disciplina regolamentare possa alterare i quorum costitutivi

implementato mediante una diversa tecnica di computo dei voti in sede di deliberazione³³⁰.

A tal fine, si noti che la Consob non ha specificato in che modo debba avvenire la votazione assembleare né ha imposto l'inserimento di clausole statutarie limitative dei diritti dei soci correlati. Da ciò la conclusione, senz'altro corretta, che la sterilizzazione del voto dei soci correlati debba avvenire attraverso una modifica delle modalità di voto che sono *“tecnicità procedurali [cbe] non hanno, all'evidenza, rilevanza statutaria e possono, quindi, essere accolte nel regolamento dei lavori assembleari previsto dall'art. 2364, n. 6 c.c., o decise di volta in volta dal presidente dell'assemblea (art 2371, co. 1 c.c.)”*³³¹.

Agendo sulle modalità di computo dei voti vi sono due possibili soluzioni: 1) mediante una doppia votazione, la prima aperta a tutti i soci e la seconda riservata ai soci non correlati se questi abbiano raggiunto il quorum costitutivo previsto in statuto; 2) mediante una votazione unica seguita da un doppio conteggio dei voti, il primo per vagliare il raggiungimento dei quorum ordinari, il secondo per controllare se siano stati raggiunti i quorum richiesti dallo statuto per i soci non correlati ed eventualmente la loro posizione sull'operazione³³².

Ulteriore possibilità, che non richiede alterazione del meccanismo di computo dei voti, è quella prevista dall'art. 2368, comma 3, c.c., secondo cui il presidente dell'assemblea sarebbe legittimato a non computare i voti collegati alle azioni nella titolarità di soci in conflitto di interessi, ciò tuttavia, solo qualora il conflitto di interessi sia dichiarato o, a parere di chi scrive, risulti assolutamente evidente³³³. Accogliendo tale ultima soluzione, in tutti i casi in cui il socio in conflitto voti la deliberazione (i) avendo preventivamente dichiarato la sussistenza del conflitto; o (ii) trovandosi in una posizione di conflitto palese agli altri soci e agli organi sociali, il presidente

assembleari, considerato che lo stesso Regolamento fa salvi gli artt. 2368 e 2369 c.c. e che in nessun caso si può vietare al socio interessato di partecipare alla votazione se non nei limiti di quanto previsto dall'art. 2373 c.c..

³³⁰ Tesi sostenuta da P. ABBADESSA, “Assemblea ed operazioni con parti correlate (prime riflessioni)”, in “Le operazioni con parti correlate”, atti del convegno presso Università Cattolica del Sacro Cuore, Piacenza, 2010.

³³¹ In tal senso P. ABBADESSA, “Assemblea ed operazioni con parti correlate (prime riflessioni)”, in “Le operazioni con parti correlate”, atti del convegno presso Università Cattolica del Sacro Cuore, Piacenza, 2010, 29.

³³² Tali soluzioni sono proposte da P. ABBADESSA, “Assemblea ed operazioni con parti correlate (prime riflessioni)”, in “Le operazioni con parti correlate”, atti del convegno presso Università Cattolica del Sacro Cuore, Piacenza, 2010; ASSONIME, “La disciplina della Consob in materia di operazioni con parti correlate”, circolare n. 38/2010.

³³³ Ad esempio, nel caso che ha visto coinvolta Fondiaria-Sai nel 2012, i sindaci hanno rilevato come il socio di controllo, presidente del CdA, non aveva effettuato la *disclosure ex* art. 2391 c.c.. Ciononostante, gli stessi sindaci hanno ritenuto comunque adempiuto il precetto della norma citata in quanto il conflitto del socio di controllo, nel caso di specie, risultava palese.

dell'assemblea potrebbe non computare i voti favorevoli di tale socio ai fini del quorum deliberativo, esattamente come avveniva nel sistema previgente la riforma del 2003, per i casi in cui il socio in conflitto prendesse parte alla deliberazione³³⁴.

Sul tema, è interessante analizzare quanto accade nella prassi societaria in relazione all'altra fattispecie di *whitewash*, prevista dall'art. 49, comma 1, lett. g) del Regolamento Emittenti ai fini dell'esenzione dall'obbligo di procedere ad un'offerta pubblica di acquisto totalitaria³³⁵. Ferma restando la diversità delle due fattispecie di *whitewash* per quanto riguarda i presupposti – nel caso del Regolamento non si fa alcun riferimento ad operazioni straordinarie di fusione e scissione – e le finalità – il *whitewash* del Regolamento Emittenti è finalizzato alla disapplicazione della disciplina legale dell'OPA in casi particolari – non v'è dubbio che la tematica del computo dei voti possa essere applicata in via analogica anche nel caso delle operazioni con parti correlate. A tal proposito, dall'analisi di alcuni precedenti casi di applicazione dell'art. 49, comma 1, lett. g) del Regolamento Emittenti, emergono le seguenti possibilità: (i) gli amministratori, nella relazione predisposta ai sensi dell'art. 125-ter TUF, indicano il socio il cui voto dovrebbe essere sterilizzato ai fini del *whitewash*; tale sterilizzazione viene poi ribadita al momento della proclamazione dei risultati della votazione; (ii) viene dato atto in sede assembleare della sterilizzazione del voto del socio che acquista la partecipazione superiore alle soglie OPA (nel caso delle OPC, si tratterebbe del socio o dei soci correlati); viene quindi indicato il numero dei voti sterilizzati e la maggioranza necessaria ai fini dell'assunzione della deliberazione con *whitewash*; (iii) il notaio verbalizzante, su incarico del Presidente, dichiara quali sono i soci il cui voto deve essere sterilizzato. In tutti i superiori casi, il verbale relativo all'adunanza contiene una descrizione, più o meno ampia, della norma che si applica ai fini dell'esenzione (ciò dovrebbe avvenire anche nel caso di sterilizzazione del voto operata a seguito di

³³⁴ Sul punto si veda Cass. Civ., Sez. I, 12 luglio 2007, n. 15613, ove, con riferimento ad un caso in cui si doveva applicare l'art. 2373 c.c. *ratione temporis* vigente, si legge che “*In caso di conflitto di interessi, di cui sia portatore il socio amministratore di una s.r.l., ex art. 2373 c.c., il computo del quorum deliberativo assembleare non si calcola in rapporto all'intero capitale sociale, bensì in relazione alla sola parte di capitale facente capo ai soci aventi diritto al voto, con esclusione della quota del socio titolare dell'interesse confliggente, quota della quale, invece, deve tenersi conto ai fini del quorum costitutivo*”; Collegio Arbitrale, 2 luglio 2009, secondo cui “*Il presidente dell'assemblea di società per azioni, nell'esercizio del potere di interpretare l'esito della votazione, può e deve escludere dal computo dei voti validi quelli potenzialmente pregiudizievole per la società espressi dai soci in conflitto di interessi ed è a ciò legittimato in forza dell'applicazione analogica dell'art. 2368, comma 3, c.c.*”.

³³⁵ La norma citata prevede l'esenzione dall'OPA di cui all'art. 106 TUF qualora l'obbligo relativo al lancio dell'OPA “*è conseguente ad operazioni di fusione o scissione approvate con delibera assembleare della società i cui titoli dovrebbero altrimenti essere oggetto di offerta e, fermo quanto previsto dagli articoli 2368, 2369 e 2373 del codice civile, senza il voto contrario della maggioranza dei soci presenti in assemblea, diversi dal socio che acquista la partecipazione superiore alla soglia rilevante e dal socio o dai soci che detengono, anche di concerto tra loro, la partecipazione di maggioranza anche relativa purché superiore al 10 per cento*”.

applicazione del Regolamento), sulle conseguenze della sua applicazione, sulla fattispecie concreta in cui si applica e sull'esistenza o meno (nonché eventuale puntuale indicazione) di soci il cui voto deve essere sterilizzato.

Occorre peraltro indagare sugli esiti della deliberazione assembleare che venga accolta anche laddove i soci non correlati esercitino con successo il loro diritto di veto. Tale ipotesi è configurabile allorché il presidente dell'assemblea, nonostante il veto, proceda a dichiarare favorevole la deliberazione. In tal caso v'è da chiedersi se la deliberazione possa essere impugnata ai sensi del combinato disposto degli artt. 2373 e 2377 c.c..

Innanzitutto, occorre tener conto dell'orientamento di coloro che hanno ritenuto inefficace la deliberazione assunta nonostante il veto dei soci non correlati³³⁶. Tale orientamento – che si rifà alla risalente categoria della “delibera assembleare inefficace”³³⁷ – muove dal presupposto che, ai sensi della disciplina regolamentare, il socio correlato non possa votare la deliberazione e, dunque, il voto favorevole del socio correlato (anche se non determinante per l'approvazione), in presenza di voto contrario dei soci non correlati, determinerebbe “*un'ipotesi ultra legem di inefficacia della deliberazione assembleare*”³³⁸. La conseguenza pratica di tale orientamento è che i soci non correlati non avrebbero bisogno di impugnare la deliberazione *ex art. 2377 c.c.* per bloccarne l'efficacia.

Pur condividendo, in linea di principio, gli intenti della soluzione ora descritta – ossia garantire alle minoranze costituite dai soci non correlati una maggiore tutela – si ritiene che la soluzione dell'inefficacia contrasti con il dettato dell'art. 2373 c.c. – espressamente fatto salvo dal Regolamento e, in ogni caso, norma gerarchicamente superiore allo stesso – giacché tale orientamento si propone di sanzionare con l'inefficacia qualsiasi delibera assunta con voto del socio correlato, senza considerare la sussistenza degli ulteriori requisiti richiesti dall'art. 2373, ossia il carattere “determinante” del voto e la potenzialità del danno alla società. Tale soluzione, in

³³⁶ F. CHIAPPETTA, “Le operazioni con parti correlate: profili sistematici e problematici”, 2008, reperibile su www.dircomm.it; ASSONIME, “La disciplina della Consob in materia di operazioni con parti correlate”, circolare n. 38/2010.

³³⁷ Tale categoria è stata teorizzata da A. MIGNOLI, “Le assemblee speciali”, Giuffrè, 1960, in relazione alle delibere assembleari lesive dei diritti di singoli soci o di categorie di soci. La giurisprudenza ha poi ripreso il concetto in alcune pronunce risalenti: Cass. 21 novembre 1978, n. 5400, dove si è affermato che “*l'inefficacia di tale delibera sociale [ndr una delibera che incida sugli interessi del singolo socio] può essere fatta valere da quel socio, a tutela dei suoi diritti contrattuali, senza necessità d'impugnazione della medesima, secondo la disciplina di cui agli artt. 2377 e seg. c.c.*”. In dottrina, più di recente, si veda F. TERRUSI, “L'invalidità delle delibere assembleari della S.p.A.”, Giuffrè, 2007.

³³⁸ In tal senso si esprime F. CHIAPPETTA, “Le operazioni con parti correlate: profili sistematici e problematici”, 2008, reperibile su www.dircomm.it.

breve, finisce col creare una disciplina dell'invalidità delle delibere assembleari molto più severa di quella prevista dal codice civile nei casi di conflitto di interessi del socio³³⁹.

Ancora, è necessario rilevare che l'eventuale vizio procedimentale della deliberazione, costituito dalla partecipazione del socio in conflitto alla votazione, non ha rilevanza costitutiva per la deliberazione stessa. Quest'ultima, una volta assunta, sarà pienamente efficace ed eventualmente soggetta al rimedio dell'annullabilità secondo la procedura di cui all'art. 2377 c.c.³⁴⁰. Semmai, la maggiore tutela delle minoranze, potrebbe essere attuata mediante l'applicazione analogica, al caso ora discusso, del disposto *ex art.* 110, comma 1, TUF. Tale norma consente alla Consob di impugnare la deliberazione assembleare assunta con i voti favorevoli dei soci in violazione della disciplina dell'OPA sull'obbligo di vendita delle partecipazioni eccedenti le percentuali di cui agli artt. 106 e 108 TUF. Il presupposto di tale titolarità soggettiva all'impugnazione è comune nella disciplina dell'OPA e in quella delle parti correlate, risiedendo in un obbligo di sterilizzazione della partecipazione di alcuni soci. In presenza della violazione di siffatto obbligo, la Consob può agire in difesa dei soci di minoranza e, in ultima istanza, del mercato.

Invero, il tema (di sicuro interesse), potrebbe avere minore rilevanza pratica considerando che la procedura di *whitewash* si risolve in un'autorizzazione *ex art.* 2364, comma 1, n. 5) c.c., non vincolante per il CdA³⁴¹. Ne consegue che laddove la deliberazione assembleare sia favorevole all'operazione – seppur con il voto

³³⁹ Si verrebbe a creare una sorta di conflitto di interessi più grave qualora lo stesso derivi da una situazione di correlazione.

³⁴⁰ Tesi condivisa, in dottrina, da P. ABBADESSA, "Assemblea ed operazioni con parti correlate (prime riflessioni)", in "Le operazioni con parti correlate", atti del convegno presso Università Cattolica del Sacro Cuore, Piacenza, 2010, 30.

³⁴¹ In tal senso si veda F. PASQUARIELLO, commento sub art. 2364 c.c., in "Commentario breve al diritto delle società", Maffei Alberti (a cura di), 2011, secondo il quale, a seguito dell'autorizzazione assembleare ad una determinata operazione, "*resta un potere-dovere dell'amministratore il valutarne l'opportunità, secondo l'usuale canone di diligenza professionale*"; *conf.* P. ABBADESSA – A. MIRONE, "Le competenze dell'assemblea nelle S.p.A.", in Riv. Soc., 2-3, 2010, 269.

Diversamente, non c'è totale uniformità di vedute nel caso di mancata autorizzazione dell'assemblea, alcuni ritenendo che la stessa costituisca un divieto per gli amministratori di compiere l'operazione. G.B. PORTALE, "Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione", in Il nuovo diritto delle società, *liber amicorum* G. Campobasso, II, Torino, 2006, 26, dove si legge che "*la mancata autorizzazione; corrisponde, in realtà, ad un Vetorecht (come dicono gli scrittori svizzeri e tedeschi), che comporta una penetrante ingerenza in senso ostativo al potere gestorio dell'organo amministrativo: dal momento che la negazione equivale ad un divieto, per gli amministratori, di compiere l'operazione, mentre essi non sono vincolati a porla in essere nel caso di sua concessione*"; P. ABBADESSA – A. MIRONE, "Le competenze dell'assemblea nelle S.p.A.", in Riv. Soc., 2-3, 2010, 269, i quali sostengono che "*sul piano della responsabilità, che il compimento dell'operazione, nonostante la mancata autorizzazione, rileva come vero e proprio inadempimento di una clausola statutaria*"; S.A. CERRATO, "Il ruolo dell'assemblea nella gestione dell'impresa: il "sovrano" ha veramente abdicato?", in Riv. Dir. Civ., 2009, II, 133 ss.; altri sostenendo che la mancata autorizzazione non sia invece vincolante per gli amministratori: B. LIBONATI, Assemblea e patti parasociali, in Riv. Soc., 2002, 463 ss..

determinante del socio correlato – il CdA potrebbe non eseguirla (fermo restando che, avendo effettuato la proposta, un ravvedimento degli amministratori esecutivi è più un’ipotesi di scuola che un’effettiva probabilità concreta).

3.4 *La procedura di whitewash nelle related party transactions inglesi*

Volendo ora analizzare quanto accade nel Regno Unito in relazione ai meccanismi di *whitewash* e, più in generale, con riferimento alla ripartizione delle competenze tra organo gestorio e assemblea, occorre partire da alcuni concetti di base.

Il legislatore inglese, in relazione alla struttura e alla ripartizione delle competenze all’interno della *governance*, ha adottato il c.d. *hands-off approach*, limitando dunque gli interventi di carattere regolamentare e garantendo alle società ampia libertà di gestire la ripartizione dei compiti tra soci e amministratori all’interno dello statuto. Nel diritto cogente inglese, non vi è una norma simile a quella di cui all’art. 2364, comma 1, n. 5), c.c.. Pertanto, il ricorso all’assemblea è consentito (*rectius*: imposto) ogniqualvolta sia espressamente prevista la competenza assembleare ai sensi del CA 2006 o di altre fonti (LRs, Financial Services and Markets Act del 2000, Insolvency Act 1986 o anche il City Code for Takeovers and Mergers)³⁴².

La mancanza di una regolamentazione unitaria sulle competenze assembleari ha fatto sì che molte società inglesi facessero ricorso ai modelli statutari predisposti direttamente dal legislatore (comunque non vincolanti), adattandoli caso per caso alle rispettive esigenze³⁴³. Il risultato di un simile modello regolatorio è che ciascuno statuto può, in buona sostanza, disciplinare l’incidenza del potere assembleare sulla gestione in maniera diversa³⁴⁴. Tuttavia, la prassi societaria ha fatto sì che in tutti i casi

³⁴² Un elenco di alcune competenze assembleari esplicitamente previste dalle varie fonti inglesi è offerto da H. FLEISCHER - P. AGSTNER, “L’invalidità delle deliberazioni assembleari di S.p.A. Comparazione di sistemi tra path dependency e prospettive di riforma”, in Riv. Soc., 6, 2014, 1217: “*il diritto di deliberare la modificazione dello statuto: sec. 21 CA 2006; la riduzione del capitale sociale: sec. 641 CA 2006; lo scioglimento volontario della società: sec. 84 Insolvency Act 1986; la trasformazione della società: sec. 90, 97, 102, 105, 109 CA 2006; la ratifica dell’operato degli amministratori: sec. 239 CA 2006 [...] oltre che, per le società quotate appartenenti al segmento di mercato delle Premium Listed companies, l’approvazione di operazioni straordinarie qualificabili come “Class 1 transactions” ai sensi della Listing Rule 10.5 o come “reverse takeovers” (= fusione inversa) ai sensi della Listing Rule 5.6*”; sul tema si veda anche B. HANNIGAN, “Company Law”, Oxford 2012, 129.

³⁴³ Il riferimento è ai *Companies (Model Articles) Regulation 2008 (SI 2008, No. 3229)*, pubblicati dalle istituzioni governative inglesi e reperibili al link <http://www.legislation.gov.uk/uksi/2008/3229/schedule/3/made>.

³⁴⁴ Si consideri che la disciplina di base adottata dalle *public companies* è quella contenuta nel relativo *Companies (Model Articles) Regulation* del 2008 (SI 2008, No. 3229). Il modello, agli artt. 3 (*Directors’ general authority*) e 4 (*Members’ reserve power*) (comunque derogabili), offre alcuni spunti interpretativi: art. 3. “*Subject to the articles, the directors are responsible for the management of the company’s business, for which purpose they may exercise all the powers of the company.*”; art. 4. “*The members may, by special resolution, direct the directors to take, or refrain from taking, specified action. No such special resolution invalidates anything which the directors have done before the passing of the resolution.*”. In particolare, il disposto di cui al citato art. 4, contiene una regola che,

in cui il CdA non sia in grado di prendere una decisione o, per qualsiasi altro motivo, non possa svolgere il proprio compito, i suoi poteri vengano devoluti all'assemblea³⁴⁵.

Fatta tale premessa, ciò che qui interessa maggiormente è il meccanismo di *whitewash* assembleare contenuto nelle LRs con riferimento alle RPTs. Pertanto, l'attenzione va posta sulla LR 11.1.7R(3) ai sensi della quale, gli amministratori devono ottenere l'approvazione dell'assemblea (a) prima di compiere l'operazione; o (b) prima di completare l'operazione se la stessa è condizionata all'approvazione assembleare; nonché sulla LR 11.1.7R(4) secondo cui gli amministratori devono accertarsi che la parte correlata: (a) non prenda parte alla votazione; e (b) si assicuri che i soggetti ad essa collegati non prendano parte alla votazione.

Innanzitutto, a differenza di quanto accade nell'ordinamento italiano, la disciplina inglese prevede espressamente il "divieto" di votare in capo ai soggetti correlati. Il CA 2006 non contiene una disposizione analoga all'art. 2373 c.c., dunque il meccanismo di sterilizzazione dei voti correlati può operare in modo netto, escludendo direttamente il socio correlato dalla votazione.

In secondo luogo, la disciplina inglese non prevede – come invece fa l'art. 11, comma 3, del Regolamento – la possibilità che la sterilizzazione operi solo in presenza di un quorum minimo di soci non correlati. Infatti, la formulazione della norma nelle LRs, più che fare riferimento ad un diritto dei "soci non correlati", si limita ad imporre un divieto ai "soci correlati". Ciò induce a pensare che le LRs siano effettivamente orientate ad una tutela dell'interesse sociale *tout court* più che alla tutela delle minoranze non correlate.

Peraltro, è opportuno rilevare come gli obblighi di garantire che la votazione sia effettivamente sterilizzata dal voto dei soggetti correlati (siano essi parti correlate o soggetti a queste collegati) gravano in capo agli amministratori³⁴⁶ che, a ben guardare, potrebbero non avere tutti gli strumenti necessari per esercitare un controllo adeguato sulla posizione del singolo socio correlato³⁴⁷.

nei risultati, è accomunabile a quella di cui all'art. 2364, comma 1, n. 5), c.c., salvo il fatto che l'intervento assembleare non deve essere preventivamente regolato nello statuto. Nonostante il "liberismo regolatorio" che tali forme di statuto consentono, come è stato rilevato in dottrina, il principio base che si può trarre dalla lettura dei modelli di statuto adottati dalle *public companies* e che gli stessi "*clearly makes the board of directors the primary decision-making organ of the company.*" (così J. LOWRY – A. REISBERG, "Pettet's Company Law: Company Law & Corporate Finance", Pearson, 2012, 112).

³⁴⁵ Si vedano *Barron v Potter* [1914] 1 Ch 895; *Foster v Foster* [1916] 1 Ch 532.

³⁴⁶ Letteralmente, la LR 11.1.7R sancisce che "*the listed company must*". Il riferimento deve dunque intendersi al principale organo operativo della società, ossia il consiglio di amministrazione.

³⁴⁷ Si consideri comunque che in presenza di *controlling shareholder* (che normalmente è il soggetto correlato), l'applicazione della LR 11.1.1CR garantisce una procedura maggiormente tutelante, basata

Nel complesso, la procedura prevista dalle LRs appare più netta e meno “problematica” rispetto a quella prevista dal Regolamento. Ciò è con buona probabilità imputabile ai minori limiti normativi e dogmatici che la legislazione inglese impone nel campo del diritto societario. In ogni caso, non sembra che, a livello pratico, vi sia una differenza netta tra i due sistemi. Infatti, anche nell’ordinamento italiano, laddove il meccanismo del *whitewash* sia introdotto statutariamente – unica soluzione possibile – le conseguenze della sua applicazione sono la sterilizzazione del voto dei soci correlati. Unica sensibile differenza, rimane dunque la previsione del quorum minimo per l’esercizio del veto da parte degli azionisti non correlati che, pur essendo una mera opzione per gli emittenti, nella prassi è meccanismo ampiamente utilizzato per evitare comportamenti ostruzionistici da parte delle minoranze azionarie.

sugli accordi di indipendenza che il *controlling shareholder* deve siglare con la società.

CAPITOLO TERZO

LE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE NELLA PRASSI DI MERCATO E LE SANZIONI DELLA CONSOB

1. Alcuni recenti casi di estrazione di benefici privati a mezzo di operazioni con parti correlate

Come si è avuto modo di sottolineare diffusamente nel corso dei precedenti capitoli, in anni recenti, sia prima che dopo l’emanazione del Regolamento, alcuni casi molto rilevanti hanno dato dimostrazione di quale possa essere l’impatto delle operazioni con parti correlate quando queste siano utilizzate per scopi abusivi dai soci di controllo, dagli amministratori e, molto spesso, da ambedue le categorie, che finiscono inevitabilmente col coincidere formalmente o sostanzialmente (nel caso di amministratori di fiducia dei soci di controllo). Si è dato conto di come nell’ordinamento inglese l’unico caso eclatante di abusi a mezzo di OPC sia stato tempestivamente ed efficacemente fronteggiato dall’autorità di vigilanza competente. Pare opportuno, a questo punto della trattazione, fare un’indagine su quali rimedi appresti il nostro ordinamento contro lo sfruttamento illecito delle operazioni con parti correlate.

Con specifico riferimento ai casi Fondiaria-Sai e Parmalat-Lactalis di cui si è tenuto conto nel corso del lavoro, va osservato che, di frequente, non è la singola operazione ad essere sanzionata ma l’intero contesto in cui la stessa viene portata a termine, contesto che in ambedue i casi ha rivelato carenze sostanziali negli assetti di *governance*, mancanza di trasparenza più o meno accentuata e il proliferare di operazioni con parti correlate “satellite” rispetto all’operazione principale. Tutto questo ha generato, soprattutto nel caso Fondiaria-Sai, il ricorso a rimedi di carattere diverso, stante la varietà dei soggetti lesi (gli azionisti, il mercato, la pubblica fede).

Il caso che ha visto coinvolta Fondiaria-Sai, Premafin Finanziaria S.p.A. e Milano Assicurazione è l’esempio più fulgido di traslazione abusiva di beni dalla società emittente verso entità terze correlate in base alla condivisione dei soci di controllo. Peraltro, si tratta di un’ipotesi che ha visto coinvolti non solo i soci di controllo ma anche svariati componenti del CdA che, quando non coincidenti con primi, erano a questi molto vicini. Il documento redatto dal collegio sindacale di Fondiaria-Sai – purtroppo a scandalo già avvenuto – dimostra non solo la totale disapplicazione delle procedure OPC allora vigenti (ci si riferisce ad un periodo antecedente all’emanazione del Regolamento), ma addirittura rivela che alcune

operazioni in palese conflitto di interessi non venivano nemmeno discusse in CdA³⁴⁸.

Come è noto, sul piano economico sostanziale, il dissesto finanziario causato da tali operazioni ha portato FonSai alla fusione con Unipol Assicurazioni S.p.A.. Sul piano giuridico formale, le indagini condotte dalla magistratura e dalla Consob hanno avuto conseguenze sensibili per il gruppo Ligresti. Le *holding* familiari IMCO e Sinergia (a favore delle quali molte operazioni erano condotte) sono state dichiarate entrambe fallite³⁴⁹ e Salvatore Ligresti è stato iscritto nel registro delle notizie di reato per i reati di cui agli artt. 2368 c.c. e 170-*bis* del TUF (Ostacolo alle funzioni di vigilanza della Consob) e di cui all'art. 501 c.p. (aggiotaggio)³⁵⁰.

Da un punto di vista civilistico, sono state promosse svariate azioni di responsabilità nei confronti di Salvatore Ligresti e di altri componenti del CdA di FonSai, i cui esiti attendono i tempi della giustizia civile italiana³⁵¹.

Mentre molti filoni processuali scaturiti dalle indagini sono ancora in corso al momento in cui si scrive,³⁵² celere è stata la risposta della Consob che ha irrogato numerose sanzioni pecuniarie ai soggetti coinvolti³⁵³. Rilevante è soprattutto la

³⁴⁸ Sempre nel documento del collegio sindacale di FonSai (p. 81 e 85) viene rilevato che per alcune operazioni l'organo di controllo ha ritenuto che non andassero applicate le procedure per le OPC allora adottate da FonSai, dato che il valore economico dei contratti non superava le allora vigenti soglie di rilevanza. Tuttavia, viene anche rilevato che in quasi nessun caso tali contratti stipulati sono stati discussi in CdA, con la conseguenza che alcuni interessi in potenziale conflitto degli amministratori sono rimasti ignoti ai consiglieri di amministrazione senza compiti esecutivi e al collegio sindacale. Tuttavia lo stesso collegio sindacale rileva anche che “[s]otto un profilo strettamente formale, inoltre, non si può non rilevare come anche la previsione del 1° comma dell’art. 2391 c.c. sia stata formalmente disattesa. Tuttavia si tenga presente che i rapporti di correlazione tra l’ing. Salvatore Ligresti, la società e alcuni suoi amministratori erano di tale evidenza e notorietà che lo scopo informativo perseguito dall’art. 2391 1° comma c.c. può considerarsi comunque soddisfatto, sotto un profilo sostanziale, pur in assenza di una formale presa d’atto da parte dell’organo amministrativo, al quale comunque era stata data notizia del contratto, successivamente al suo primo rinnovo. Si consideri inoltre che i membri della famiglia Ligresti presenti al Consiglio di Amministrazione del 14 giugno 2005 si sono astenuti dalla votazione.”. Sotto altro profilo il collegio sindacale (p. 74) rileva che “disattesa risulta altresì la previsione del 2° comma dell’art. 2391 c.c., poiché nei verbali esaminati, le ragioni e la convenienza della società alla realizzazione dell’operazione non sono state – a parere dello scrivente Collegio Sindacale – adeguatamente motivate.”.

³⁴⁹ Trib. Milano 13 giugno 2012, n. 644 e Trib. Milano 13 giugno 2012, n. 643.

³⁵⁰ Le indagini hanno poi condotto la magistratura ad indagare più approfonditamente sul gruppo FonSai, rilevando ulteriori ipotesi di reato non necessariamente collegate ad operazioni con parti correlate.

³⁵¹ Una prima serie di azioni di responsabilità è stata approvata dalle assemblee di FonSai e Milano Assicurazioni nel marzo 2013 su proposta del commissario ad acta, Matteo Caratozzolo, nominato dall’Ivass (allora Isvap) per quantificare i danni procurati alle società a seguito delle operazioni con parti correlate dei Ligresti. In quella sede il danno è stato quantificato in almeno 130 milioni di euro per FonSai e in almeno 115 milioni di euro per Milano Assicurazioni. Altre azioni di responsabilità sono state approvate nel luglio del 2013, portando la somma complessivamente richiesta a titolo di risarcimento a circa 280 milioni di euro.

³⁵² Oltre ai procedimenti penali, vi sono molteplici procedimenti avviati da esponenti del gruppo in varie Corti d’Appello avverso provvedimenti con cui la Consob ha irrogato varie sanzioni pecuniarie.

³⁵³ Si veda ad esempio la delibera Consob del 20 marzo 2014, n. 18839 con cui la Consob ha sanzionato gli ex amministratori di FonSai e Milano Assicurazioni (J.L. ed E.E.) ai sensi dell’art. 187-*ter* ss. del TUF (Manipolazione del mercato). Rilevante anche la sanzione di cinquanta mila euro comminata a FonSai con delibera Consob del 2 ottobre 2013, n.18668, in relazione alle mancata informativa alla Consob

sanzione per complessivi quattro milioni di euro ad alcuni componenti dei collegi sindacali di FonSai e di Milano Assicurazioni per omessa vigilanza, ai sensi dell'art. 149, comma 1 del TUF, sulle operazioni con parti correlate delle rispettive società³⁵⁴, nonché quella di cinque milioni di euro comminata a Salvatore Ligresti con delibera del 6 marzo 2013, n. 18488³⁵⁵. In relazione all'applicazione della sanzione amministrativa ora citata, è rilevante notare che, nel contesto dell'udienza preliminare del procedimento penale per aggioaggio contro Salvatore Ligresti, la difesa si è appellata alla recente sentenza della Corte Europea dei Diritti dell'Uomo relativa al caso Grande Stevens³⁵⁶ per chiedere al competente GUP milanese la sospensione del procedimento penale e la rimessione della questione alla Corte Costituzionale, in merito al presupposto contrasto tra la legge italiana e i principi di cui alla citata sentenza CEDU sul tema della duplice applicazione di sanzioni penali e amministrative allo stesso fatto. La richiesta è poi stata respinta dal GUP che ha disposto il rinvio a giudizio di Salvatore Ligresti per aggioaggio³⁵⁷.

Per quanto concerne invece il caso Parmalat-Lactalis, che ha occupato le prime pagine della cronaca finanziaria tra il 2011 e il 2013, uno dei temi principali ha riguardato sicuramente il rapporto di direzione e coordinamento intercorrente tra Lactalis e Parmalat³⁵⁸, grazie al quale la prima induceva la seconda a concludere una importante acquisizione di una società americana controllata dalla stessa Lactalis configurandosi quindi un'acquisizione – a un prezzo fuori mercato – di un *asset* del

relativamente alla supposta mancata indipendenza di alcuni componenti del CdA.

³⁵⁴ Delibere Consob n. 18724 (FonSai) e 18725 (Milano Assicurazioni) del 6 dicembre 2013.

³⁵⁵ Avverso il provvedimento sanzionatorio (per un ammontare di 5 milioni di euro con la sanzione accessoria dell'interdizione ai sensi dell'art. 187-*quater*, comma 1 del TUF per la durata di trentasei mesi) è stato proposto ricorso alla Corte d'Appello di Milano, respinto dalla medesima Corte con Sentenza della I sezione civile del 22 novembre 2013 (i relativi provvedimenti sono disponibili sul sito della Consob).

³⁵⁶ Sentenza Corte EDU, Grande Stevens e altri contro Italia - ric. 18640/10, 18647/10, 18663/10, 18668/10 e 18698/10 - depositata il 4 marzo 2014. Nella sentenza la Corte EDU ha affermato, in estrema sintesi, che la comminazione di sanzioni penali successive a sanzioni amministrative di un certo valore in relazione agli stessi fatti costituisce violazione del principio del *ne bis in idem*.

³⁵⁷ In specie e come sostenuto dai legali della Consob, il caso Grande Stevens non si basava sugli stessi presupposti di quello Ligresti, infatti, nel primo caso, il procedimento amministrativo era divenuto definitivo e dunque, avviando un procedimento penale, vi sarebbe stata una violazione del *ne bis in idem*. Diversamente l'*iter* della procedura sanzionatoria della Consob nei confronti di Ligresti non era definitivo in quanto il provvedimento sanzionatorio poteva essere ulteriormente impugnato. Pertanto, l'avvio del procedimento penale non costituiva violazione del principio del *ne bis in idem*.

³⁵⁸ Dopo la ricostruzione della Parmalat nel 2005, la società francese Lactalis (facente capo alla famiglia Besnier), a mezzo di un veicolo denominato Sofil Sas ("Sofil"), acquisiva varie partecipazioni nella Parmalat al punto da arrivare a lanciare un'offerta pubblica di acquisto sul 100% delle azioni Parmalat. L'operazione si concludeva con successo l'8 luglio 2011 con Sofil che acquisiva una partecipazione totale pari all'83,39% del capitale sociale di Parmalat, acquisendone dunque il controllo di diritto per conto del gruppo Lactalis.

socio di controllo della Parmalat stessa³⁵⁹. Il tutto aggravato dalla presenza di un contratto di *cash pooling* che consentiva a Lactalis di gestire di fatto le finanze della Parmalat³⁶⁰ e dalla scelta dei consulenti per l'operazione che non avevano i necessari requisiti di indipendenza³⁶¹.

A seguito della denuncia *ex art.* 2409 c.c. del Fondo Amber Capital (azionista di minoranza), l'operazione è finita di fronte al Tribunale di Parma³⁶², il quale, rilevate le tante irregolarità di cui si è dato conto nel corso del lavoro³⁶³ – tra le altre, mancata comunicazione del rapporto di direzione e coordinamento, mancanza di indipendenza di alcuni amministratori e consulenti di Parmalat, omesso controllo da parte dei sindaci – ha provveduto a nominare un commissario *ad acta* al fine di, tra l'altro: valutare la sussistenza dei requisiti di indipendenza dei vari soggetti coinvolti nell'operazione; affiancare gli esperti indipendenti nominati da Parmalat per la valutazione sulla congruità del meccanismo di aggiustamento del prezzo per l'acquisizione di LAG e sulla congruità del corrispettivo da versare ai consulenti legali, in relazione all'attività di assistenza a Parmalat nel corso dell'acquisizione³⁶⁴.

³⁵⁹ La *target* dell'operazione, acquisita per 904 milioni di dollari, era Lactalis American Group, una società facente parte del gruppo Lactalis (nella titolarità di BSA Finances, altra società facente capo ai Besnier).

³⁶⁰ Come si legge su la Repubblica dell'8 maggio 2012 a firma di G. PONS, “*attraverso questo acquisto infragruppo la famiglia Besnier ha in sostanza aspirato gran parte del tesoretto di 1,5 miliardi accumulato negli anni post-Tanzi da Enrico Bondi, dopo averne accentrato la gestione presso la Bsa Finances con un contratto di cash pooling.*”. BSA Finances è un'altra società del gruppo Lactalis facente capo alla famiglia Besnier.

³⁶¹ Come si è anticipato al Capitolo 2 par. 1.1.1, il consulente finanziario prescelto aveva in precedenza finanziato il lancio dell'OPA da parte di Lactalis su Parmalat il cui rimborso era strettamente legato al completamento dell'acquisizione di LAG.

³⁶² Il procedimento ai sensi dell'art. 2409 c.c. contro i componenti del CdA e del collegio sindacale di Parmalat, avviato a seguito dell'esposto depositato alla Procura della Repubblica presso il Tribunale di Parma in data 26 luglio 2012 da parte di Amber Capital L.P. (nella sua qualità di *investment management company* dei fondi Amber Global Opportunities Master Fund e PM Manager Fund SPC, entrambi azionisti di minoranza di Parmalat S.p.A.), si è concluso con il noto decreto del Tribunale di Parma del 28 marzo 2013. Per un commento più dettagliato al decreto si rinvia a M. DEL LINZ, “Il nuovo caso Parmalat: considerazioni a margine di un decreto “eccessivamente creativo””, in *Giur. Comm.*, II, 2014, 113 ss.

³⁶³ Un ulteriore commento del Decreto in esame è offerto da S. SANZO, “Denuncia al collegio sindacale e al tribunale”, in *Giur. It.* 10, 2013.

³⁶⁴ Si riportano di seguito, nel dettaglio, i compiti assegnati dal Tribunale di Parma al commissario *ad acta*:
a) verifichi l'indipendenza dei professori M.Ca., M.Z. e P.A. rispetto a entrambe le parti della negoziazione relativa all'aggiustamento del corrispettivo per l'acquisizione di L.A.G., Lactalis Brasile e Lactalis Messico;
b) affianchi i predetti professori e Price Waterhouse & Cooper's nell'esecuzione dell'incarico loro affidato dal Consiglio di Amministrazione e dal Comitato per le Operazioni con Parti Correlate di Parmalat S.p.A.;
c) esamini la documentazione trasmessa da L.A.G., Lactalis Brasile e Lactalis Messico al collegio di esperti incaricato da Parmalat S.p.A. in data 25 gennaio 2013 e a Price Waterhouse & Cooper's e ne verifichi la completezza, la congruità e l'idoneità, indicando, se del caso, gli interventi correttivi necessari;
d) esamini gli eventuali elaborati del collegio di esperti e di Price Waterhouse & Cooper's sul punto e ne verifichi la completezza, la congruità e l'idoneità, indicando, se del caso, gli interventi correttivi necessari, con particolare riferimento alle spese di marketing, alle valorizzazioni di magazzino e agli ulteriori elementi controversi nella determinazione dell'E.B.I.T.D.A. 2012 delle società oggetto di acquisizione;
e) verifichi che il Consiglio di Amministrazione di Parmalat S.p.A. si adoperi in modo pieno e tempestivo per accertare eventuali indici rivelatori della non veridicità dei dati storici forniti e/o della non ragionevolezza dei risultati prospettici

Con un successivo decreto datato 11 novembre 2013, il Tribunale di Parma disponeva poi la sostituzione di M.R., già consigliere di amministrazione e presidente del comitato parti correlate di Parmalat³⁶⁵. Tale decreto è stato totalmente disatteso dalla società di Collecchio che, impugnandolo in Corte d'Appello, ha fatto in modo di sospenderne l'esecutività.

La fase conclusiva del procedimento è segnata dalla sentenza della Corte d'Appello di Bologna del maggio 2014. Con la sentenza in questione perdono efficacia i decreti del Tribunale di Parma del 28 marzo 2013 e dell'11 novembre 2013. Vengono inoltre respinte le richieste avanzate dalla Procura di Parma in relazione alla rimozione di alcuni consiglieri di Parmalat. La sentenza statuisce principalmente la "cessata materia del contendere" in quanto il 25 febbraio 2014, nove membri su undici del CdA Parmalat, avevano spontaneamente rassegnato le proprie dimissioni, facendo così decadere l'intero CdA³⁶⁶ e depotenziando di fatto la causa di fronte alla Corte bolognese³⁶⁷.

2. Strumenti di prevenzione e repressione degli abusi di operazioni con parti correlate: un confronto tra Italia e Regno Unito

Nei casi italiani analizzati, le parti lese hanno attivato tutti i rimedi possibili, agendo in sede civile (azioni di responsabilità), in sede penale (costituendosi parte civile nei processi avviati dalla Procura) e in sede amministrativa (denunciando alla Consob le varie irregolarità).

Come è stato più volte sottolineato in dottrina e dalla stessa Consob, non sono previste sanzioni specifiche nel caso di violazione della disciplina vigente sulle

assunti nell'ambito della cd. vendor due diligence redatta da Ernst & Young ai sensi delle clausole 5.24.3 e 5.24.4 del contratto denominato "Share purchase agreement", anche sulla base della documentazione di L.A.G., Lactalis Brasile e Lactalis Messico, indicando, se del caso, gli interventi correttivi necessari;

f) verifichi che il Consiglio di Amministrazione di Parmalat S.p.A., in caso di rettifiche del corrispettivo dell'acquisizione di L.A.G., Lactalis Brasile e Lactalis Messico in senso favorevole alla società, si adoperi per ottenere la restituzione di quanto dovuto entro un termine ragionevole e con le migliori garanzie, indicando, se del caso, gli interventi correttivi necessari;

g) verifichi la congruità del corrispettivo percepito dallo studio legale D.U. - F.G. - B. per l'assistenza legale prestata a Parmalat S.p.A. in occasione dell'adesione al sistema di tesoreria accentrato del Gruppo Lactalis nonché dell'acquisizione di L.A.G., Lactalis Brasile e Lactalis Messico;

h) dia conto di fatti diversi e ulteriori suscettibili di integrare gravi irregolarità di cui sia venuto a conoscenza nell'espletamento dell'indagine ispettiva; i) Provveda entro il 15 maggio 2013 al deposito di una relazione conclusiva concernente i punti a), b), c), d), e), f), ed entro il 15 giugno di una relazione conclusiva concernente i punti g) ed h)."

³⁶⁵ In quel contesto, la Procura competente aveva chiesto la rimozione dell'intero CdA di Parmalat, richiesta che non è stata accolta dal giudice competente.

³⁶⁶ Il nuovo CdA Parmalat, composto ora da sette membri, è stato nominato il 17 aprile 2014.

³⁶⁷ La sentenza della Corte d'Appello di Bologna non è soggetta a impugnazione in Cassazione, pertanto ad oggi il procedimento può dirsi definitivamente concluso.

operazioni con parti correlate³⁶⁸. Il legislatore, introducendo l'art. 2391-*bis* c.c. con il D.Lgs. n. 310/2004, non ha fatto alcun riferimento alla possibilità di prevedere delle sanzioni peculiari, diverse da quelle già contemplate nel TUF. La Consob, dal canto suo, non ha inteso sfruttare la delega “aperta” (“*secondo principi generali indicati dalla Consob*”) per introdurre delle sanzioni per la violazione dei dettami del Regolamento. E non poteva essere altrimenti, in quanto le sanzioni amministrative irrogate dalla Consob trovano una loro legittimazione nella normativa secondaria del TUF che solo il legislatore ha il potere di emendare.

L'apparato sanzionatorio del TUF è particolarmente complesso ed è probabile che il legislatore della riforma del diritto societario non abbia voluto alterarne gli equilibri andando a modificare o aggiungere un ulteriore meccanismo sanzionatorio all'allora giovane D.Lgs. n. 58/1998, comunque già modificato dalla riforma.

Come conseguenza di tale approccio “non interventista” del legislatore, la disciplina delle operazioni con parti correlate risulta priva di un adeguato apparato sanzionatorio³⁶⁹. I soggetti lesi dal compimento di simili transazioni si vedono costretti a fare affidamento sui rimedi di esistenti (*in primis* le azioni di responsabilità contro gli amministratori), sulla tutela processualpenalistica (laddove ve ne siano i presupposti) e, in massima parte, pur senza intenti risarcitori, sui poteri sanzionatori della Consob esercitati nei casi ammessi dal TUF³⁷⁰.

³⁶⁸ P. MONTALENTI, “Le operazioni con parti correlate”, in *Giur. Comm.*, 2011; CONSOB, “Relazione per l'anno 2012”, Roma, 31 marzo 2013, 32, dove si legge che “*Il Regolamento Consob in materia di operazioni con parti correlate è stato adottato in attuazione di una norma del codice civile (2391-bis), introdotta dalla riforma del diritto societario, che non ha tuttavia attribuito all'Istituto alcuno specifico potere sanzionatorio né configurato specifici reati per la violazione di tale disciplina (diversamente da quanto previsto per violazione dell'art. 2391 del codice civile in materia di interessi degli amministratori). Ne consegue che, in caso di violazione delle regole di correttezza procedurale e sostanziale adottate ai sensi del Regolamento citato, fermi i poteri sanzionatori per la violazione degli obblighi di trasparenza previsti in attuazione dell'art. 114 del Tuf, la Consob può attivare poteri sanzionatori solo nei confronti degli organi di controllo delle società quotate, per violazioni del dovere di vigilanza sull'applicazione della legge previsto dall'art. 149, comma 1, del Tuf. Il quadro delineato affievolisce notevolmente l'efficacia dell'enforcement sulla regolamentazione che non appare sufficientemente esteso e dissuasivo. Da un lato, il potere sanzionatorio amministrativo è limitato alle operazioni con parti correlate di cui l'organo di controllo è venuto a conoscenza e rispetto alle quali gli stessi sindaci non si siano attivati per impedire o rimuovere criticità o per segnalare le stesse alla Consob. Dall'altro lato, l'attuale quadro sanzionatorio non appare sufficientemente dissuasivo tanto nei confronti di coloro che sono portatori di interessi in conflitto con quello della società, quali i titolari di deleghe gestionali gestione che hanno promosso operazioni non rispondenti all'interesse della società, quanto nei confronti degli amministratori indipendenti a cui la regolamentazione attribuisce un ruolo centrale nella verifica della correttezza sostanziale dell'operazione. Per un'efficace vigilanza sarebbe, pertanto, auspicabile la previsione di una specifica sanzione amministrativa pecuniaria nei confronti degli amministratori delle società quotate per la violazione della disciplina in materia di operazioni con parti correlate di cui al combinato disposto dell'art. 2391-bis del codice civile e del Regolamento Consob di attuazione.*”.

³⁶⁹ Anche in tempi recenti, la dottrina ha lamentato le carenze della disciplina dal punto di vista dell'enforcement. Si veda, ad esempio, L. ENRIQUES, “Quella multa che colpisce solo gli indipendenti nel Cda”, 9 maggio 2014, www.lavoce.info.

³⁷⁰ La sanzione amministrativa non è certamente idonea a risarcire i soggetti lesi in quanto tra i suoi obiettivi non vi è “*la soddisfazione delle istanze soddisfattive o riparatorie degli interessi dei soggetti che a causa della commissione dell'atto illecito abbiano subito un pregiudizio.*”, così W. TROISE MANGONI, “Il potere sanzionatorio

Non solo non vi sono norme che sanzionino gli amministratori o i sindaci per la violazione delle procedure opc adottate o, comunque, per la violazione dei principi di cui al Regolamento, ma non vi sono neppure, né nel TUF né in altre fonti, norme che prescrivano sanzioni in caso di violazione da parte degli emittenti nell'adozione delle procedure OPC. In quest'ultimo caso si potrebbe ricorrere alle tutele di cui al D.Lgs. 231/2001 in materia di responsabilità amministrativa degli enti per mancata predisposizione di un adeguato modello organizzativo interno (ovviamente in presenza dei prescritti presupposti applicativi), che dovrebbe comprendere anche un'idonea procedura per le operazioni con parti correlate. Ma pare francamente poca cosa rispetto alla moltitudine di casi e modalità con cui il Regolamento e le procedure adottate possono essere trasgrediti.

Non si può, dunque, parlare di “sanzioni per la violazione delle procedure opc”, né di “sanzioni per la violazione del Regolamento”, in quanto, a ben guardare, non esiste alcuna specifica sanzione. I rimedi vanno ricercati altrove, nel diritto civile, nelle azioni di responsabilità; nel diritto penale, nei procedimenti per i reati di *market abuse* e altri reati di natura finanziaria; nel diritto amministrativo, nelle sanzioni che la Consob e Banca d'Italia possono irrogare ai sensi del TUF e del TUB per le ipotesi ivi previste.

2.1 L'azione sociale di responsabilità esercitata dagli azionisti. Uso limitato del private enforcement per le operazioni con parti correlate

È noto che le azioni di responsabilità di cui agli artt. 2393 ss. del codice civile non sono il rimedio prediletto dagli azionisti nell'ordinamento italiano. Infatti, spesso la responsabilità degli amministratori viene accertata solo quando la società si trova in una situazione economica difficile, sull'orlo della bancarotta o comunque con un debito non più occultabile. In tali circostanze, le azioni contro gli amministratori sono di solito incardinate in processi penali per reati societari o esperite in sede civile dal curatore fallimentare *ex art. 146 della legge fallimentare*³⁷¹. Il *trend* è il medesimo anche

della Consob. Profili procedurali e strumentalità rispetto alla funzione regolatoria”, Milano, 2013, 6, il quale riprende M.A. Sandulli, voce Sanzioni, IV) Sanzioni Amministrative, in Enc. Giur., Roma, 1992.

³⁷¹ Come infatti rileva F. BONELLI, “Responsabilità degli amministratori di s.p.a.”, in Giur. Comm., 3, 2004, 621, “l'azione «sociale» - salvo che sia esercitata dal curatore fallimentare *ex art. 146 comma 2 l. fall. e 2394-bis* - deve essere deliberata dalla maggioranza dell'assemblea (art. 2393), è raro che essa venga esercitata fuori dal fallimento: gli amministratori, infatti sono in genere legati in vari modi alla maggioranza assembleare che li ha nominati [...] e che - quindi - per lo più non intende agire contro i «propri» amministratori.”. Conf. F. CENTONZE, “Il concorso mediante omissione degli amministratori senza delega nei reati posti in essere dagli amministratori”, in Riv. Soc. 2007, 724, secondo il quale “[è] storia antica nel nostro Paese che i dissesti e le bancarotte societarie presentino come inevitabile corollario un'inchiesta, eventualmente un processo penale e spesso anche una condanna a carico di gran parte dei componenti del consiglio di amministrazione: deleganti e delegati, non esecutivi ed esecutivi, sono destinati a confluire tutti insieme, senza doverose distinzioni tra differenti poteri e doveri in capo agli stessi, nel medesimo circuito dei

nell'Europa continentale³⁷².

Vero è che nel diritto anglosassone le azioni in sede civile sono più frequenti³⁷³, più eterogenee³⁷⁴ e, soprattutto, hanno tempistiche più rapide (tanto che in passato alcuni ricorrenti italiani hanno preferito rivolgersi ai giudici americani piuttosto che alle corti interne³⁷⁵), tuttavia, ciò non toglie che, anche in tali realtà, le azioni esercitate contro amministratori delle società quotate siano molto meno frequenti di quelle concernenti le *private companies*, anche perché nelle prime i rimedi di *exit* sono di solito preferiti, oltre che incoraggiati dallo stesso legislatore³⁷⁶.

processi mediatici prima e della giustizia penale poi”. Medesimo – e forse anche peggiore – quadro nel caso di azioni di responsabilità esercitate dalle minoranze azionarie, infatti “*ad oggi [...] non si ha notizia dell'esperimento di alcuna azione minoritaria contro amministratori di società per azioni. E, come si vedrà, tale circostanza non risulta certo attribuibile alla efficacia deterrente che lo strumento è riuscito ad esprimere contro la proposizione di iniziative temerarie*” (così D. LATELLA, “L'azione sociale di responsabilità esercitata dalla minoranza”, Giappichelli 2007, 1); D. LATELLA, “Shareholder Derivative Suits: A Comparative Analysis and the Implications of the European Shareholders' Rights Directive”, 6 Eur. Company & Fin. L. Rev. 307, 319 (2009), ove l'autore conferma che “*At present, there are no suits exerted in Italy and, therefore, no data available.*”; P. GIUDICI, “Representative Litigation in Italian Capital Markets: Italian Derivative Suits and (if ever) Securities Class Actions”, 6 Eur. Company & Fin. L. Rev. 246, 249 (2009), secondo cui “[T]he Italian derivative action exists on paper, but not in the real world”.

Va rilevato che anche in Inghilterra le azioni contro gli amministratori sono spesso avviate quanto la società è in liquidazione (D. FRENCH – S. MAYSON – C. RYAN, “Company Law”, Oxford, 2014, 545).

³⁷² M. GELTER, “Why do Shareholder Derivative Suits Remain Rare in Continental Europe?”, in Brooklyn Journal of International Law, vol. 37, no. 3, 2012, in particolare nota 16.

³⁷³ Si vedano D. LATELLA, “L'azione sociale di responsabilità esercitata dalla minoranza”, Giappichelli 2007, 17, nt. 7, nonché quanto riportato in B. CHEFFINS – B. BLACK, “Outside Director Liability Across Countries”, ECGI Law Working Paper No. 71/2006, 1393, dove gli autori affermano che “*the legal environment in the United States is uniquely hospitable to litigation against directors.*” E p. 1394, ove si afferma che “*between 1991 and 2004, 3,263 federal securities class action cases were filed in U.S. federal courts, an average of just over 230 each year. A study of court filings for 1999- 2000 implies that 140 public companies incorporated in Delaware face lawsuits annually alleging breaches of fiduciary duty by their directors [...]*”.

³⁷⁴ Si pensi al caso di azione per *unfair prejudice* disciplinato dagli artt. 994 ss. del CA 2006 e relativo ai casi in cui gli affari della società siano condotti in modo pregiudizievole nei confronti di una minoranza (“*that the company's affairs are being or have been conducted in a manner that is unfairly prejudicial to the interests of members generally or of some part of its members*”). In particolare, tale rimedio può essere azionato da ciascun socio, senza necessità di una minoranza azionaria qualificata, sia nei confronti degli amministratori che nei confronti degli altri soci in quanto, come rilevato da D. GREENE, “Shareholder Claims”, Bristol, 2012, 6, al quale si rinvia per ulteriori approfondimenti, l'istituto del ricorso per *unfair prejudice* consente di compensare gli eccessi derivanti dall'applicazione della regola di maggioranza.

³⁷⁵ Ne è una dimostrazione la vicenda Parmalat del 2003 in cui “*both Parmalat's Extraordinary Commissioner and investors have brought civil actions in the US, escaping the jurisdiction of Italian courts*” preferendo “*the array of weapons that US civil procedure offers plaintiffs in complex cases regarding collective interests*” (così G. FERRARINI – P. GIUDICI, “Financial scandals and the role of private enforcement: the Parmalat case”, ECGI law working paper n. 40/2005, 4).

³⁷⁶ R. TOMASIC, “Shareholder activism and litigation against UK banks - the limits of company law and the desperate resort to human rights claims?”, Paper prepared for Conference on “Directors Duties and Shareholder Litigation in the wake of the Financial Crisis”, The Centre for Business Law and Practice, University of Leeds, 20 September 2010, il quale sottolinea come anche gli investitori istituzionali, essendo più vicini al *management* delle società partecipate, siano restii ad avviare azioni di responsabilità contro gli amministratori. Secondo i dati raccolti dall'autore, dal 2000 al 2010 sono stati solo 8 i casi di *derivative litigation* e solo 1 di questi ha visto coinvolta una *listed company* (il caso relativo alla società quotata è *Harley Street Capital Ltd v Tchigirinsky (No 2) [2005] EWHC 1897 (Cb), [2006] BCC 209*); J. ARMOUR - B. BLACK - B. CHEFFINS - R. NOLAN, “Private Enforcement of Corporate Law: An Empirical Comparison of the United Kingdom and the United States”, in Journal of Empirical Legal

La dottrina e le istituzioni internazionali hanno per lungo tempo cercato di comprendere i motivi per cui il *private enforcement*, nella forma delle azioni di responsabilità esercitate dagli azionisti, non venga ampiamente utilizzato. In un recente contributo, Martin Gelter³⁷⁷ ha individuato i quattro principali incentivi alla promozione delle azioni di responsabilità da parte dei soci: (i) assenza di una quota di capitale minima per l'esercizio dell'azione; (ii) allocazione soddisfacente dei costi processuali³⁷⁸; (iii) garanzia di accesso alle informazioni per i soci che agiscono in giudizio; e (iv) possibilità per i soci che agiscono in giudizio di citare non solo gli amministratori ma anche i soci di controllo qualora il danno prodotto sia ricollegabile alla volontà di questi³⁷⁹. Certamente, vi sono anche altre ragioni che depotenziano l'utilizzo delle azioni di responsabilità, in particolare se si guarda all'ordinamento italiano³⁸⁰. Non potendosi affrontare in questa sede il tema in maniera compiuta, data l'ampiezza e la complessità dello stesso, qui ci si limita a rilevare che, per tutti i suddetti motivi, le azioni di responsabilità non costituiscono rimedio primario nemmeno in casi

Studies, Volume 6, Issue 4, 2009, 687 ss.

³⁷⁷ M. GELTER, "Why do Shareholder Derivative Suits Remain Rare in Continental Europe?", in *Brooklyn Journal of International Law*, vol. 37, no. 3, 2012, 856.

³⁷⁸ Secondo il citato M. GELTER, "Why do Shareholder Derivative Suits Remain Rare in Continental Europe?", in *Brooklyn Journal of International Law*, vol. 37, no. 3, 2012, 862 ss., l'incertezza sull'esito dell'azione sociale di responsabilità funge da deterrente per i soci i quali, in Europa, sono obbligati a pagare le spese legali della controparte in caso di esito negativo. Diversamente, l'utilizzo della "American Rule" nella procedura civile americana, impone a ciascuna parte di pagare le proprie spese legali, eliminando così il suddetto disincentivo. Secondo l'autore, anche i costi di avvio del procedimento possono avere un'influenza negativa sull'utilizzo delle azioni di responsabilità. Il problema dei costi delle azioni di responsabilità esercitate dai soci di minoranza è stato rilevato anche dall'OECD, "Related Party Transactions and Minority Shareholders Rights", 2012, reperibile sul sito dell'OECD, 14, "In particular, derivative law suits are rare since financial incentives are lacking (i.e. litigants might have to cover all the costs of the action but awards are paid to the company).".

³⁷⁹ Sulla scorta di quanto avviene nel nostro ordinamento per le S.r.l. ai sensi dell'art. 2476, comma 7, c.c., nel caso in cui il socio (non amministratore) si ingerisca nella gestione sociale (la responsabilità del socio amministratore di S.r.l. rimane disciplinata dall'art. 2476, commi 1 e 6, c.c., dando dunque rilevanza alla posizione di amministratore più che a quella di socio, così Trib. Salerno, Sez. I, 9 marzo 2010).

³⁸⁰ In certe giurisdizioni, come quella italiana, non è secondario il problema delle tempistiche delle giustizia civile, che certamente scoraggia gli azionisti di minoranza – soprattutto se istituzionali – i quali hanno di solito maggior interesse a disinvestire piuttosto che ad avviare un procedimento giudiziale che, al netto dei due gradi di giudizio di merito e del grado di legittimità in Cassazione, dura all'incirca una decina d'anni. Altro limite è che l'azione sociale di responsabilità è un rimedio *ex post*, nel senso che non impatta sull'operazione "incriminata" in quanto questa, nella maggior parte dei casi, è già stata compiuta – e ha probabilmente prodotto dei danni – nel momento in cui si avvia il procedimento in tribunale (in tal senso M. GELTER, "Why do Shareholder Derivative Suits Remain Rare in Continental Europe?", in *Brooklyn Journal of International Law*, vol. 37, no. 3, 2012, 876, rileva la differenza col diritto statunitense). Pertanto, l'unico ristoro che la società potrà ottenere dal successo dell'azione di responsabilità, è il risarcimento dei danni (spesso non sufficiente a ristorare effettivamente le perdite subite). Deve anche considerarsi lo scarso incentivo degli azionisti ad agire in giudizio contro gli amministratori in nome e per conto della società, ciò in quanto l'eventuale beneficio ottenuto dall'attore rimane commisurato all'incremento di valore della sua quota di partecipazione. Infine, non ultimo è il problema dell'impatto mediatico di un'azione di responsabilità avviata contro gli amministratori di una società quotata.

particolarmente gravi come quelli concernenti operazioni con parti correlate.

Come si è visto nei precedenti paragrafi, sia per FonSai che per Parmalat, il Fondo Amber Capital ha effettuato una denuncia ai rispettivi collegi sindacali, segnalando inoltre le varie irregolarità alla Consob. Le azioni di responsabilità avviate, soprattutto contro gli amministratori di FonSai, sono scaturite dalle varie indagini condotte dalla Procura competente e dalla Consob, ma non sono state il primo rimedio cui si è fatto ricorso³⁸¹. Certo è che l'utilizzo dei rimedi di carattere giuspenalistico o giusamministrativistico serve ad ottenere dei provvedimenti che velocizzano anche il procedimento civile in quanto rendono maggiormente chiare situazioni particolarmente complesse.

Occorre dunque analizzare le altre strade che gli azionisti di minoranza (o comunque gli azionisti non correlati) possono percorrere per far rilevare le irregolarità nel contesto di una operazione con parti correlate.

2.2 I rimedi di natura penale (cenni)

I reati societari maggiormente presi in considerazione nel caso di operazioni con parti correlate sono i seguenti:

(i) Ostacolo all'attività di vigilanza e di controllo.

In tale categoria di reati possono farsi rientrare le fattispecie di cui agli artt. 2638 c.c., 170-*bis* TUF e 2625 c.c..

Gli articoli 2638 c.c. e 170-*bis* TUF prevedono sanzioni per i soggetti che ostacolano l'attività di vigilanza ed hanno come scopo immediato quello di tutelare il buon andamento dell'attività delle autorità di vigilanza (mentre lo scopo ultimo della norma è chiaramente la tutela del risparmio). Tuttavia, mentre l'art. 170-*bis* – applicabile solo ove la condotta non rientri nel perimetro applicativo dell'art. 2638 c.c. – si riferisce solo all'attività della Consob e di Banca d'Italia ed è generico per quanto riguarda il soggetto agente, configurando così un reato comune (“*chiunque ostacola le funzioni di vigilanza*”)³⁸², l'art. 2638, comma 1, c.c. si applica solo a “*gli amministratori, i*

³⁸¹ Diversamente, in Inghilterra non è cosa comune che le azioni in sede civile scaturiscano da procedure sanzionatorie della FCA, come rilevato da J. ARMOUR – C. MAYER – A. POLO, “Regulatory Sanctions and Reputational Damage in Financial Markets”, Oxford Legal Studies n. 62/2010, 12, dove gli autori specificano che “*in contrast to the US, the announcement of an FSA enforcement action is unlikely to trigger any private litigation. Securities litigation, for example, is practically non-existent in the UK.*”

³⁸² Secondo parte della dottrina l'art. 170-*bis*, essendo stato introdotto con la direttiva sul *Market Abuse*,

direttori generali, i dirigenti preposti alla redazione dei documenti contabili societari, i sindaci e i liquidatori di società o enti e gli altri soggetti sottoposti per legge alle autorità pubbliche di vigilanza, o tenuti ad obblighi nei loro confronti, i quali nelle comunicazioni alle predette autorità previste in base alla legge, al fine di ostacolare l'esercizio delle funzioni di vigilanza, espongono fatti materiali non rispondenti al vero, ancorché oggetto di valutazioni, sulla situazione economica, patrimoniale o finanziaria dei sottoposti alla vigilanza ovvero, allo stesso fine, occultano con altri mezzi fraudolenti, in tutto o in parte fatti che avrebbero dovuto comunicare, concernenti la situazione medesima, sono puniti con la reclusione da uno a quattro anni. [...]". Nell'art. 2368, comma 1, c.c., non v'è dunque un esplicito riferito a quali siano le autorità di vigilanza la cui attività viene tutelata. Tale incertezza ha condotto la dottrina ad includere nell'elenco qualsiasi autorità che abbia natura pubblicistica³⁸³.

Come è stato chiarito da una recente Cassazione, la previsione di cui all'art. 2638, comma 1, c.c., descrive un reato di mera condotta la cui consumazione avviene nel momento in cui *"viene celata all'organo di vigilanza, attraverso una delle condotte alternative previste dalla menzionata disposizione normativa, la realtà economica, patrimoniale o finanziaria dei soggetti sottoposti al controllo delle autorità pubbliche di vigilanza"*³⁸⁴. L'ipotesi descritta dalla suddetta norma ricalca in parte quanto previsto dai reati di false comunicazioni sociali *ex artt.* 2621 e 2622 c.c. che però, come si dirà più avanti, sono posti a tutela dei soci e della società più che del mercato e dell'attività delle autorità di vigilanza.

L'art. 2638, comma 2, c.c., diversamente dal comma 1, descrive una condotta generica, più simile a quella di cui all'art. 170-*bis* TUF³⁸⁵, per gli stessi soggetti di cui al primo comma che *"in qualsiasi forma, [...] consapevolmente"* ostacolano le funzioni delle attività di vigilanza. In tale ultimo caso, si tratta di un reato evento in quanto la punibilità è collegata all'effettivo verificarsi di un ostacolo alle attività di vigilanza³⁸⁶. Le modalità della condotta lesiva possono essere le più varie (*"in qualsiasi forma"*), concretizzandosi in condotte ostruzionistiche, di opposizione, di mancata

dovrebbe essere applicabile solo ove l'ostacolo si riferisca all'attività di vigilanza della Consob in tale specifica materia. Per tale tesi si veda R. ZANNOTTI, "Il nuovo diritto penale dell'economia", Milano, 2008.

³⁸³ Dunque, oltre a Consob e Banca d'Italia, anche Ivass, Antitrust, Garante per le comunicazioni e garante per la protezione dei dati personali (F. ANTOLISEI, "Manuale di diritto penale. Leggi complementari", Giuffrè, 2007, 492).

³⁸⁴ Così Cass. Pen., Sez. V, 4 luglio 2013, n. 51897. In dottrina, l'opinione è ampiamente condivisa (F. ANTOLISEI, "Manuale di diritto penale. Leggi complementari", Giuffrè, 2007, 486).

³⁸⁵ La somiglianza tra le due fattispecie è stata rilevata in dottrina da F. ANTOLISEI, "Manuale di diritto penale. Leggi complementari", Giuffrè, 2007, 553, il quale non ha mancato di segnalare il rischio di sovrapposizione delle due norme.

³⁸⁶ Per ulteriori approfondimenti sull'art. 2638 c.c., si rinvia a O. CAPOLINO – R. D'AMBROSIO, "La tutela penale dell'attività di vigilanza", quaderni di ricerca giuridica Banca d'Italia, n. 67/2009, in particolare 38 ss.

collaborazione, di distruzione o occultamento di documenti, di trasmissione di notizie con modalità tali da intralciare o ritardare la funzione di controllo, che impediscano o rendano difficoltoso l'esercizio delle funzioni di vigilanza³⁸⁷. Infine, per quanto riguarda l'elemento soggettivo, la dottrina ha rilevato che l'avverbio “*consapevolmente*” utilizzato nell'art. 2368, comma 2, c.c., indica la necessità di un dolo specifico per la configurazione della fattispecie che, diversamente, non sarebbe necessario per la fattispecie di cui all'art. 170-*bis* TUF (per il quale basterebbe dunque un dolo eventuale).

La fattispecie di “impedito controllo” di cui all'art. 2625 c.c. si sostanzia nella condotta degli “*amministratori che, occultando documenti o con altri idonei artifici, impediscono o comunque ostacolano lo svolgimento delle attività di controllo e legalmente attribuite ai soci o ad altri organi sociali*”³⁸⁸. Mentre il primo comma della disposizione prevede una sanzione amministrativa pecuniaria, il secondo comma prevede la pena della reclusione fino ad un anno “*se la condotta ha cagionato un danno ai soci*”, con aggravio della pena qualora si tratti di una società quotata o con titoli diffusi. Il reato di cui al comma 2 è procedibile solo a querela della persona offesa.

(ii) False comunicazioni sociali (già falso in bilancio) ex artt. 2621 e 2622 c.c.

Il compimento di operazioni con parti correlate e le perdite ad esse connesse, vengono spesso occultati mediante alterazione dei dati contenuti nei documenti contabili, a dimostrazione del fatto che la trasparenza nel condurre tali operazioni, è materia di interesse sia per gli studiosi di diritto societario – in quanto concerne le regole di *governance* della società – sia per i cultori di contabilità³⁸⁹. Non sorprende, dunque, che il reato di false comunicazioni sociali, noto anche come falso in bilancio, sia uno dei principali addebiti contestati agli amministratori e dirigenti di Fonsai nel corso dei procedimenti penali scaturiti dalle indagini delle procure di Milano e Torino. Le fattispecie da considerare sono due e sono contenute, rispettivamente, negli artt. 2621 e 2622 c.c..

³⁸⁷ L'elencazione delle possibili condotte rientranti nella fattispecie di cui all'art. 2638, comma 2, c.c. è contenuta in F. ANTOLISEI, “Manuale di diritto penale. Leggi complementari”, Giuffrè, 2007, 499.

³⁸⁸ La fattispecie è stata modificata dal D.Lgs. 27 gennaio 2010, n. 39, che ha eliminato il riferimento all'impedito controllo di natura contabile, oggi contenuto nell'art. 29 del predetto decreto legislativo.

³⁸⁹ Infatti, come si è detto nel primo capitolo del presente lavoro, le “parti correlate” sono state studiate principalmente in materia contabile, dando vita all'elaborazione dello IAS 24 e dell'art. 2427, comma 22-*bis* c.c..

L'art. 2621 c.c., recentemente modificato dalla legge 27 maggio 2015, n. 69, contiene una ipotesi di reato configurabile qualora *“gli amministratori, i direttori generali, i dirigenti preposti alla redazione dei documenti contabili societari, i sindaci e i liquidatori, [...] al fine di conseguire per sé o per altri un ingiusto profitto, nei bilanci, nelle relazioni o nelle altre comunicazioni sociali dirette ai soci o al pubblico, previste dalla legge, consapevolmente espong[a]no fatti materiali non rispondenti al vero ovvero omett[a]no fatti materiali rilevanti la cui comunicazione è imposta dalla legge sulla situazione economica, patrimoniale o finanziaria della società o del gruppo al quale essa appartiene, in modo concretamente idoneo ad indurre altri in errore, [...]”*.

A seguito della riforma operata dalla già citata legge n. 69/2015, sono stati eliminati i commi da 3 a 5 dell'art. 2621 c.c. (che prevedevano una serie di attenuanti) e sono stati introdotti gli artt. 2621-*bis* e 2621-*ter*, contenenti ipotesi di riduzione di pena nel caso in cui il fatto sia *“di lieve entità, tenuto conto della natura e delle dimensioni della società e delle modalità o degli effetti della condotta”* o nel caso in cui il fatto riguardi una società che non superi i limiti di *“fallibilità”* di cui all'art. 1 della legge n. 267/1942. Si tenga inoltre presente che il suddetto reato viene considerato ai fini della responsabilità amministrativa della società *ex* D.Lgs. 231/2001³⁹⁰.

L'art. 2622 c.c., anch'esso riformato dalla legge n. 69/2015, risulta ora identico al precedente art. 2621 c.c. per quanto concerne la condotta e i soggetti attivi³⁹¹, distinguendosi solo in funzione del soggetto passivo. Avendosi infatti la medesima condotta delle false comunicazioni sociali a danno di una società i cui titoli sono ammessi a negoziazione sul mercato, il reo sarà punito con la reclusione da tre ad otto anni³⁹².

(iii) Infedeltà degli organi sociali

³⁹⁰ Cass. Pen., Sez 5, n. 40380 del 26 aprile 2012 ha chiarito che *“In tema di responsabilità degli enti per il delitto di false comunicazioni sociali, qualora l'appostazione nel bilancio di una società di dati infedeli è finalizzata a far conseguire alla medesima illeciti risparmi fiscali il reato deve ritenersi commesso nell'interesse della persona giuridica.”*

³⁹¹ L'attuale testo della norma (di cui si riporta il solo primo comma) prevede che *“Gli amministratori, i direttori generali, i dirigenti preposti alla redazione dei documenti contabili societari, i sindaci e i liquidatori di società emittenti strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato italiano o di altro Paese dell'Unione europea, i quali, al fine di conseguire per sé o per altri un ingiusto profitto, nei bilanci, nelle relazioni o nelle altre comunicazioni sociali dirette ai soci o al pubblico consapevolmente espongono fatti materiali non rispondenti al vero ovvero omettono fatti materiali rilevanti la cui comunicazione è imposta dalla legge sulla situazione economica, patrimoniale o finanziaria della società o del gruppo al quale la stessa appartiene, in modo concretamente idoneo ad indurre altri in errore, sono puniti con la pena della reclusione da tre a otto anni.”*

³⁹² Nessun riferimento rimane, nella nuova formulazione, all'aggravio di pena previsto nel caso in cui *“il fatto cagion[ì] un grave nocumento ai risparmiatori?”* (art. 2622, comma 5, c.c. vecchia formulazione). Per un commento alla nuova disciplina del falso in bilancio si rinvia a R. RICCI, *“Il nuovo reato di false comunicazioni sociali, commento alla legge 27 maggio 2015, n. 69”*, Giappichelli, 2015; F. MUCCIARELLI, *“Le “nuove” false comunicazioni sociali: note in ordine sparso”*, www.dirittopenalecontemporaneo.it, 18 giugno 2015.

Il codice civile prevede una serie di reati aventi come presupposto la sussistenza di un concreto conflitto di interessi tra gli amministratori (e gli altri soggetti attivi indicati dalle varie fattispecie) e la società presso cui operano. Prevedendo tali fattispecie incriminatrici, il legislatore ha inteso tutelare “*i beni sociali contro atti di disposizione dei titolari del potere che, agendo a vantaggio proprio, cagionino danni patrimoniali all'ente amministrato*”³⁹³. Parte della dottrina, ha peraltro sostenuto che, in particolare con riferimento al reato di infedeltà patrimoniale *ex art. 2364 c.c.*, l'interesse giuridico tutelato sia lo stesso dovere di correttezza degli amministratori³⁹⁴, il che avrebbe maggiormente senso considerando anche l'impatto della riforma sull'art. 2391 c.c., oggi incentrato sulla necessità di trasparenza in seno al CdA più che sul mero conflitto di interessi.

La disposizione principale relativa al tema della “infedeltà” degli organi sociali è l'art. 2634, comma 1, c.c., recante il reato di infedeltà patrimoniale, peraltro contestato dalla procura torinese a molti dei componenti del vecchio CdA Fonsai. La norma in esame stabilisce che “*Gli amministratori, i direttori generali e i liquidatori, che, avendo un interesse in conflitto con quello della società, al fine di procurare a sé o ad altri un ingiusto profitto o altro vantaggio, compiono o concorrono a deliberare atti di disposizione dei beni sociali, cagionando intenzionalmente alla società un danno patrimoniale, sono puniti con la reclusione da sei mesi a tre anni.*”. La fattispecie non si applica qualora il vantaggio si risolva a favore di una società collegata o appartenente al gruppo, in ossequio alla teoria dei vantaggi compensativi.

Peraltro, dal punto di vista dei soggetti attivi, pur trattandosi di reato proprio, nulla esclude che i sindaci concorrano al reato mediante una condotta omissiva, sanzionabile *ex art. 40, comma 1, c.p.*.

Il reato è procedibile esclusivamente a querela della persona offesa che, in tal caso, è principalmente la società³⁹⁵. Su quest'ultimo punto, la dottrina è divisa tra chi ritiene che la querela possa essere proposta solo dalla società e chi invece ritiene si debba estendere la legittimazione attiva anche al singolo socio qualora patisca il danno derivante dalla condotta dell'amministratore³⁹⁶.

³⁹³ Così si esprime F. ANTOLISEI, “Manuale di diritto penale. Leggi complementari”, Giuffrè, 2007, 417.

³⁹⁴ In tal senso V. MILITIELLO, “I reati di infedeltà”, in *Dir. Pen. Processo*, 2002, 702.

³⁹⁵ Per F. ANTOLISEI, “Manuale di diritto penale. Leggi complementari”, Giuffrè, 2007, 441, proprio alla procedibilità a querela è da imputarsi la scarsa operatività concreta della fattispecie.

³⁹⁶ Per tale ultima ipotesi si veda, ad esempio L. D. CERQUA, “Diritto penale delle società”, Cedam, 2014, 535; *sub art. 2634 c.c.*, Commentario al Codice Civile a cura di P. Cendon; *contra* F. ANTOLISEI,

Vi è poi l'art. 2629-*bis* c.c., introdotto dalla Legge n. 262/2005, che disciplina una fattispecie di reato simile a quella di infedeltà patrimoniale e, pertanto, tipicamente riscontrabile nei casi di operazione con parti correlate. La norma citata sanziona, con la reclusione da uno a tre anni, l'omessa comunicazione del conflitto di interessi di cui all'art. 2391, comma 1, c.c., da parte di un amministratore di una società quotata, di una banca o di altro soggetto sottoposto a vigilanza quando, da tale omissione, deriva un pregiudizio alla società o a terzi. Come per l'infedeltà patrimoniale, anche la fattispecie *de qua* si concretizza solo qualora la condotta degli amministratori produca effettivamente un danno³⁹⁷, sulla natura del quale si è peraltro pronunciata una recentissima Cassazione, sostenendo che lo stesso non deve necessariamente avere carattere patrimoniale³⁹⁸.

(iv) Illecita influenza sull'assemblea ex art. 2636 c.c.

Altra ipotesi di reato da prendere in considerazione nel caso di opç è quella di illecita influenza sull'assemblea *ex art. 2636 c.c.*, che punisce, con la reclusione da sei mesi a tre anni, “*chiunque, con atti simulati o fraudolenti, determina la maggioranza in assemblea, allo scopo di procurare a sé o ad altri un ingiusto profitto*”. Secondo la dottrina maggioritaria, la norma si pone a tutela del corretto funzionamento degli organi societari e della trasparenza e regolarità del procedimento formativo della volontà assembleare³⁹⁹. Ma v'è chi in passato ha sostenuto che la fattispecie, con riferimento alla sua formulazione precedente⁴⁰⁰, si ponesse a tutela delle minoranze azionarie⁴⁰¹.

Trattandosi, dopo la riforma del 2003, di reato comune – la norma contiene un generico riferimento a “*chiunque*” commetta la violazione, quando la vecchia formulazione faceva espresso riferimento agli amministratori – tale condotta potrebbe

“Manuale di diritto penale. Leggi complementari”, Giuffrè, 2007, 441.

³⁹⁷ Cass. Pen., Sez. V, sentenza n. 5848 del 13 novembre 2012; F. ANTOLISEI, “Manuale di diritto penale. Leggi complementari”, Giuffrè, 2007, 449.

³⁹⁸ Cass. Pen., Sez. V, sentenza n. 29605 del 7 luglio 2014, in cui i giudici di legittimità, in relazione all'art. 2629-*bis* c.c., hanno affermato che “*il richiamo alla nozione di danno o di nocumento deve intendersi dimostrativo di una dimensione non strettamente patrimoniale del pregiudizio rilevante ai fini della configurabilità del reato*”.

³⁹⁹ Così E. MUSCO, “I nuovi reati societari”, Giuffrè, 2007, 171.

⁴⁰⁰ L'art. 2636 c.c. trova il suo antecedente nell'abrogato art. 2360, comma 1, n. 3), c.c. che puniva gli amministratori di società di capitali che avessero influito “*sulla formazione della maggioranza dell'assemblea, valendosi di azioni o di quote non collocate o facendo esercitare sotto altro nome il diritto di voto spettante alle proprie azioni o quote, ovvero usando altri mezzi illeciti*”.

⁴⁰¹ L. ORSI, “Assemblea: omessa convocazione dopo trenta giorni”, in Guida al dir., 24 Ore CSM, Milano, 2002, XVI, p. 74.

essere ascrivibile anche ai soci di maggioranza. Inoltre, a differenza di altre fattispecie, quella *de qua* si configura come reato evento, non essendo necessaria la produzione del danno.

(v) Le ipotesi di aggio

Le ipotesi di aggio sono certamente quelle più frequenti nel caso di operazioni con parti correlate, come peraltro testimoniato dai procedimenti penali concernenti il caso Fonsai. A seguito delle modifiche introdotte dalla riforma del 2003 e, successivamente, dalla legge risparmio nel 2006, il quadro normativo si è arricchito di ulteriori fattispecie, tutte comunque riconducibili alla previsione generale di aggio di cui all'art. 501 c.p. ("Rialzo e ribasso fraudolento di prezzi sul pubblico mercato e nelle borse di commercio")⁴⁰².

Come è noto, l'aggio consiste in una condotta idonea ad alterare il prezzo di titoli e merci negoziati sul mercato, con il risultato che i risparmiatori e gli operatori modificano le proprie scelte di acquisto o di vendita basandosi su dati non veritieri o comunque fraudolentemente resi pubblici. Tale condotta è sanzionata, nelle sue diverse sfumature, da varie norme, oltre che dal già citato art. 501 c.p..

In primo luogo va considerato il reato di aggio bancario e su strumenti finanziari di cui all'art. 2637 c.c.⁴⁰³, la cui introduzione ha determinato l'abrogazione delle fattispecie del c.d. "aggio bancario" *ex* art. 138 TUB⁴⁰⁴ e dell'aggio su strumenti finanziari precedentemente regolato dall'art. 181 TUF⁴⁰⁵, nonché del c.d.

⁴⁰² L'unica eccezione è l'ipotesi di aggio prevista dall'art. 187-ter, commi 1 e 3, TUF, che è sanzionata solo a titolo di illecito amministrativo e rimane di competenza della Consob.

⁴⁰³ La norma prevede che "*Chiunque diffonde notizie false, ovvero pone in essere operazioni simulate o altri artifici concretamente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari non quotati o per i quali non è stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato, ovvero ad incidere in modo significativo sull'affidamento che il pubblico ripone nella stabilità patrimoniale di banche o di gruppi bancari, è punito con la pena della reclusione da uno a cinque anni.*"

⁴⁰⁴ Secondo l'art. 138 TUB "*Chiunque divulga, in qualunque forma, notizie false, esagerate o tendenziose riguardanti banche o gruppi bancari, atte a turbare i mercati finanziari o a indurre il panico nei depositanti, o comunque a menomare la fiducia del pubblico, è punito con le pene stabilite dall'art. 501 del codice penale. Restano fermi l'art. 501 del codice penale, l'art. 2628 del codice civile e l'art. 5 della legge 17 maggio 1991, n. 157.*". L'abrogazione implicita è sostenuta da *sub* art. 2637 c.c., Commentario al Codice Civile a cura di P. Cendon.

⁴⁰⁵ L'art. 181 TUF, nella sua vecchia formulazione, prevedeva che "*1. Chiunque divulga notizie false, esagerate o tendenziose, ovvero pone in essere operazioni simulate o altri artifici idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari o l'apparenza di un mercato attivo dei medesimi, è punito con la reclusione fino a tre anni e con la multa da uno a cinquanta milioni di lire. 2. Se si verifica la sensibile alterazione del prezzo o l'apparenza di un mercato attivo, le pene sono aumentate. 3. Le pene sono raddoppiate: a) nei casi previsti dal terzo comma dell'art. 501 del codice penale; b) se il fatto è commesso dagli azionisti che esercitano il controllo a norma dell'art. 93, dagli amministratori, dai liquidatori, dai direttori generali, dai dirigenti, dai sindaci e dai revisori dei conti di imprese di investimento o di banche che esercitano servizi di investimento, ovvero da agenti di cambio o da componenti o dipendenti della CONSOB; c)*

“aggiotaggio societario” previsto dalla vecchia formulazione dell’art. 2628 c.c.⁴⁰⁶, contribuendo peraltro a limitare l’incertezza circa il possibile concorso apparente tra le varie fattispecie precedentemente esistenti⁴⁰⁷. L’interesse tutelato dalla norma trova fondamento nella tutela dell’economia pubblica, rappresentata, da un lato, dalla stabilità dei mercati finanziari e dall’affidamento in essi riposto dagli operatori, dall’altro dall’affidamento dei risparmiatori sul sistema bancario. La genericità di tali interessi rende il reato procedibile d’ufficio.

La condotta illecita descritta dall’art. 2367 c.c. è varia, potendo consistere sia in una diffusione di notizie false (“aggiotaggio informativo”) sia nella commissione di operazioni simulate o altri artifici (“aggiotaggio manipolativo”). Tra le condotte considerate idonee alla configurazione del reato di aggiotaggio vi possono essere anche atti di per sé leciti ma che, in determinate situazioni, possono creare confusione ed incertezza tra gli operatori del mercato e i risparmiatori⁴⁰⁸. Trattasi di reato di pericolo concreto, non essendo necessaria l’effettiva sensibile alterazione del prezzo degli strumenti finanziari, ma essendo sufficiente la idoneità della condotta a produrre tale effetto⁴⁰⁹.

Benché la fattispecie sia molto ampia, tale da ricomprendere attività di diversa natura, grazie anche all’introduzione del reato di manipolazione del mercato di cui all’art. 185 TUF, il legislatore ha inteso distinguere l’aggiotaggio codicistico da quello del TUF, limitando il primo, per quanto riguardo l’oggetto, ai soli “*strumenti finanziari non quotati o per i quali non è stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato*”. Ciò implica che, per essere rilevante nel contesto di un’operazione con parti correlate, l’aggiotaggio ex art. 2367 c.c. dovrà riguardare non i titoli della società quotata o diffusa soggetta al Regolamento ma, eventualmente, i titoli della controparte correlata qualora la stessa non sia quotata. Diversamente – qualora l’alterazione del prezzo colpisca i titoli dell’emittente – dovrà applicarsi l’art. 185 TUF

se il fatto è commesso a mezzo della stampa o mediante altri mezzi di comunicazione di massa.”.

⁴⁰⁶ La cui precedente formulazione prevedeva che “*Gli amministratori, i direttori generali, i sindaci e i liquidatori che diffondono notizie false o adoperano altri mezzi fraudolenti atti a cagionare nel pubblico mercato o nelle borse di commercio un aumento o una diminuzione del valore delle azioni della società o di altri titoli ad essa appartenenti, sono puniti con la reclusione da uno a cinque anni e con la multa non inferiore a 309 euro.*”.

⁴⁰⁷ Sul tema si veda F. ANTOLISEI, “Manuale di diritto penale. Leggi complementari”, Giuffrè, 2007, 506.

⁴⁰⁸ Si pensi alla pratica del c.d. *marketing the close*, ossia la conclusione di contratti poco prima della chiusura della seduta borsistica, i quali, come rilevato da Corte App. Milano del 31 marzo 2004, determinano “*un last price (prezzo di chiusura) particolarmente elevato, tale da fuorviare gli investitori, con lo scopo, poi realizzato, di rivendere alla riapertura della seduta di borsa i titoli acquistati al più presto possibile, prima che gli altri operatori possano mettere in atto una strategia adeguata.*”.

⁴⁰⁹ Cass. Pen., sez. V, 27 settembre 2013, n. 4619; Cass. Pen. Sez. V 08 novembre 2012 n. 4324; *sub* art. 2637 c.c., Commentario al Codice Civile a cura di P. Cendon.

di cui si terrà conto più avanti.

Dal punto di vista dei soggetti attivi, l'art. 2637 c.c. contiene un reato comune, riferendosi a “*chiunque*” ponga in essere condotte atte ad alterare sensibilmente il prezzo di titoli negoziati sui mercati regolamentati. Ciò implica che anche soggetti meramente deputati al controllo all'interno della società possano essere imputati per aggio, come peraltro avvenuto in un caso concernente gli amministratori indipendenti di una società quotata⁴¹⁰. Resta comunque ferma la possibilità di concorrere al reato *de qua* mediante omissione ai sensi del combinato disposto degli artt. 110 e 40, comma 2, c.p..

Per ciò che concerne l'elemento soggettivo, occorre rilevare che è sufficiente il mero dolo eventuale, non essendo necessario il dolo specifico – ossia il fine della turbativa di mercato – come invece richiesto dalla fattispecie generale dell'art. 501 c.p.⁴¹¹.

L'art. 185 TUF contiene una fattispecie simile a quella dell'art. 2637 c.c., con la differenza che l'oggetto materiale è rappresentato dagli “strumenti finanziari”, come definiti dall'art. 180 TUF⁴¹².

L'identità della fattispecie *de qua* rispetto a quella di cui all'art. 2367 c.c. è testimoniata dai suoi stessi elementi costitutivi: l'interesse tutelato è generale e non individuale, da cui la procedibilità d'ufficio; si tratta di un reato comune la cui condotta illecita è identica a quella dell'aggio previsto nel codice civile (“*Chiunque diffonde notizie false o pone in essere operazioni simulate o altri artifici?*”); è un reato che si configura qualora vi sia il pericolo concreto di un'alterazione dei prezzi (“*concretamente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari?*”); il dolo richiesto è generico e non specifico.

Tuttavia, rispetto all'art. 2367 c.c., l'art. 185, comma 2, TUF prevede

⁴¹⁰ Secondo Cass. Pen. sez. V, 04 maggio 2011 n. 28932, “*Anche l'amministratore indipendente, avendo, quale amministratore privo di deleghe, l'onere di "agire informato", riveste una posizione di garanzia che ne fa sorgere una responsabilità in relazione alla tutela degli interessi diffusi propri di categorie (azionisti, creditori, dipendenti etc.) che non dispongono di adeguate capacità cognitive della realtà societaria, qualora, percepiti segnali d'allarme sufficienti a rappresentare un fatto dannoso incerto ma ragionevole e concreto, non abbia posto in essere gli strumenti impeditivi in suo possesso.*”

⁴¹¹ In tal senso, F. ANTOLISEI, “Manuale di diritto penale. Leggi complementari”, Giuffrè, 2007, 509. Contrariamente, sembra sostenere la necessità del dolo specifico per la configurazione del reato L. D. CERQUA, “Diritto penale delle società”, Cedam, 2014, 916.

⁴¹² Ai sensi dell'art. 180, comma 1, lett. a), TUF, sono strumenti finanziari “1) gli strumenti finanziari di cui all'articolo 1, comma 2, ammessi alla negoziazione o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato italiano o di altro Paese dell'Unione europea, nonché qualsiasi altro strumento ammesso o per il quale è stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato di un Paese dell'Unione europea; 2) gli strumenti finanziari di cui all'articolo 1, comma 2, ammessi alla negoziazione in un sistema multilaterale di negoziazione italiano, per i quali l'ammissione è stata richiesta o autorizzata dall'emittente.”.

un'aggravante che consente al giudice di “*aumentare la multa fino al triplo o fino al maggiore importo di dieci volte il prodotto o il profitto conseguito dal reato*”.

Infine, la sanzione per il reato di cui all'art. 185 TUF è arricchita da due ulteriori previsioni concernenti: l'art. 186 TUF dispone infatti l'applicazione della interdizione dai pubblici uffici (art. 28 c.p.), l'interdizione dalle cariche gestionali in imprese (art. 32- *bis* c.p.) fino a un massimo di due anni, nonché la pubblicazione della sentenza su quotidiani nazionali; l'art. 187 TUF prevede la confisca “*del prodotto o del profitto conseguito dal reato e dei beni utilizzati per commetterlo*”.

2.3 *Il ricorso alle sanzioni amministrative come valida alternativa al private enforcement*

La sanzione amministrativa è sicuramente il rimedio più snello e rapido contro comportamenti scorretti nel contesto di una operazione con parti correlate⁴¹³. In materia societaria, occorre operare una distinzione tra le sanzioni amministrative previste dal codice civile, la cui irrogazione spetta oggi alla Camera di Commercio competente⁴¹⁴, e le sanzioni previste dalla parte V, Titolo II del TUF, che invece sono irrogate, a seconda dei casi, dalla Consob o da Banca d'Italia.

Per tali ultime sanzioni l'art. 195 TUF individua i caratteri generali della procedura sanzionatoria – poi dettagliata nei rispettivi regolamenti emanati da Consob e Banca d'Italia e comunque ispirata ai principi generali in materia di sanzioni amministrative ai sensi della legge n. 689/1981 – disponendo che la stessa deve rispettare i principi del contraddittorio, della conoscenza degli atti istruttori, della verbalizzazione nonché della distinzione tra funzioni istruttorie e funzioni decisorie. Il provvedimento sanzionatorio, avendo carattere amministrativo, deve essere motivato ed irrogato previa contestazione degli addebiti ai soggetti interessati, che hanno facoltà di presentare proprie memorie. Una volta irrogato, può essere impugnato innanzi alla corte d'appello, fermo restando che l'esecuzione del provvedimento non viene automaticamente sospesa. Di particolare interesse, l'ultimo comma dell'art. 195 TUF, il quale dispone la responsabilità solidale delle società e degli enti cui appartengono gli autori delle violazioni, fatto salvo il diritto di regresso dei primi nei confronti dei

⁴¹³ Per una classificazione delle sanzioni amministrative si vedano E. CASSETTA, “Manuale di diritto amministrativo”, Giuffrè, 2014, 416; R. CHIEPPA, “Le sanzioni delle autorità indipendenti: la tutela giurisdizionale nazionale”, in *Giur. Comm.*, 2, 2013, 340.

⁴¹⁴ Si veda in tal senso la Circolare del Ministero dello Sviluppo Economico, Dipartimento registro delle imprese del 29 aprile 2014 prot. n. 0072265, in risposta ad un quesito formulato dalle stesse camere di commercio in relazione alla competenza per le sanzioni di cui all'art. 2631 c.c.. La Camera di Commercio applicherà il proprio regolamento, comunque conforme ai principi previsti dalla legge n. 689 del 24 novembre 1981 sulle sanzioni amministrative.

secondi.

Tra le sanzioni rilevanti, per quel che qui interessa, vi sono cretamentel seguenti.

(i) Omessa convocazione dell'assemblea (art. 2631 c.c.)

La sanzione prevista dalla norma in esame, di per sé non particolarmente esosa e, certamente, non idonea a fini deterrenti, arriva fino a poco più di seimila euro. Tuttavia, la disposizione può essere rilevante nel caso in cui la società abbia previsto, ai sensi del proprio regolamento parti correlate, un meccanismo di *whitewash* con introduzione della clausola *ex art. 2364, comma 1, n. 5) c.c.*. In tal caso, la mancata convocazione dell'assemblea nei termini previsti, non dovrebbe comunque consentire agli amministratori di proseguire con il compimento dell'operazione, ciò non toglie che una simile condotta omissiva potrebbe creare un danno economico ingente alla società, che potrebbe avere interesse ad approvare l'operazione mediante il meccanismo del *whitewash*. Per ciò che concerne i termini, l'art. 2361, comma 2, c.c., dispone che *“ove la legge o lo statuto non prevedano espressamente un termine, entro il quale effettuare la convocazione, questa si considera omessa allorché siano trascorsi trenta giorni dal momento in cui amministratori e sindaci sono venuti a conoscenza del presupposto che obbliga alla convocazione dell'assemblea dei soci”*, ovvero nel momento in cui la fase deliberativa in CdA si blocca a seguito di un parere negativo degli amministratori indipendenti (nelle operazioni di maggiore rilevanza), oppure quando il CdA deve deliberare su una materia di competenza dell'assemblea ai sensi dell'art. 11 del Regolamento.

(ii) Manipolazione del mercato *ex art. 187-ter TUF*

L'art. 187-ter TUF contiene un'ipotesi di manipolazione del mercato, in parte speculare a quella prevista dall'art. 185 TUF, sanzionata soltanto come illecito amministrativo. Un simile assetto sanzionatorio, definitosi a seguito della riforma del 2005, è stato più volte criticato dalla dottrina, la quale non ha mancato di sottolineare che i due illeciti citati *“seppur apparentemente non identici nel rispettivo testo normativo”*, condividono *“modalità comportamentali, contenuti operativi e oggetti materiali sostanzialmente sovrapponibili o comunque difficilmente distinguibili, con impossibilità di diversificazione anche in punto elemento soggettivo”*⁴¹⁵, il tutto aggravato dal

⁴¹⁵ F. ANTOLISEI, “Manuale di diritto penale. Leggi complementari”, Giuffrè, 2007, 504, in particolare nt.

fatto che il sistema del c.d. doppio binario, consente il cumulo delle sanzioni rispettivamente previste qualora entrambe le ipotesi siano realizzate⁴¹⁶. Anche nell'ipotesi di illecito amministrativo, così come previsto dall'art. 185, comma 2, TUF, è prevista la possibilità di aumentare le sanzioni prescritte dalla norma nei casi più gravi (art. 187-ter, comma 5, TUF).

Dato particolarmente rilevante è l'applicazione delle sanzioni accessorie ove vengano comminate le sanzioni amministrative di cui all'art. 187-ter TUF. A tal proposito, l'art. 187-quater TUF prevede *“la perdita temporanea dei requisiti di onorabilità per gli esponenti aziendali ed i partecipanti al capitale dei soggetti abilitati, delle società di gestione del mercato, nonché per i revisori e i promotori finanziari e, per gli esponenti aziendali di società quotate, l'incapacità temporanea ad assumere incarichi di amministrazione, direzione e controllo nell'ambito di società quotate e di società appartenenti al medesimo gruppo di società quotate.”*, il tutto, per un periodo non superiore ai tre anni. In aggiunta, l'art. 187-quater, comma 3, TUF, prevede che la *“Consob, tenuto conto della gravità della violazione e del grado della colpa, può intimare ai soggetti abilitati, alle società di gestione del mercato, agli emittenti quotati e alle società di revisione di non avvalersi, nell'esercizio della propria attività e per un periodo non superiore a tre anni, dell'autore della violazione, e richiedere ai competenti ordini professionali la temporanea sospensione del soggetto iscritto all'ordine dall'esercizio dell'attività professionale.”*. La maggior rapidità del procedimento amministrativo fa sì che le sanzioni interdittive siano efficaci in tempi brevi, impedendo ai soggetti sanzionati di continuare ad esercitare le loro funzioni nelle more del procedimento penale. Oltre alle sanzioni interdittive, è prevista anche la confisca dei proventi dell'illecito *ex art. 187-sexies*.

(iii) Il catch-all di cui all'art. 190 TUF e gli obblighi informativi *ex art. 193 TUF*

L'art. 190 TUF contiene una nutrita serie di sanzioni amministrative la cui

7.

⁴¹⁶ Lo stesso art. 187-ter TUF esordisce facendo salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato, sanzionando *“chiunque, tramite mezzi di informazione, compreso internet o ogni altro mezzo, diffonde informazioni, voci o notizie false o fuorvianti che forniscano o siano suscettibili di fornire indicazioni false ovvero fuorvianti in merito agli strumenti finanziari.”*. Il successivo comma 3 specifica le condotte che possono comportare la sanzione: *“[...] a) operazioni od ordini di compravendita che forniscano o siano idonei a fornire indicazioni false o fuorvianti in merito all'offerta, alla domanda o al prezzo di strumenti finanziari; b) operazioni od ordini di compravendita che consentono, tramite l'azione di una o di più persone che agiscono di concerto, di fissare il prezzo di mercato di uno o più strumenti finanziari ad un livello anomalo o artificiale; c) operazioni od ordini di compravendita che utilizzano artifici od ogni altro tipo di inganno o di espediente; d) altri artifici idonei a fornire indicazioni false o fuorvianti in merito all'offerta, alla domanda o al prezzo di strumenti finanziari.”*

categorizzazione richiederebbe un'indagine approfondita, condotta in dottrina dall'Antolisei⁴¹⁷. Per quel che qui interessa, le sanzioni rilevanti riguardano principalmente l'inadempimento degli organi amministrativi o di controllo alla comunicazione di informazioni richieste dalla Consob o da Banca d'Italia nell'esercizio dei loro poteri di vigilanza informativa (si veda l'art. 8, comma 1, TUF, richiamato dall'art. 190 TUF). Per tali illeciti l'art. 190 TUF prevede una sanzione pecuniaria fino a duecentocinquantamila euro.

L'art. 193 TUF prevede (a) una sanzione pecuniaria fino a cinquecentomila euro per le società o le persone fisiche (ivi inclusi amministratori, sindaci e dipendenti) che non adempiono agli obblighi di comunicazione prescritti in materia di informazioni privilegiate o di diffusione di altre informazioni (ad esempio quelle di cui all'art. 114, commi 8 e 11, TUF⁴¹⁸); (b) una sanzione pecuniaria fino a duecentocinquantamila euro ai componenti degli organi di controllo per la mancata comunicazione delle informazioni circa le partecipazioni rilevanti e reciproche (artt. 120 e 121 TUF) e i patti parasociali (art. 122 TUF), con la particolarità che, ai sensi dell'art. 193, comma 3-bis, TUF, il provvedimento sanzionatorio dispone anche la decadenza dall'incarico.

(iv) La sanzione amministrativa per l'ostacolo alle attività di vigilanza

L'art. 187-*quinquiesdecies* TUF prevede una sanzione amministrativa pecuniaria fino a duecentomila euro per chiunque non ottemperi nei termini alle richieste della Banca d'Italia e della Consob ovvero ritarda l'esercizio delle sue funzioni. La sanzione è strutturata in modo tale da fare salvi i casi di ostacolo alle attività di vigilanza di cui all'art. 2638 c.c., pertanto, la sanzione amministrativa sarà applicabile solo "*fuori dai casi previsti dall'art. 2638 c.c.*". Ciò non toglie che la norma in questione crei una sovrapposizione con quanto previsto, in termini di

⁴¹⁷ F. ANTOLISEI, "Manuale di diritto penale. Leggi complementari", Giuffrè, 2007, 602 ss..

⁴¹⁸ L'art. 114, comma 8, TUF si riferisce a "*I soggetti che producono o diffondono ricerche o valutazioni, con l'esclusione delle società di rating, riguardanti gli strumenti finanziari indicati all'articolo 180, comma 1, lettera a), o gli emittenti di tali strumenti, nonché i soggetti che producono o diffondono altre informazioni che raccomandano o propongono strategie di investimento destinate ai canali di divulgazione o al pubblico, devono presentare l'informazione in modo corretto e comunicare l'esistenza di ogni loro interesse o conflitto di interessi riguardo agli strumenti finanziari cui l'informazione si riferisce.*". L'art. 114, comma 11, TUF si applica invece alle "*istituzioni che diffondono al pubblico dati o statistiche idonei ad influenzare sensibilmente il prezzo degli strumenti finanziari indicati all'articolo 180, comma 1, lettera a), devono divulgare tali informazioni in modo corretto e trasparente.*".

sanzione penale, dall'art. 170-*bis* TUF che, tra l'altro, è destinato proprio a tutelare le funzioni di vigilanza di Consob e Banca d'Italia.

3. *Il sistema sanzionatorio della Consob e della FCA*

Dall'analisi – seppur sommaria – dei rimedi sanzionatori disponibili per gli illeciti di carattere amministrativo che possono interessare casi di operazioni con parti correlate, è evidente che il procedimento sanzionatorio adottato dalla Consob assume un ruolo fondamentale quale principale veicolo di irrogazione delle sanzioni. La centralità delle sanzioni della Consob in materia finanziaria è testimoniata dal crescente numero di procedimenti avviati dall'autorità negli ultimi anni⁴¹⁹, nonché dalle recenti modifiche alla procedura sanzionatoria, dapprima introdotta con la delibera n. 18750 del 19 dicembre 2013⁴²⁰, poi modificata con delibera n. 18774 del 29 gennaio 2014 e, da ultimo, con delibera n. 19016 del 3 settembre 2014⁴²¹ (la “Procedura Sanzionatoria”). Infine, occorre tener conto delle ultime modifiche occorse con la delibera n. 19158 del 29 maggio 2015, emanata a seguito della procedura di consultazione avviata dalla Consob il 22 aprile 2015⁴²².

L'analisi della Procedura Sanzionatoria deve tener conto degli artt. 187-*decies* ss. TUF che regolano i rapporti tra procedura amministrativa e procedimento penale che, come è noto, costituiscono il c.d. “doppio binario” nel sistema sanzionatorio dell'ordinamento italiano⁴²³. La Procedura Sanzionatoria è stata ampiamente criticata

⁴¹⁹ Si vedano le Relazioni Consob per gli anni 2012 e 2013, pubblicate sul sito dell'autorità, dalle quali si evince che “Nel 2013 sono stati adottati 142 provvedimenti finali relativi a procedimenti sanzionatori (183 nel 2012), dei quali 135 si sono conclusi con l'applicazione di sanzioni (162 nel 2012). L'importo complessivo delle sanzioni pecuniarie è stato pari a circa 32,5 milioni di euro, più del triplo rispetto al dato dell'anno precedente.” (Relazione 2013, 267).

⁴²⁰ Detta delibera, recante il “Regolamento sul procedimento sanzionatorio della Consob, ai sensi dell'articolo 24 della legge 28 dicembre 2005, n. 262 e ss.mm.”, nell'ottica generale di semplificazione e velocizzazione del Procedimento Sanzionatorio, oltre ad averne ridotto i termini, ha “*accentrat[o] la fase istruttoria del procedimento sanzionatorio in capo a una sola unità organizzativa dell'Istituto, innanzi alla quale si svolgerà il contraddittorio con le parti interessate dal procedimento e nell'ambito del quale è assicurato alle stesse il pieno esercizio dei diritti di difesa quali previsti dall'ordinamento.*” (così la Relazione annuale Consob per l'anno 2013, 22), eliminando “*la configurazione “bifasica” dell'istruttoria del procedimento sanzionatorio [...] che sortiva l'effetto di appesantire eccessivamente l'iter procedimentale nella fase istruttoria*” (così il Documento di Consultazione sulle modifiche al Regolamento sul Procedimento Sanzionatorio Consob del 22 aprile 2015, reperibile sul sito dell'Autorità).

⁴²¹ Il Regolamento sul procedimento sanzionatorio della Consob è stato adottato dall'autorità ai sensi dell'articolo 24 della legge 28 dicembre 2005, n. 262 (c.d. legge risparmio).

⁴²² Modifiche che hanno investito la sola fase decisoria, introducendo un ulteriore meccanismo interlocutorio tra il soggetto perseguito e la Commissione.

⁴²³ L. TORCHIA, “Il potere sanzionatorio della Consob dinanzi alle corti europee e nazionali”, Intervento al Convegno su “40 anni della legge istitutiva della Consob. Dal controllo della trasparenza dell'informazione al presidio della governance”, Milano, Università Bocconi, 29 e 30 ottobre 2014, la quale ha rilevato come il c.d. “doppio binario”, criticato dalla dottrina, sia stato invece avallato dalla giurisprudenza italiana nonostante il dissenso della Corte EDU (la quale non distingue tra sanzione

dalla dottrina, principalmente in quanto, per vari aspetti, poco rispettosa del diritto alla difesa dei soggetti sanzionati⁴²⁴. Il già citato tema del “doppio binario”, a seguito della sentenza Grande Stevens, ha portato il Consiglio di Stato ad accogliere un’istanza cautelare e a sospendere un procedimento in corso – dunque non solo l’esecutività della sanzione – sancendo appunto che la Procedura Sanzionatoria doveva essere adeguata ai principi di diritto europeo in materia⁴²⁵.

Di tali elementi si terrà conto nei paragrafi che seguono.

3.1 *Le novità del nuovo procedimento sanzionatorio Consob*

Il procedimento sanzionatorio della Consob viene avviato a seguito delle indagini svolte dall’autorità secondo i criteri di cui agli artt. 187-*septies* ss. TUF. La Consob può raccogliere informazioni sui fatti che potrebbero costituire violazione della normativa di settore, disponendo l’audizione di persone informate sui fatti, effettuando ispezioni e perquisizioni e richiedendo addirittura registrazioni telefoniche (art. 187-*octies* TUF)⁴²⁶, il tutto eventualmente in collaborazione con la Banca d’Italia (ad esempio attraverso l’accesso ai dati contenuti nella Centrale rischi della stessa Banca d’Italia), con la Guardia di Finanza (art. 187-*octies*, comma 13, TUF) e con la magistratura (art. 187-*decies* TUF)⁴²⁷.

L’ufficio responsabile per la Procedura Sanzionatoria è l’Ufficio Sanzioni Amministrative della Consob (art. 2, Procedura Sanzionatoria). Il procedimento è avviato mediante l’invio di una lettera di contestazione degli addebiti all’emittente o al soggetto destinatario della sanzione. Al fine di garantire il diritto alla difesa del soggetto che si intende sanzionare, la lettera di contestazione deve contenere tutti i riferimenti del caso alle indagini svolte e alla violazione perpetrata, nonché i riferimenti agli uffici Consob competenti per effettuare l’accesso alla documentazione e l’avviso

penale e amministrativa) e, in misura minore, della Corte di giustizia.”. Sul punto si vedano anche G.M. FLICK, “Cumulo tra sanzioni penali e amministrative: doppio binario o binario morto? («materia penale», giusto processo e ne bis in idem nella sentenza della Corte EDU, 4 marzo 2014, sul Market Abuse), in Riv. Soc., 5, 2014, 953.

⁴²⁴ L. TORCHIA, “Il potere sanzionatorio della Consob dinanzi alle corti europee e nazionali”, Intervento al Convegno su “40 anni della legge istitutiva della Consob. Dal controllo della trasparenza dell’informazione al presidio della governance”, Milano, Università Bocconi, 29 e 30 ottobre 2014.

⁴²⁵ Consiglio di Stato, con ordinanza del 2 ottobre 2014 nel ricorso n. 4491/2014, N. 07566_2014 REG.RIC., ha sancito che ha riscontrato, nel procedimento poi sospeso, la mancanza delle garanzie di contraddittorio e di pubblicità.

⁴²⁶ Tali poteri sono esercitabili solo su autorizzazione della Procura competente, come disposto dall’art. 187-*octies*, comma 5, TUF.

⁴²⁷ In relazione al procedimento penale che spesso scaturisce parallelamente a quello sanzionatorio amministrativo, si tenga conto che la Consob può costituirsi parte civile e richiedere, a titolo di riparazione dei danni cagionati dal reato all’integrità del mercato, una somma determinata dal giudice, anche in via equitativa (art. 187-*undecies*, comma 2, TUF).

espresso che entro trenta giorni si può richiedere l'audizione personale⁴²⁸. A seguito delle nuove modifiche intervenute con la delibera n. 19158 del 29 maggio 2015, la lettera di contestazione degli addebiti dovrà contenere l'indicazione che la data di conclusione del procedimento è consultabile sul sito internet della Consob (nuovo art. 4, comma 3, lett. d-bis), nonché l'indicazione della facoltà di chiedere con istanza separata, qualora vengano presentate le deduzioni scritte ai sensi dell'art. 5, comma 2, la relazione dell'Ufficio Sanzioni Amministrative al fine di presentare eventuali controdeduzioni alla Commissione (nuovo art. 4, comma 3, lett. f-bis).

La lettera di contestazione deve essere inviata *“entro il termine di centottanta giorni, ovvero di trecentosessanta giorni se gli interessati risiedono o hanno la sede all'estero, dall'accertamento compiuto sulla base degli elementi comunque acquisiti e dei fatti emersi a seguito dell'attività di vigilanza svolta dalla Consob e delle successive valutazioni.”* (art. 4, comma 1, Procedura Sanzionatoria. Il procedimento deve concludersi nei centottanta giorni successivi al trentesimo giorno successivo alla data di perfezionamento della notificazione della lettera di contestazione inviata da Consob (art. 4, comma 2, Procedura Sanzionatoria).

Ai sensi dell'art. 5 della Procedura Sanzionatoria, i destinatari della sanzione esercitano il proprio diritto di difesa mediante la produzione di deduzioni scritte e documentazione nonché mediante audizione personale (laddove richiesta), eventualmente avvalendosi dell'assistenza di terzi (così stabilisce il nuovo art. 5, comma 4 della Procedura Sanzionatoria). Le deduzioni scritte devono essere presentate all'Ufficio Sanzioni Amministrative entro trenta giorni dalla notifica della lettera di contestazione degli addebiti (termine prorogabile, per una sola volta e su motivata richiesta degli interessati, per ulteriori trenta giorni). Nel caso in cui l'interessato richieda l'accesso alla documentazione, il termine per la presentazione delle memorie difensive è sospeso finché l'accesso non è consentito (art. 5, comma 3,

⁴²⁸ A fini di completezza, si riporta il testo dell'art. 4, comma 3 della Procedura Sanzionatoria che descrive il contenuto della lettera di contestazione degli addebiti: *“3. La lettera di contestazione degli addebiti contiene:*

- a) il riferimento all'attività di vigilanza, alle eventuali verifiche ispettive o alla documentazione comunque acquisita dalla quale sia emersa la violazione;*
- b) la descrizione della violazione;*
- c) l'indicazione delle disposizioni violate e delle relative norme sanzionatorie;*
- d) l'indicazione dell'unità organizzativa responsabile del procedimento;*
- e) l'indicazione dell'unità organizzativa presso la quale può essere presa visione ed estratta copia dei documenti istruttori e le modalità di presentazione della relativa istanza;*
- f) l'indicazione della facoltà per i soggetti destinatari delle contestazioni di presentare eventuali deduzioni e documenti, nonché di chiedere l'audizione personale nel termine di trenta giorni;*
- g) l'indicazione della casella di posta elettronica certificata (PEC) presso la quale effettuare le comunicazioni relative al procedimento sanzionatorio;*
- h) l'invito a comunicare con il primo atto utile l'eventuale casella di posta elettronica certificata (PEC) presso la quale il soggetto interessato intende ricevere le comunicazioni e le notificazioni relative al procedimento sanzionatorio.”*

Procedura Sanzionatoria, come modificato a seguito della delibera n. 19016 del 3 settembre 2014).

Qualora si richieda l'audizione personale e questa venga differita rispetto alla data indicata dalla Consob (sempre su richiesta del soggetto interessato), il termine di conclusione del procedimento è sospeso dalla data in cui l'audizione era stata fissata a quella in cui l'audizione effettivamente si svolge (art. 5, comma 4 della Procedura Sanzionatoria).

A seguito della ricezione delle deduzioni scritte, l'Ufficio Sanzioni Amministrative avvia l'istruttoria, eventualmente cooperando con la Divisione che ha segnalato la violazione o con altri uffici Consob. A seguito dell'istruttoria e comunque nel termine di trenta giorni dalla ricezione delle memorie difensive, l'Ufficio Sanzioni Amministrative può notificare all'emittente le proprie osservazioni di replica (art. 6, comma 2, Procedura Sanzionatoria). In tale ultimo caso è prevista una sospensione dei termini del procedimento per ulteriori trenta giorni.

Terminata la fase istruttoria e lo scambio di memorie (il termine previsto è di quindici giorni), l'Ufficio Sanzioni Amministrative predispose una relazione finale esprimendo le proprie considerazioni in merito alla sussistenza ed alla gravità della violazione, formulando una proposta motivata circa la quantificazione della sanzione ovvero sulla sua archiviazione. La relazione finale viene poi inviata alla Commissione (art. 6, comma 4, come modificato dalla delibera n. 19158 del 29 maggio 2015) e, con le nuove modifiche alla Procedura Sanzionatoria, anche ai soggetti destinatari della contestazione (solo ove abbiano presentato deduzioni nella fase istruttoria). I destinatari della sanzione, possono presentare alla Commissione ulteriori deduzioni, entro quindici giorni dalla ricezione della relazione finale.

Il procedimento sanzionatorio si conclude con la decisione della Commissione circa l'adozione del provvedimento sanzionatorio, l'archiviazione o la proposta di applicazione di sanzioni di competenza di altre autorità amministrative o autorità indipendenti (art. 8, Procedura Sanzionatoria)⁴²⁹.

Il provvedimento sanzionatorio adottato è pubblicato sul Bollettino della Consob (ed eventualmente anche con altre modalità). Il soggetto sanzionato può richiedere il differimento o l'esclusione della pubblicazione qualora dimostri che dalla

⁴²⁹ Particolarmente criticata è stata la scelta della Consob di non consentire l'audizione del soggetto destinatario della sanzione anche di fronte alla Commissione, che è l'organo ultimo competente per irrogare la stessa. Si veda W. TROISE MANGONI, "La pubblicazione della sanzione irrogata dalla Consob: natura discrezionale della decisione e profili problematici relativi al procedimento sanzionatorio", relazione convegno AIPDA, 2014, reperibile su www.diritto-amministrativo.org.

stessa possa derivare grave pregiudizio alla integrità del mercato ovvero questa possa arrecare un danno sproporzionato alle parti coinvolte (art. 187-*septies*, comma 4, TUF)⁴³⁰.

Il TUF prevede la possibilità di impugnare il provvedimento sanzionatorio di fronte alla Corte d'Appello⁴³¹ – individuata in base alla sede legale dell'opponente – entro sessanta giorni dalla comunicazione del provvedimento stesso. Da notare, riprendendo anche il tema del c.d. “doppio binario”, che l'impugnazione del provvedimento non comporta né la sospensione automatica dell'esecutività dello stesso provvedimento (art. 187-*septies*, comma 5, TUF) né, tantomeno, la sospensione dell'eventuale procedimento penale parallelo⁴³².

3.2 *La procedura sanzionatoria della FCA*

La FCA, in qualità di autorità di vigilanza del mercato inglese⁴³³, ha il potere di

⁴³⁰ Sul tema della pubblicazione del provvedimento sanzionatorio si veda W. TROISE MANGONI, “La pubblicazione della sanzione irrogata dalla Consob: natura discrezionale della decisione e profili problematici relativi al procedimento sanzionatorio”, relazione convegno AIPDA, 2014, reperibile su www.diritto-amministrativo.org.

⁴³¹ Il tema dell'impugnazione dei provvedimenti sanzionatori delle autorità indipendenti è stato ampiamente discusso in dottrina. Gli autori più autorevoli si sono infatti chiesti se sia corretto ammettere l'impugnazione in sede giudiziale quando il provvedimento amministrativo proviene da un'autorità i cui membri sono sottoposti a requisiti di indipendenza e di competenza tecnica anche maggiori di quelli della magistratura. Sul punto si veda S. CASSESE, “Le autorità indipendenti: origini storiche e problemi odierni”, in Id. e Franchini, I garanti delle regole, Bologna, Il Mulino, 1996, 221. Altri sostenevano invece che le autorità indipendenti costituissero una sorta di “deriva tecnocratica” per la quale il sindacato giurisdizionale in sede d'appello era ineludibile. Le varie posizioni sono riassunte in R. CHIEPPA, “Le sanzioni delle autorità indipendenti: la tutela giurisdizionale nazionale”, in Giur. Comm., 2, 2013, 340, il quale, di fronte all'ormai normato sindacato giurisdizionale, prospetta le due possibili linee di condotta della magistratura nel sindacare le decisioni delle *authorities*: “Nel descritto contesto si inserisce, quindi, il controllo del giudice, il quale ha dovuto in breve tempo “specializzarsi” nelle materie tecniche attribuite alla competenza delle Authorities, correndo però il rischio di farsi condizionare da una diffidenza nei confronti dell'operato di un'Autorità di cui riesce difficile l'inquadramento nell'organizzazione statale e può essere vista quasi come un “new competitor” del giudice stesso; altre volte il giudice può invece risentire di una certa deferenza nel sindacare atti fondati su un elevato livello di tecnicismo ed adottati da organi maggiormente qualificati, sotto il profilo tecnico, rispetto al giudice.”.

Non si discute, in questa sede, dell'annoso tema della giurisdizione competente in materia di sanzioni amministrative, limitandosi a riportare che, con la sentenza della Corte Costituzionale del 27 giugno 2012, n. 162, la giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo in materia di impugnazione dei provvedimenti sanzionatori (sancita dall'art. 103 del Codice del Processo Amministrativo), è stata dichiarata incostituzionale e, pertanto, ad oggi rimane vigente la giurisdizione della Corte d'Appello secondo il disposto di cui all'art. 187-*septies*, comma 4 TUF.

⁴³² Anzi, l'art. 187-*duodecies* del TUF specifica espressamente che l'avvio del procedimento penale non comporta la sospensione di quello amministrativo o dell'eventuale opposizione al provvedimento sanzionatorio, confermando dunque la teoria del c.d. “doppio binario”.

⁴³³ Con il FSMA 2000, la FCA (già FSA) era divenuta l'unico soggetto deputato al controllo del mercato (emittenti, banche, assicurazioni) inglese. A seguito della crisi del 2007/2008, con il Financial Services Act 2012 (che ha emendato il FSMA 2000), a fini redistributivi della responsabilità, sono state create altre autorità di settore come il Financial Policy Committee of the Bank (FPC), che si concentra sulla valutazione e il monitoraggio del rischio sistemico, e la Prudential Regulation Authority (PRA), che vigila su banche, assicurazioni e sulle maggiori imprese d'investimento.

Di particolare interesse il fatto che la FCA sia una società per azioni privata (a differenza della

sanzionare tutti i soggetti i cui titoli sono quotati sul listino principale del LSE⁴³⁴. Pur potendo irrogare una nutrita serie di sanzioni, incluse quelle di natura penale⁴³⁵, l'*authority* inglese preferisce incrementare l'attività di supervisione preventiva, limitando al minimo il numero di sanzioni irrogate⁴³⁶. Ciò anche perché la FCA interloquisce con le società vigilate in modo proficuo durante le investigazioni, di modo che la maggioranza dei soggetti vigilati preferisce risolvere la violazione (laddove possibile) piuttosto che andare incontro ad una sanzione. Tale scambio di opinioni, nella fase investigativa, tra autorità di vigilanza ed emittenti vigilati, è ciò che manca nel nostro ordinamento in termini di diritto di difesa.

La procedura sanzionatoria trova fondamento nel FSMA 2000 e, per i profili più tecnici, nel *Decision Procedure and Penalties Manual* (DEPP) e nell'*Enforcement Guide*, entrambi documenti editi dalla stessa FCA e facilmente reperibili online dai soggetti interessati.

Come per la Consob, la procedura sanzionatoria comincia con la fase investigativa da parte della FCA, che può richiedere informazioni agli emittenti (art. 165, FSMA 2000), richiedere appositi report da soggetti interni alla società individuati dalla FCA o da questa autorizzati ("*skilled person*") (art. 166, FSMA 2000), nominare soggetti per effettuare investigazioni sull'attività dell'emittente (art. 167, FSMA 2000)⁴³⁷. Al termine della fase investigativa, la FCA decide se avviare la vera e propria procedura sanzionatoria inviando all'emittente una *Warning Notice* (art. 387, FSMA 2000) che dovrà indicare i motivi per i quali la procedura sanzionatoria è stata avviata nonché il

Consob) che, nello svolgimento delle sue funzioni di vigilanza, debba essere considerata come un'autorità pubblica.

Per un approfondimento sul funzionamento delle tre autorità e sui rapporti tra le stesse si veda R. FOX – B. KINGSLEY, "The UK Financial Services Rulebooks", Sweet & Maxwell, 2013.

⁴³⁴ Il soggetto competente per le sanzioni alle società quotate sul mercato AIM è invece lo stesso London Stock Exchange che, comunque, adotta una procedura simile a quella della FCA.

⁴³⁵ La Parte 1, sezione 6 del FSMA 2000 individua la riduzione dei crimini finanziari come obiettivo specifico della FCA.

⁴³⁶ Come rilevato da J. ARMOUR – C. MAYER – A. POLO, "Regulatory Sanctions and Reputational Damage in Financial Markets", Oxford Legal Studies n. 62/2010, 10, "*The FSA has very wide enforcement powers, including the ability to pursue both civil and criminal sanctions against wrongdoers.*", ciononostante "*The FSA's enforcement activity consequently results in far fewer cases of publicly sanctioning defendants than does the SEC.*". Conf. R. FOX – B. KINGSLEY, "The UK Financial Services Rulebooks", Sweet & Maxwell, 2013, 601 e 602, secondo i quali la FCA "*has indicated that firms must be reasonably able to predict, at the time of the action concerned, whether a particular form of conduct would breach the FCA Principles.*".

⁴³⁷ In relazione all'attività di raccolta di informazioni e investigativa della FCA, la mancata collaborazione di soggetti interni all'emittente con la FCA può costituire ipotesi di reato ai sensi dell'art. 177 del FSMA 2000, norma che, per certi versi, potrebbe paragonarsi all'art. 2638 c.c. e all'art. 170 TUF. In ogni caso, durante la fase investigativa la FCA non rilascia informazioni sull'andamento della procedura per evitare conseguenze dannose per l'emittente a livello reputazionale (J. ARMOUR – C. MAYER – A. POLO, "Regulatory Sanctions and Reputational Damage in Financial Markets", Oxford Legal Studies n. 62/2010).

termine entro il quale saranno ammesse deduzioni da parte dell'emittente (comunque non inferiore a 28 giorni). Qualora la FCA non sia soddisfatta dalle difese dell'emittente, potrà procedere con l'invio di una *Decision Notice* (art. 388 FSMA 2000)⁴³⁸. In assenza di impugnazione da parte del destinatario, la FCA invierà dunque una *Final Notice* con la quale verranno specificati i dettagli della sanzione (art. 389, FSMA 2000).

4. *La proposta al vaglio parlamentare e le possibili soluzioni per migliorare l'enforcement*

Il 23 luglio 2013, sotto la vigenza del governo Letta, complici probabilmente i rilievi negativi della dottrina e della stessa Consob sull'assetto sanzionatorio per le operazioni con parti correlate⁴³⁹, è stato presentato in Senato un disegno di legge (n. 958) nel quale, tra le altre cose, si proponeva l'introduzione dell'art. 192-*quater* del TUF, espressamente dedicato all'introduzione di sanzioni in materia di operazioni con parti correlate. Il testo presentato, prevede una sanzione amministrativa pecuniaria, tra euro venticinquemila e duemilionicinquecentomila, per gli organi di amministrazione che commettano gravi irregolarità nell'adempimento dei loro doveri discendenti dall'art. 2391-*bis* e dal Regolamento. La sanzione può essere irrogata solo ove tali irregolarità siano idonee a produrre un danno alla società, ai soci o al mercato⁴⁴⁰.

Il DDL risulta ancora in discussione presso le commissioni in Senato ma, francamente, non sembra, allo stato, una delle preoccupazioni primarie del Parlamento italiano.

Dovendo dunque ragionare in termini meramente ipotetici, senza l'aiuto di un supporto normativo su cui fondare l'applicazione di sanzioni dedicate nei casi di operazioni con parti correlate, si potrebbero prospettare le seguenti soluzioni.

In assenza di specifiche sanzioni, potrebbero essere la magistratura e la Consob ad elaborare dei criteri sanzionatori utilizzabili nella prassi. Qualora la violazione delle norme rilevanti all'interno del codice civile o del TUF avvenisse nel contesto di

⁴³⁸ Dal disposto dell'art. 388(2) ("If the decision notice was preceded by a warning notice, the action to which the decision notice relates must be action under the same Part as the action proposed in the warning notice."), si evince che la *Decision Notice* può essere inviata anche senza inviare preventivamente una *Warning Notice*.

⁴³⁹ Si veda la relazione Consob per l'anno 2012, dove la stessa autorità, criticando la scelta del legislatore di non prevedere delle sanzioni ad *hoc* per la violazione della normativa opc, afferma che "Il quadro delineato affievolisce notevolmente l'efficacia dell'enforcement sulla regolamentazione che non appare sufficientemente esteso e dissuasivo". La motivazione è stata ripresa pedissequamente nella relazione al DDL n. 958.

⁴⁴⁰ Si riporta il testo della proposta di art. 192-*quater* TUF reperibile sul sito internet del Senato: "Art. 192-*quater*. - (Operazioni con parti correlate) -- 1. I componenti degli organi di amministrazione che commettono, nell'adempimento dei doveri previsti dall'articolo 2391-*bis* del codice civile e dalle disposizioni di attuazione emanate dalla CONSOB, gravi irregolarità che possono arrecare danno alla società, ai soci o al mercato, sono puniti con la sanzione amministrativa pecuniaria da euro venticinquemila a euro duemilionicinquecentomila."

un'operazione con parti correlate, si potrebbe scegliere di applicare una sanzione non inferiore ad una determinata percentuale del massimo edittale. Inoltre, lo stesso procedimento di irrogazione della sanzione (in sede penale la valutazione dei capi d'imputazione) potrebbe avvenire secondo criteri maggiormente stringenti, aggravando l'onere della prova dell'imputato parte correlata o degli amministratori che hanno operato per suo conto.

Per altro verso, l'adeguatezza di un efficace procedura OPC, potrebbe essere considerata parametro fondamentale per individuare la responsabilità amministrativa dell'emittente ai sensi del D.Lgs. 231/2001, alla stregua del c.d. Modello 231. Ai sensi dell'art. 6, comma 1, lett. a), della citata legge, infatti, se il reato è commesso da soggetti in posizione apicale, l'ente non risponde se prova che *“l'organo dirigente ha adottato ed efficacemente attuato, prima della commissione del fatto, modelli di organizzazione e di gestione idonei a prevenire reati della specie di quello verificatosi”*. L'utilizzo di un rimedio simile permetterebbe all'emittente di andare esente da sanzioni amministrative, tuttavia, se non affiancato accanto ad una sanzione espressa per gli amministratori che compiono l'operazione o per le parti correlate che si avvantaggiano della stessa, tale rimedio costituirebbe comunque una “lancia spuntata”. Allo stato infatti – salve le specifiche ipotesi in cui il TUF consente la sanzione per gli amministratori o per i titolari di partecipazioni – la Consob può sanzionare gli emittenti per la violazione delle norme che impongono l'informazione al mercato per tali operazioni e i sindaci per omesso controllo (art. 149, comma 1, TUF)⁴⁴¹, ma non può in alcun modo sanzionare (a) né gli amministratori che compiono l'operazione pur essendo in conflitto di interessi (perché parti correlate o perché espressione di soci che sono parti correlate); (b) né le parti correlate che si avvantaggiano dell'operazione (spesso i soci di controllo)⁴⁴².

Stante l'attuale assetto normativo, non soddisfacente dal punto di vista sanzionatorio, l'auspicio è che sia la normativa europea ha imporre l'introduzione di simili rimedi, anche a mezzo della nuova direttiva sui diritti degli azionisti (attualmente ancora in fase di discussione).

⁴⁴¹ Su tale potere della Consob si veda l'approfondita analisi di P. MONTALENTI, *“Corporate governance, sistema dei controlli interni e ruolo della Consob: da garante della trasparenza a presidio della correttezza della gestione?”*, in Riv. Soc., 1, 2015, 120.

⁴⁴² L. ENRIQUES, *“Quella multa che colpisce solo gli indipendenti nel CdA”*, 9 maggio 2014, www.lavoce.info.

INDICE BIBLIOGRAFICO

- AA.VV., "Interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders", in Quaderni di Giur. Comm., 2010 (a cura di R. Sacchi).
- ABBADESSA P., "La competenza assembleare in materia di gestione nella S.P.A.: dal codice alla riforma" in "Amministrazione e controllo nel diritto delle società", liber amicorum A. Piras, 2010, Torino.
- ABBADESSA P. – MIRONE A., "Le competenze dell'assemblea nelle S.p.A.", in Riv. Soc., 2-3, 2010, 269.
- ABBADESSA P., "Assemblea ed operazioni con parti correlate (prime riflessioni)", in "Le operazioni con parti correlate", atti del convegno presso Università Cattolica del Sacro Cuore, Piacenza, 2010, 30.
- AMERICAN LAW INSTITUTE, "Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations", St. Paul, Minn. 1994.
- AMERICAN LAW INSTITUTE, "Restatement of the Law of Agency", Washington D.C., 1933.
- ANGELICI C., "Diligentia quam in suis e business judgment rule", in Riv. Dir. Comm., 2006, 675.
- ANGELICI C., "La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale", Cedam, 2006.
- ANGELICI C., "Responsabilità sociale dell'impresa, codici etici e autodisciplina", in Giur. Comm., I, 2011, 159.
- ANTOLISEI F., "Manuale di diritto penale. Leggi complementari", Giuffrè, 2007.
- ANTONUCCI A. – PARACAMPO M., "Conflitti d'interesse e disciplina delle attività finanziarie: il titolo II della legge risparmio e le sue successive modifiche", in Banca, Borsa e Tit. Cred., 2007, 3, 285.
- ARMOUR J. – BLACK B. – CHEFFINS B. – NOLAN R., "Private Enforcement of Corporate Law: An Empirical Comparison of the United Kingdom and the United States", in Journal of Empirical Legal Studies, Volume 6, Issue 4, 2009, 687.
- ARMOUR J. – MAYER C. – POLO A., "Regulatory Sanctions and Reputational Damage in Financial Markets", Oxford Legal Studies n. 62/2010.
- ASQUINI A., "Conflitto d'interessi tra il socio e la società nelle deliberazioni di assemblee delle società per azioni", in Riv. Dir. Comm., 1919, II, 653.
- ASSONIME, "La disciplina della Consob in materia di operazioni con parti correlate", Circolare n. 38/2010.
- ASSONIME, "La Corporate Governance in Italia: autodisciplina e operazioni con parti correlate", Circolare n. 1/2012.
- ASSONIME, "Divieto del cumulo di incarichi nel settore finanziario", Circolare n. 2/2012.
- ATANASOV V. – BLACK B. – CICCOTELLO C., "Law and Tunneling", ECGI working paper n. 178/2011.
- ASHER G.M., "Historical essay on the Dutch books and pamphlets relating to the New

Netherland and to the Dutch West-India Company and its possessions in Brazil/Angola etc. and also on the maps, charts etc. of New Netherland”, Amsterdam, 1854-1867.

BAGLIONI M. – GRASSO G., “Operazioni con parti correlate: il Regolamento Consob”, in *Le Società*, 6, 2010.

BAINBRIDGE S., “A Critique of the NYSE’s Director Independence Listing Standards”, research paper no. 02-15, UCLA School of Law, 2002, 16.

BAKER C., “Directors and their functions, a preliminary study”, Harvard University, 1945.

BALP G. – VENTORUZZO M., “Esclusione del diritto d’opzione nelle società con azioni quotate nei limiti del dieci per cento del capitale e determinazione del prezzo di emissione”, in *Riv. Soc.*, 2004.

BALZOLA S., “I controlli interni nelle società per azioni quotate: il ruolo del collegio sindacale”, in *Giur. It.* 11/2013.

BARACHINI F., “La gestione delegata nelle società per azioni”, Giappichelli, 2008.

BECHT M. – BOLTON P. – RÖELL A., “Corporate Governance and Control”, ECGI Finance Working Paper n. 02/2002, updated august 2005, 23.

BECHT M. – POLO A. – ROSSI S., “Does mandatory shareholder voting prevent bad acquisitions?”, ECGI Finance working paper 422/2014.

BELCREDI M., “Amministratori indipendenti, amministratori di minoranza, e dintorni”, in *Riv. Soc.*, 2005, 853.

BELTRAMI P. D., “L’invalidità delle deliberazioni assembleari ex art. 2379-ter”, in “Società, Banche e Crisi d’impresa”, liber amicorum P. Abbadessa, Torino, 2014, I, 695 ss..

BENEDETTI L., “Invalidità per conflitto di interessi e per estraneità all’oggetto sociale della fideiussione prestata da una società a favore di un’altra”, nota a *Cass. Civ.*, 04 ottobre 2010, n.20597, sez. III.

BENNOURI M. – NEKHILE M. – TOURON P., “Does Auditors’ Reputation Discourage Related Party Transactions? The French Case”, in corso di pubblicazione in “Auditing: a journal of practice and theory”, reperibile su www.ssrn.com.

BERLE A. - MEANS G., “The Public Corporation and Private Property”, 1932.

BIANCHI L. A., “Note sulla nozione di “controllo nei principi contabili internazionali IAS/IFRS in materia di bilancio consolidato”, *Riv. Soc.*, 2011, 253.

BIANCHI L. A., “Il T.U.F. e il consiglio di amministrazione degli emittenti”, in *Riv. Soc.*, 4, 2014, 831.

BIANCHI M. – CIAVARELLA A. – ENRIQUES L. – NOVEMBRE V. – SIGNORETTI R., “Regulation and self-regulation of related party transactions in Italy. An empirical analysis”, in *Quaderni di Finanza Consob*, gennaio 2014.

BIANCO M. – PALUMBO G., “Il CdA: quale funzione e quando è efficiente”, in *AGE* 1, 2003, 19.

BLACK B. – CHEFFINS B. – KLAUSNER M., “Outside Director Liability”, ECGI Law Working Paper No. 68/2006.

- BLANDINI A., “Conflitto di interessi ed interessi degli amministratori di società per azioni: prime riflessioni.”, in Riv. Dir. Civ., 2004, 50, 405
- BONELLI F., “Amministratori di banche e conflitto di interessi”, in Giur. comm., 1989, I, 911.
- BONELLI F., commento sub art. 2391-bis c.c., in Codice civile commentato, Alpa-Mariconda (a cura di), 2013.
- BONELLI F., “Gli amministratori di s.p.a. dopo la riforma delle società”, Giuffrè, 2004.
- BONELLI F., “Gli amministratori di s.p.a. a dieci dalla riforma del 2003”, 2013, UTET.
- BONZANINI L. – MARTELLONI A., “Le operazioni con «parti correlate» di società «aperte», in Le Società, 8, 2005, 953.
- BOSI G., “Impresa etica, etica d’impresa e diritto societario”, in Giur. Comm., 1, 2011, 124.
- BOXELL T., “A practitioner’s guide to directors’ duties and responsibilities”, Thomson Reuters, 2013.
- BOXELL, T., “A practitioner’s guide to directors’ duties and responsibilities”, Thomson Reuters, 2013.
- BROLI E., “La disciplina del cumulo di incarichi nel mercato finanziario tra cause di incompatibilità e cause di ineleggibilità”, in Banca, Borsa e Tit. Cred., 3, 2013, 331.
- BRYER R., “The History of Accounting and Transition to Capitalism in England. Part Two: Evidence” in Accounting, Organisations and Society, 25, 2000, 327.
- BRUCE M., “Rights and Duties of Directors”, Bloomsbury Professional, 2013.
- BRUNO S., “Efficienza e modelli di amministrazione e controllo”, in Riv. Dir. Comm., 2004, 1035.
- BRUNO S. – BIANCONI F., “Il voto assembleare sulle politiche di remunerazione degli amministratori: procedura, risultati, prospettive”, in Riv. Soc., 6, 2014, 1269.
- BUSANI A., “Parti correlate: modifiche statutarie e nuove procedure decisionali”, in Le Società, 9, 2010, 1104.
- BUSANI A., “Assemblee 2011: passivity rule, parti correlate e Dshr”, in Le Società, 2011, 1, 65.
- BUSANI A. (a cura di) “Massime notartili e orientamenti professionali. Il voto nella S.r.l.” in Le Società, 4, 2015, 483.
- CALANDRA BUONAURA V., “Responsabilità sociale dell’impresa e doveri degli amministratori”, in Giur. Comm., 4, 2011, 526.
- CALANDRA BUONAURA V. – BONAFINI A., “Società per azioni. Amministrazione e rappresentanza”, in Giur. Comm, 1, 2008.
- CALVOSA L., “Sui poteri individuali dell’amministratore nel consiglio di amministrazione di società per azioni” in “Amministrazione e controlli nel diritto delle società”, liber Amicorum A. Piras, Torino, 2010, 356 ss.
- CAPOLINO O. – D’AMBROSIO R., “La tutela penale dell’attività di vigilanza”, quaderni di ricerca giuridica Banca d’Italia, n. 67/2009.
- CAPRARÀ A., “La clausola generale dell’indipendenza: nozione e declinazioni operative”, in “Le clausole generali nel diritto societario” a cura di G. Meruzzi e G.

Tantini, nel Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia diretto da F. Galgano.

CARIELLO V., "Amministrazione delegata di società per azioni e disciplina degli interessi degli amministratori nell'attività di direzione e coordinamento di società", in Riv. Dir. Priv., 2, 2005, 387.

CARLINI G., "Conflitto di interessi e limitazioni ai poteri degli amministratori nelle società per azioni, nota a Cass. Civ. N. 1525/2006", in Riv. Notariato, 2006, 4, 1081.

CASALE F., "Il regolamento dei lavori assembleari tra equità ed efficienza dei processi decisionali", *paper* presentato in occasione del Convegno dell'Associazione Orizzonti del Diritto Commerciale, Roma, 2011.

CASSETTA E., "Manuale di diritto amministrativo", Giuffrè, 2014.

CASSESE S., "Le autorità indipendenti: origini storiche e problemi odierni", in Id. e Franchini, I garanti delle regole, Bologna, Il Mulino, 1996.

CENTONZE F., "L'inesistenza" delle delibere assembleari di s.p.a.", Torino, 2008.

CERQUA L. D., "Diritto penale delle società", Cedam, 2014.

CETRA A., "La persona giuridica amministratore nelle società", in "Amministrazione e controllo nel diritto delle società", *liber amicorum* A. Piras, Torino, 2010.

CHAGHADARI M.F. – SHUKOR Z.A., "Corporate governance and disclosure of related party transactions", 2nd International Conference on Business and Economic Research (2nd ICBER 2011), Langkawi, Malaysia, 14-16 March 2011 (www.ssrn.com).

CHEFFINS B. – BLACK B., "Outside Directors Liability Risk and Corporate Governance: A comparative Analysis", ECGI Law Working paper No. 48/2005.

CHEFFINS B. – BLACK B., "Outside Director Liability Across Countries", ECGI Law Working Paper No. 71/2006.

CHIAPPETTA F., "Le operazioni con parti correlate: profili sistematici e problematici", 2008, reperibile su www.dircomm.it.

CHIEPPA R., "Le sanzioni delle autorità indipendenti: la tutela giurisdizionale nazionale", in Giur. Comm., 2, 2013, 340.

CLARK R.C., "Corporate Law", 1986, Boston.

COASE R., "The nature of the firm", in *Economica*, New Series, Vol. 4, 16, 1937.

COFFEE JR. J.C., "The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications", Columbia Law School Center for Law and Economic Studies Working Paper No. 144, 1999

COFFEE JR. J.C., "A Theory of Corporate Scandals: Why the U.S. and Europe Differ", Columbia Law School Center for Law and Economic Studies Working Paper No. 274, 2005.

CONAC P., "Director's Duties in Groups of Companies - Legalizing the interest of the Group at the European Level", in ECFR 2013, 225.

CONDON T.J., "New York beginnings, the commercial origins of New Netherlands", New York, 1968.

CONFALONIERI M., "Esempi pratici di operazioni con parti correlate", in Dir. Prat. Soc. 4, 2011, 85.

C. CONFORTI “La responsabilità civile degli amministratori di società per azioni”, Giuffré, 2012.

COOLS S., “The Dividing Line Between Shareholder Democracy and Board Autonomy: Inherent Conflicts of Interest as Normative Criterion”, in *European Company and Financial Law Review* 11(2), 258-296, 1 June 2014. DAL SOGLIO P., commento sub art. 2359 c.c. in “Commentario breve al diritto delle società”, Maffei Alberti (a cura di), 2011.

DAVIES P.L. – WORTHINGTON R., “Gower and Davies’ Principles of Modern Company Law”, London, 2012.

DEL LINZ M., “Il nuovo caso Parmalat: considerazioni a margine di un decreto “eccessivamente creativo””, in *Giur. Comm.*, II, 2014, 113 ss.

DENOZZA F., “Rules vs Standards nella disciplina dei gruppi: l’inefficienza delle compensazioni virtuali”, in *Giur. Comm.*, 2000, I, 327.

DENOZZA F., “I requisiti di indipendenza”, 2005, reperibile su www.nedcommunity.com.

DENOZZA F., “L’“amministratore di minoranza” e i suoi critici”, in *Giur. Comm.*, 6, 2005, 767.

DENOZZA F., “Quattro variazioni sul tema: “contratto, impresa e società” nel pensiero di Carlo Angelici”, in *Giur. Comm.*, 3, 2013, 480.

DE JONGH J.M., “Shareholder activism at the Dutch East India Company 1622 – 1625”, 2010, paper presentato alla Conference on the Origins & History of Shareholder Advocacy, Yale School of Management, Millstein Center for Corporate Governance and Performance November 6 and 7, 2009, reperibile su www.ssrn.com.

DE POLI M., ““Interessi” e “conflitto di interessi” degli amministratori nella società per azioni”, gennaio 2005, 4, reperibile su www.dirittobancario.it.

DE PRA A., “Le obbligazioni degli esponenti bancari”, in *Giur. Comm.*, 2008, 6, 1140.

DE PRA A., “Deliberazione negativa votata in conflitto d’interessi e divieto di voto del socio-amministratore”, in *Giur. Comm.* 5, 2010, 922.

DI CATALDO V., “Problemi nuovi in tema di responsabilità di amministratori di società per azioni: dal possibile affievolimento della solidarietà all’incerto destino dell’azione della minoranza”, in *Giur. Comm.*, I, 2004, 644.

DIGNAM A. – LOWRY J., “Company Law”, Oxford, 2014.

DI NOIA C. – PUCCI E., “Il nuovo Codice di autodisciplina delle società quotate: motivazioni e principali novità”, in *Riv. Dir. Soc.*, 1, 2012.

DI SABATO F., “Diritto delle società”, Milano, 2011.

DRISALDI R., “Gli amministratori indipendenti nella disciplina e nella prassi: comparazioni e riflessioni”, in *Le Società*, 7, 2014, 791.

DURANTE F., “I regolamenti della Consob sostanzialmente indipendenti”, 2004 reperibile su www.altalex.it.

D’ERCOLE C., “Amministratori non esecutivi, indipendenti, di minoranza”, Università Cattolica del Sacro Cuore, seminario sulla struttura del CdA nelle quotate fra diritto e soft law (Pisa, 1-2 dicembre 2006).

- EASTERBROOK F. – FISCHEL D., “The economic structure of corporate law” (trad. it. “L’economia della società per azioni”, 1996).
- EINSENBURG M., “Obblighi e responsabilità degli amministratori e dei funzionari delle società nel diritto americano”, in *Giur. Comm.*, 1992, 631.
- ENRIQUES L., “The law on company directors’ self-dealing: a comparative analysis”, in *International & Comparative Corporate Law Journal*, Vol. 2, 2000, 297.
- ENRIQUES L., “La disciplina del conflitto di interessi degli amministratori di S.p.A.: novità e raccordo con le disposizioni in tema di obbligazioni degli esponenti aziendali di banche”, in *Dir. banca merc. fin.*, 2003, 426.
- ENRIQUES L. – CONAC P. – GELTER M., “Constraining dominant shareholders’ self-dealing: the legal framework in France, Germany and Italy”, in *European Company and Financial Law Review*, Vol. 4, No. 4, 2007.
- ENRIQUES L., “La corporate governance delle società quotate italiane: sfide e opportunità”, in *Giur. Comm.*, 4, 2012, 493.
- ENRIQUES L., “Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges (With a Critique of the European Commission Proposal)”, ECGI working paper n. 267/2014.
- ENRIQUES L., “Quella multa che colpisce solo gli indipendenti nel CdA”, 9 maggio 2014, www.lavoce.info.
- ENRIQUES L. - HERTIG G. – KANDA H., “Related-Party Transactions” in “The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach”, Oxford, 2009.
- ENRIQUES L. – HANSMANN H. – KRAAKMAN R., “The basic governance structure: the interests of shareholders as a class”, in “The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach”, Oxford University Press, 2009
- ESPOSITO S., “Le operazioni con parti correlate: regole sulla trasparenza e sul governo societario”, in *Riv. Dir. Comm.*, 2010, I, 884.
- FAMA E.F. – JENSEN M.J., “Separation of ownership and control”, in *The journal of law and economics*, 1983, p. 302.
- FARRAR J. – WATSON S., “Self dealing, fair dealing and related party transactions – history, policy and reform”, in *The Journal of Corporate Law Studies*, Vol. 11, No. 2, 495, 2011.
- FAVELLA R., “Il regolamento Consob sulle operazioni con parti correlate”, in *Banche e Banchieri*, 1, 2012, 34.
- FERRARI A., “L’abuso del diritto nelle società”, Cedam, 1998
- FERRARINI G., “Ruolo degli amministratori indipendenti e lead independent director”, in “La corporate governance e il risparmio gestito”, Assogestioni, 2006, 6, reperibile su www.assogestioni.it.
- FERRARINI G. – FILIPPELLI M., “Independent directors and controlling shareholders around the world”, ECGI Law Working Paper n. 258/2014.
- FERRARINI G. – GIUDICI P., “Financial scandals and the role of private enforcement: the Parmalat case”, ECGI Law Working Paper n. 40/2005.
- FERRI G., “Poteri della maggioranza e diritti del socio”, in *banca Borsa e Tit. Cred.*, 1952, II, 162.

- FERRO-LUZZI P., “Le innovazioni alla disciplina societaria: obbligazioni e operazioni con parti correlate”, *Bancaria* 7-8, 2004, 47.
- FERRO-LUZZI P., “Le “obbligazioni degli esponenti aziendali”; l’art. 136, comma 2-bis T.U.B.; il doppio esercizio delle “funzioni rilevanti””, in *Banca, Borsa e Tit. Cred.*, 2006, 4, I, 469.
- FERRO-LUZZI P., “Indipendente... da chi; da cosa?”, in *Riv. Soc.*, 2008, 204.
- FERRO-LUZZI P., “Le operazioni con parti correlate infragruppo” in “Le operazioni con parti correlate”, *Atti del Convegno presso Università del Sacro Cuore, Piacenza*, 2011.
- FLEISCHER H. – AGSTNER R., “L’invalidità delle deliberazioni assembleari di S.p.A. Comparazione di sistemi tra path dependency e prospettive di riforma”, in *Riv. Soc.*, 6, 2014, 1217.
- FLICK G. M., “Cumulo tra sanzioni penali e amministrative: doppio binario o binario morto? («materia penale», giusto processo e ne bis in idem nella sentenza della Corte EDU, 4 marzo 2014, sul Market Abuse), in *Riv. Soc.*, 5, 2014, 953.
- FOSCHINI M., “Le operazioni con parti correlate e l’attuazione dei principi di cui all’art. 2391-bis del codice civile” in *Studi per Franco di Sabato, Napoli* 2009, III.
- FOX R. – KINGSLEY B. , “The UK Financial Services Rulebooks”, Sweet & Maxwell, 2013.
- FRENCH D. – MAYSON S. – RYAN C., “Company Law”, Oxford, 2014.
- GALGANO F., “Le nuove società di capitali e cooperative” in *Il Nuovo Diritto Societario, nel Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell’economia diretto da F. Galgano*, 2006.
- GAMBINO A., “La disciplina del conflitto di interessi del socio” in *Riv. Dir. Comm.*, 1969, 384 ss..
- GAMBINO A., “Il principio di correttezza nell’ordinamento delle spa”, Giuffrè, 1987.
- GAMBINO A., “Etica dell’impresa e codici di comportamento”, in *Riv. Dir. Comm.* 2005, 881.
- GASPARRI G., “I controlli interni nelle società quotate. Gli assetti della disciplina italiana e i problemi aperti”, *Quaderno Giuridico Consob* 4, 2013, reperibile su www.consob.it.
- GELTER M., “Taming or Protecting the Modern Corporation? Shareholder-Stakeholder Debates in a Comparative Light”, *ECGI Law Working Paper No. 165/2010*.
- GELTER M., “Why do Shareholder Derivative Suits Remain Rare in Continental Europe?”, in *Brooklyn Journal of International Law*, vol. 37, no. 3, 2012.
- GERNER-BEUERLE C. – PAECH P. – SCHUSTER E.P., “Study on Directors’ Duties and Liabilities”, report redatto per la Commissione Europea, London School of Economics, Aprile 2013.
- GEPKEN-JAGER E. – TIMMERMAN L. – VAN SOLINGE G., “VOC 1602-2002, 400 years of Company Law”, Olanda, 2005.
- GHEZZI F., “La nuova disciplina dei legami personali in Italia” in *Mercato Concorrenza Regole*, 2, 2012, 199.

- GILOTTA S., “Interesse di gruppo e nuove regole sulle operazioni con parti correlate: una convivenza difficile”, in *Giur. Comm.*, 2012, 2, 254.
- GINEVRA E., “Prezzo e sovrapprezzo negli aumenti di capitale”, in *Dialoghi tra giuristi e aziendalisti in tema di operazioni straordinarie, a cura di M. Notari, Giuffrè*, 2008.
- GIORGIANNI F., “Responsabilità dei gestori di S.P.A. e dovere di fedeltà: variazioni sul tema”, in *Riv. Dir. Comm.*, 2010, I, 152.
- GIORGIANNI F. – TARDIVO G.M., “Manuale di diritto bancario e degli operatori finanziari”, Giuffrè, 2012.
- GIUDICI P., “Representative Litigation in Italian Capital Markets: Italian Derivative Suits and (if ever) Securities Class Actions”, 6 *Eur. Company & Fin. L. Rev.* 246 (2009).
- GIUDICI P., “Neo-quotate, piccole quotate e società con azioni diffuse: lo speciale regime per le operazioni con parti correlate”, in *Le Società* 7, 2010, 871.
- GORDON J., “The Rise of Independent Directors in the United States, 1950 - 2005: of Shareholder Value and Stock Market Prices”, *Columbia Law and Economics Working Paper n. 323/2006*, 1468, anche in *ECGI, Law Working Paper n. 74/2006*.
- GRASSINI F., “C’è un ruolo per gli amministratori indipendenti?”, in *Mercato Concorrenza Regole*, agosto 2004.
- GREENE D., “Shareholder Claims”, Bristol, 2012.
- GROMIS DI TRANA M., “Le parti correlate nell’economia d’azienda”, Giuffrè, 2014.
- GUERRERA F., “Abuso del voto e controllo “di correttezza” sul procedimento deliberativo assembleare”, in *Riv. Soc.*, 1, 2002, 181.
- GUERRERA F., “La responsabilità «deliberativa» nelle società di capitali”, Torino, 2004.
- GUERRERA F., “Le competenze degli organi sociali nelle procedure di regolazione della crisi”, in *Riv. Soc.*, 6, 2013, 1114.
- GUERRERA F., ““Interessi” degli azionisti e partecipazione “differenziata” ai processi decisionali (considerazioni sul c.d. whitewash nelle società aperte)”, in *RDS* 1, 2015, 94.
- GUIZZI G., “Interessi degli amministratori e operazioni con parti correlate”, in “La governance nelle società di capitali”, M. VIETTI (a cura di), Egea, 2013.
- GUIZZI G., “Commento sub art. 2391”, in *Commentario Niccolini – Stagno d’Alcontres*, 2004.
- HANNIGAN B., “Company Law”, Oxford 2012.
- HARVEY R., “Rights of the Minority Stockholder”, New York, 1909.
- HENRY E. – PALIA D., “Related Party Transactions: Associations with Corporate Governance and Firm Value”, 2004.
- HENRY E. – GORDON E. – REED B. – LOUWERS T., “The Role of Related Party Transactions in Fraudulent Financial Reporting”, University of Miami, 2006.
- HOLLANDER C. – SALZEDO S., “Conflict of Interests”, London, 2011.
- HOLLINGTON R., “Hollington on Shareholders’ Rights”, London, 2013.
- HOPT K., “Modern Company and Capital Market Problems: improving European

corporate governance after Enron”, in “After Enron, improving corporate law and modernising securities regulation in Europe and the U.S.”, J. ARMOUR, J. A. MCCAHERY (a cura di), eds., Oxford (Hart), 2006, 445-496.

HOPT K., “Corporate Governance in Europe. A Critical Review of the European Commission’s Initiatives in Corporate Law and Corporate Governance, ECGI Law Working paper n. 296, 2015.

HORTON C. – WESTON J., “Significant Transactions and Related Party Transactions”, in “A practitioner’s guide to the FCA listing regime 2014/2015”, London, 2014.

HOUBEN M., “Operazioni con parti correlate e operazioni con soggetti collegati: confini e sovrapposizioni. Le interferenze soggettive e oggettive nelle banche quotate”, in Banca, Borsa e Tit. Cred., 2014, 4, 447.

HOUBEN M., “Banche quotate e procedure per le operazioni con parti correlate: principi Consob e disposizioni della Banca d’Italia”, in BIS, 2014, 152.

IRRERA M., “Le delibere del consiglio di amministrazione. Vizi e strumenti di tutela.2, Milano, 2000.

IRRERA M., “La patologia delle delibere consiliari”, in Giur. Comm., 2004, I, 1137.

JAEGER P.G., “L’interesse sociale”, Milano 1964.

JAEGER P.G., “L’interesse sociale rivisitato (quarant’anni dopo)”, in Giur. Comm., 2000, I, 798.

JASANOFF M., “Edge of Empire: Lives, Culture, and Conquest in the East, 1750-1850”, Cambridge MA, 2005.

JENSEN M.J. – MECKLING W.H., “Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure”, in Journal of financial economics, 1976.

JOFFEE QC V. – DRAKE D. – RICHARDSON G. – LIGHTMAN D. – COLLINGWOOD T., “Minority Shareholders. Law, Practice, and Procedure”, Oxford, 2011.

JOHNSON S. - LA PORTA R. - LOPEZ DE SILANES F. – SHLEIFER A., “Tunneling”, in Am. Econom. Rev. 2000.

JONES V. – PIERCE C., “Corporate Governance in the United Kingdom”, Global Governance Services Ltd., 2013.

KEAY A., “Directors’ Duties”, Bristol, 2014.

LAMANDINI M., commento all’art. 2359 in “Società di Capitali, Commentario Niccolini-Stagno d’Alcontres”, 2004.

LAMANDINI M., commento all’art. 23 TUB in “Commentario al Testo Unico Bancario” a cura di Porzio e altri, 2010.

LA MARCA E., “Alla ricerca dell’interesse della società al suo scioglimento tra conflitto di interessi e abuso di potere”, in Banca Borsa e Tit. Cred., 5, 2014, 590.

LATELLA D., “L’azione sociale di responsabilità esercitata dalla minoranza”, Giappichelli 2007.

LATELLA D., “Shareholder Derivative Suits: A Comparative Analysis and the Implications of the European Shareholders’ Rights Directive”, 6 Eur. Company & Fin. L. Rev. 307, 319 (2009).

LEMBO M., “L’articolo 136 del t.u.b. dopo l’adozione della nuova disciplina delle

operazioni con parti correlate. Brevi riflessioni anche in relazione al riformato articolo 53 del t.u.b ed alla recentissima disciplina dei “soggetti collegati”.”, settembre 2012, reperibile su www.dirittobancario.com.

LIBERTINI M., “Ancora in tema di contratto, impresa e società. Un commento a Francesco Denozza, in difesa dello “Istituzionalismo debole””, in *Giur. Comm.*, 4, 2014, 669.

LIBONATI B., *Assemblea e patti parasociali*, in *Riv. Soc.*, 2002, 463.

LOWRY J. – REISBERG A., “*Pettet’s Company Law: Company Law & Corporate Finance*”, Pearson, 2012.

MACRÌ C., “Note minime su interessi degli amministratori e rapporti con parti correlate” reperibile su www.dircomm.it, 2012.

MAFFEIS D., “Il conflitto di interessi nel contratto dell’amministratore di società per azioni”, commento a Cass., sez. I civile, 26 gennaio 2006, n. 1525, reperibile su www.dirittobancario.it

MAGGIORE R. – QUATTROCCHI D., “La “nuova” disciplina delle obbligazioni degli esponenti bancari: alcune considerazioni sistematiche”, aprile 2013, reperibile su www.dirittobancario.com.

F. MAGLIULO F. – TASSINARI F., “Il funzionamento dell’assemblea di S.p.A. nel sistema tradizionale” in *Notariato e nuovo diritto societario*, IPSOA 2008.

MANFRIN F. – VITALI M. L., “Relazione introduttiva in tema di determinazione del prezzo e del sovrapprezzo negli aumenti di capitale sociale a pagamento”, in *Dialoghi tra giuristi e aziendalisti in tema di operazioni straordinarie*, a cura di M. Notari, Giuffrè, 2008.

MARCHETTI C., “Il conflitto d’interessi degli amministratori di società per azioni: i modelli di definizione di un problema in un’analisi economica comparata.”, in *Giur. Comm.*, 2004, 6, 1229.

MARCHETTI P., “In tema di funzionamento dell’assemblea: problemi e prospettive”, *Riv. Soc.* 2001, 128.

MARCHETTI P., “L’indipendenza degli amministratori”, in “*La corporate governance e il risparmio gestito*”, Assogestioni, 2006, reperibile su www.assogestioni.it.

MAUGERI M., “Le operazioni con parti correlate nei gruppi societari”, in *Riv. Dir. Comm.*, 2010, 887.

MAUGERI M., “Le deliberazioni assembleari «consultive» nella società per azioni”, in “*Società, Banche e Crisi d’impresa*”, liber amicorum P. Abbadessa, Torino, 2014, I, 819.

MAZZARINI G., “Appunti in tema di interessi degli amministratori, obbligazioni degli esponenti aziendali e parti correlate nell’esperienza di una rurale”, marzo 2013, reperibile su www.dirittobancario.com.

MAZZONI A., “Operazioni con parti correlate e abusi”, testo della relazione al Convegno «A quindici anni dal T.U.F.. Bilanci e prospettive», 13 e 14 giugno 2013, Università Bocconi di Milano.

MELI V., “La disciplina degli interessi degli amministratori di s.p.a. tra nuovo sistema e vecchi problemi”, in *AGE*, 1, 2003, 163.

- MENGONI L., “Appunti per una revisione della teoria sul conflitto di interessi nelle deliberazioni di assemblea delle società per azioni”, in Riv. Soc., 1956, 446.
- MERUZZI G., “L’informativa endo-societaria nella società per azioni”, in Contr. Imp., 3, 2010, 786.
- MERUZZI G., "Il dovere degli amministratori di agire in modo informato e l'organizzazione interna della società per azioni", in "Le clausole generali nel diritto societario", 2011, a cura di G. MERUZZI e G. TANTINI, nel Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia diretto da F. GALGANO.
- MICHELI N., “Gli amministratori indipendenti nel comitato parti correlate”, in Giur. Comm., 5, 2014, 1027
- MIGNOLI A., “L’interesse sociale”, in Riv. Soc., 1958, 740.
- MIGNOLI A., “Le assemblee speciali”, Giuffrè, 1960
- MILITIELLO V., “I reati di infedeltà”, in Dir. Pen. Processo, 2002, 702.
- MINERVINI G., “Gli interessi degli amministratori di s.p.a.”, in Giur. Comm., 2, 2006.
- MIOLA M., “Atti estranei all’oggetto sociale ed autorizzazioni e ratifiche assembleari dal vecchio al nuovo diritto societario”, in Banca Borsa e Tit. Cred., 3, 2009, 275.
- MIOLA M., “Le operazioni con parti correlate”, in “Amministrazione e controllo nel diritto delle società”, liber amicorum A. Piras, Torino, 2010.
- MOLLO G., “Responsabilità degli amministratori deleganti di società bancaria per violazione del dovere di agire informato”, in Il nuovo dir. delle soc., 12, 2013, 77.
- MONTALENTI P., “Conflitto di interesse nei gruppi di società e teoria dei vantaggi compensativi”, in Giur. Comm., I, 1995, 710 ss.
- MONTALENTI P., “Il conflitto di interessi nella riforma del diritto societario”, in Riv. Dir. Civ., 2, 2004, 243.
- MONTALENTI P., “Gli obblighi di vigilanza nel quadro dei principi generali sulla responsabilità degli amministratori di società per azioni”, in “Il nuovo diritto delle società”, liber Amicorum G. Campobasso, Torino, 2006.
- MONTALENTI P., “Le operazioni con parti correlate”, in Giur. Comm., 2011, 322.
- MONTALENTI P., “Il sistema dei controlli societari: un quadro d’insieme”, in Giur. It. 10/2013.
- MONTALENTI P., “*Corporate governance*, sistema dei controlli interni e ruolo della Consob: da garante della trasparenza a presidio della correttezza della gestione?”, in Riv. Soc., 1, 2015, 120.
- MONTALENTI P., “Le operazioni con parti correlate: questioni sistematiche e problemi applicativi”, in Riv. Dir. Comm. 1, 2015, 63.
- MOORE M., “Directors’ Duties and Liabilities in United Kingdom”, in C. GERNER-BEUERLE – P. PAECH – E. P. SCHUSTER, “Annex to Study on Directors’ Duties and Liabilities”, report redatto per la Commissione Europea, London School of Economics, aprile 2013.
- MORTIMOR S., “Company Directors Duties, Liabilities, and Remedies”, Oxford, 2013.
- MUCCIARELLI F., “Le “nuove” false comunicazioni sociali: note in ordine sparso”, www.dirittopenalecontemporaneo.it, 18 giugno 2015.

- MUOLO P., “Gli interessi degli amministratori e il nuovo art. 2391 cod. civ.”, in *Dir. e prat. Soc.*, 2009, 12, 25.
- MUSCO E., “I nuovi reati societari”, *Giuffrè*, 2007, 171.
- NAZZICONE L. – PROVIDENTI S., “Amministrazione e controlli nelle società per azioni”, *Giuffrè*, 2010;
- NAZZICONE L., commento sub art. 2391-bis, in “Amministrazione e controlli nelle società per azioni”, L. NAZZICONE - S. PROVIDENTI, *Giuffrè* 2010.
- NIGRO A., “Note in tema di persona giuridica amministratore di società”, in *Riv. del Dir. Soc.* 1, 2007.
- NOTARI M., commento all’art. 2359 in “Commentario alla riforma delle società”, Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari (diretto da), Milano, 2005, 702.
- ODCEC Milano, “Esempi pratici di operazioni con parti correlate”, in *Diritto e Pratica delle Società*, 4, 2011.
- OLIVIERI G., “Amministratori «indipendenti» e «di minoranza» nella legge sulla tutela del risparmio”, in *AGE*, 1, 2006, 23.
- ORSI L., “Assemblea: omessa convocazione dopo trenta giorni”, in *Guida al dir.*, 24 Ore CSM, Milano, 2002, XVI, 74.
- PALMITER A. – PARTNOY F., “Corporations, A Contemporary Approach”, Minnesota, 2010.
- PASQUARIELLO F., commento sub art. 2364 c.c., in “Commentario breve al diritto delle società”, Maffei Alberti (a cura di), 2011.
- PENNISI R., “La disciplina delle società soggette a direzione unitaria ed il recesso nei gruppi”, in “*Il Nuovo Diritto delle Società*”, liber amicorum G. Campobasso, Torino, 2006.
- PERICU A., “Il ruolo degli amministratori indipendenti nei paesi dell’Europa continentale”, in *AGE*, 2003, 122.
- PERONE G., “L’accesso degli amministratori “non esecutivi” alle informazioni sociali nell’ordinamento italiano”, in *Meritum – Belo Horizonte*, 8, 2, 2013, 328
- PESCATORE G., “Società di capitali amministratrice di altra società di capitali”, in *Giur. Comm.*, 6, 2009.
- PESCATORE G., “Prossima fermata: persona giuridica amministratore di fatto”, nota a: Tribunale Milano, 27 febbraio 2012, sez. VIII, in *Giur. Comm.*, 4, 2014, 647.
- PISANI MASSAMORMILE A., Commento sub art. 136, in AA.VV., *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di F. CAPRIGLIONE, II, 2012.
- PISCITELLO P., “La responsabilità degli amministratori di società di capitali tra discrezionalità del giudice e business judgement rule”, in *Riv. Soc.*, 6, 2012, 1167.
- POMELLI A., “La disciplina Consob delle operazioni con parti correlate”, in *Nuove Leggi Civili Commentate*, 2010, 1347.
- POMELLI A., commento sub art. 2391-bis c.c., in “Commentario breve al diritto delle società”, Maffei Alberti (a cura di), 2011.
- POMELLI A. – ENRIQUES L., commento sub art. 2391, in “Commentario breve al diritto delle società” a cura di A. MAFFEI ALBERTI, 2011.

- PORTALE G.B., “Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione”, in *Il nuovo diritto delle società, liber amicorum G. Campobasso*, Torino, 2006.
- PORTALE G.B., “Lezioni di diritto privato comparato”, Giappichelli, 2007.
- PRESTI G. – MACCABRUNI F., “Gli amministratori indipendenti: mito e realtà nelle esperienze anglosassoni”, in *AGE*, 1, 2003, 104.
- PUCCI E., “Il parere degli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate: profili funzionali” in *Riv. Soc.*, 2, 2014.
- RADIN S.A., “The Business Judgment Rule – Fiduciary Duties of Corporate Directors”, Aspen Publishers, 2009.
- REBOA M., “Il monitoring board e gli amministratori indipendenti”, in *Giur. Comm.*, 4, 2010, 657.
- REGOLI D., “Gli amministratori indipendenti” in, “*Il Nuovo Diritto delle Società*”, liber amicorum G. Campobasso, Torino, 2006, 383.
- REGOLI D., “Gli amministratori indipendenti nei codici di autodisciplina europei”, in *RDS*, 1, 2007, 134.
- REGOLI D., “L’informazione delle e sulle operazioni con parti correlate”, in “*Le operazioni con parti correlate. Atti del Convegno presso Università Cattolica del Sacro Cuore, Piacenza*”, 2011, 139.
- REGOLI D., “Gli amministratori indipendenti e i codici di autodisciplina”, in “*La governance delle società di capitali, a dieci anni dalla riforma*”, M. VIETTI (a cura di), Egea, 2013, 129.
- REGOLI D., “Poteri di informazione e controllo degli amministratori non esecutivi”, in “*Società, Banche e Crisi d’impresa*”, liber amicorum P. Abbadessa, Torino, 2014, II, 1121.
- RICCI R., “Il nuovo reato di false comunicazioni sociali, commento alla legge 27 maggio 2015, n. 69”, Giappichelli, 2015.
- RINGE W., “Independent Directors: After the Crisis”, University of Oxford legal research paper series no. 72/2013.
- RODORF R., “Gli amministratori indipendenti”, in *Giur. Comm.*, 2, 2007, 143.
- ROSSI G., “Sul significato dell’avverbio «indirettamente» nell’art. 38 della legge bancaria”, in *Riv. soc.*, 1979, 169.
- RYNGAERT M. – THOMAS S., “Related Party Transactions: Their Origins and Wealth Effects”, 2007, reperibile su www.ssrn.com
- SACCHI R., “Amministratori deleganti e dovere di agire in modo informato”, in *Giur. Comm.*, 2, 2008.
- SACCHI R., “Interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders”, *Quaderni di Giur. Comm.*, 2010.
- SACCHI R., “La responsabilità gestionale nella crisi dell’impresa societaria”, in *Giur. Comm.*, 2, 2014, 304.
- SALAFIA V., “Amministrazione e controllo delle società di capitali nella recente riforma societaria”, in *Le Società*, 2002, 1468.)

- SALAFIA V., “Amministratori senza deleghe fra vecchio e nuovo diritto societario”, in *Le Società*, 2006, 292.
- SALAFIA V., “Le operazioni con parti correlate” in *Le Società*, 6, 2010, 735.
- SALAFIA V., “L’eccesso di potere nell’approvazione delle delibere assembleari”, nota a Trib. Milano, Sez. Impresa del 22 gennaio 2015, in *Le Società* 7, 2015, 831.
- SALANITRO N., “L’invalidità delle deliberazioni del consiglio di amministrazione di società per azioni”, Milano, 1965.
- SALANITRO N., “Nozione e disciplina degli amministratori indipendenti”, in *Banca Borsa Tit. Cred.*, 1, 2008, 1.
- SALANITRO N., “Amministratori deleganti e dovere di agire in modo informato”, in *Giur. Comm.*, 2, 2008, 4.
- SANFILIPPO P.M., “Il presidente del consiglio di amministrazione nelle società per azioni” in “*Il Nuovo Diritto delle Società*”, liber amicorum G. Campobasso, II, Torino, 2006, 469.
- SANFILIPPO P.M., “Eleggibilità di persona giuridica a liquidatore o anche ad amministratore di società di capitali?”, in *Giur. Comm.*, 3, 2008, 654.
- SANTAGATA R., “Interlocking directorates ed «interessi degli amministratori» di società per azioni”, in *Riv. Soc.* 2009, 311.
- SANTOSUOSSO D.U., “Sul Collegamento societario nell’ambito dei poteri di fatto di società su società”, *Giur. Comm.*, 2002, 712
- SANZO S., “Denuncia al collegio sindacale e al tribunale”, in *Giur. It.* 10, 2013.
- SCARPA D., “Asimmetrie informative interorganiche nelle società quotate” in *Giur. Comm.* 2009, 03, 499.
- SCARPA D., “Organizzazione societaria come sistema informativo e riflessi sull’agere amministrativo”, in *Giur. Comm.*, 2010, I, 73.
- SCOGNAMIGLIO G., “Autonomia e coordinamento nella disciplina dei gruppi di società”, Torino, 1996, 189.
- SERRA A., “Il procedimento assembleare”, in *Il nuovo diritto delle società*, liber amicorum G. Campobasso, II, Torino, 2006.
- SERRA A., commento all’art. 23 TUB in “*Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*” a cura di F. Capriglione.
- SHEIKH S., “*Company Law Handbook 2015*”, Bloomsbury Professional, 2014.
- STAROLA L., “Operazioni con parti correlate, direzione e coordinamento: sovrapposizioni e interrelazioni”, *Corriere Tributario* n. 29/2011, 2357.
- STELLA RICHTER JR. M., “Forma e contenuto dell’atto costitutivo”, in *Trattato Colombo-Portale*, 1*, Torino, 2004, 316.
- STELLA RICHTER JR. M., “Regole delle procedure per le operazioni con parti correlate e modificazioni statutarie conseguenti”, in “*Le operazioni con parti correlate. Atti del Convegno presso Università Cattolica del Sacro Cuore, Piacenza*”, 2011.
- STRAMPELLI G., “Sistemi di controllo e indipendenza nelle società per azioni”, Milano, 2013.
- TERRUSI F., “L’invalidità delle delibere assembleari della S.p.A.”, Giuffrè, 2007.

TOMASIC T., “Shareholder activism and litigation against UK banks - the limits of company law and the desperate resort to human rights claims?”, Paper prepared for Conference on “Directors Duties and Shareholder Litigation in the wake of the Financial Crisis”, The Centre for Business Law and Practice, University of Leeds, 20 September 2010.

TOMBARI U., “Riforma del diritto societario e gruppi di imprese”, in *Il nuovo diritto delle società di capitali e delle società cooperative*, a cura di M. RESCIGNO e A. SCIARRONE ALIBRANDI, Giuffrè 2004, 182.

TOMBARI U., “Verso uno «statuto speciale» degli amministratori indipendenti”, in *Riv. Dir. Soc.*, 1, 2007, 57.

TOMBARI U., “Diritto dei gruppi di imprese”, Giuffrè, 2010.

TOMBARI U., “Amministratori indipendenti, sistema dei controlli e corporate governance: quale futuro?”, in *Banca Borsa e Tit. Cred.*, 2012, 5, 506.

TORCHIA L., “Il potere sanzionatorio della Consob dinanzi alle corti europee e nazionali”, intervento al Convegno su “40 anni della legge istitutiva della Consob. Dal controllo della trasparenza dell’informazione al presidio della governance”, Milano, Università Bocconi, 29 e 30 ottobre 2014.

TROISE MANGONI W., “Il potere sanzionatorio della Consob. Profili procedurali e strumentalità rispetto alla funzione regolatoria”, Milano, 2013.

TROISE MANGONI W., “La pubblicazione della sanzione irrogata dalla Consob: natura discrezionale della decisione e profili problematici relativi al procedimento sanzionatorio”, relazione convegno AIPDA, 2014, reperibile su www.diritto-amministrativo.org.

TROISI A., “Le operazioni con parti correlate in ambito bancario e finanziario”, *Banca, Borsa e Tit. Cred.*, 5, 2011, 649.

VENTORUZZO M., commento all’art. 2388 in “Commentario alla riforma delle società”, Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari (diretto da), Milano, 2005.

VENTORUZZO M., Articolo 2391, in “Commentario alla riforma delle società”, Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari (diretto da), Milano, 2005, 427.

VICARI A., “Gli azionisti nella fusione di società”, Giuffrè, 2004.

VIGO R., “I «particolari diritti riguardanti l’amministrazione della società» a responsabilità limitata e i profitti extralucrativi nel diritto societario”, in “Società, Banche e Crisi d’impresa”, *liber amicorum P. Abbadessa*, Torino, 2014, II, 1977.

ZAMPERETTI G.M., “Il «nuovo» conflitto di interessi degli amministratori di s.p.a.: profili sparsi di fattispecie e disciplina”, in *Le Società*, 9, 2005, 108.

ZAMPERETTI G.M., “Il dovere di informazione degli amministratori nella governance delle società per azioni”, Giuffrè, 2005.

ZANNOTTI R., “Il nuovo diritto penale dell’economia”, Milano, 2008.

ZHAO Y., “Corporate Governance and Directors’ Independence”, Wolters Kluwer, 2011.

INDICE DELLA GIURISPRUDENZA

ITALIA

Tribunale

Trib. Roma, 18 marzo 1982
Trib. Milano, 26 giugno 1983
Trib. Milano, 16 luglio 1999
Trib. Milano, 3 settembre 2003
Trib. Milano, 14 aprile 2004
Trib. Milano, 29 maggio 2004
Trib. Milano, 26 giugno 2004
Trib. Catania, 7 agosto 2007
Trib. Chieti, 6 febbraio 2008, n. 74
Trib. Milano, 3 giugno 2008
Trib. Napoli, 20 giugno 2008
Trib. Bari, 20 ottobre 2008, n. 2392
Trib. Perugia, del 25 giugno 2008
Trib. Milano, 14 gennaio 2010
Trib. Belluno, 13 febbraio 2010
Trib. Salerno, Sez. I, 9 marzo 2010
Trib. Milano, 21 giugno 2010, n. 28208
Trib. Trieste, 8 ottobre 2011
Trib. Milano, 13 giugno 2012, n. 643
Trib. Milano, 13 giugno 2012, n. 644
Trib. Milano, 27 febbraio 2012
Trib. Roma, 19 marzo 2013;
Trib. Parma, Decreto 28 marzo 2013
Trib. Milano, Ordinanza 20 dicembre 2013
Trib. Milano, 12 febbraio 2014
Trib. Roma, 4 giugno 2014, n. 12216
Trib. Milano, Sez. Impresa, 22 gennaio 2015

Corte d'Appello

Corte App. Brescia, decreto dell'8 febbraio 2001
Corte App. Milano, del 31 marzo 2004
Corte App. Perugia, del 31 gennaio 2013

Corte di Cassazione

Cass. Torino, 18 marzo 1920, in Riv. Dir. Comm., 1921, II, 127
Cass. 21 novembre 1978, n. 5400
Cass. 28 aprile 1997, n. 3652
Cass. Civ. Sez. I, 21 marzo 2000, n. 3312
Cass. n. 5718 del 2004
Cass. Civ., Sez. I, 12 dicembre 2005, n. 27387
Cass. Pen., Sez. V, n. 23838/200
Cass. Civ., Sez. I, 12 luglio 2007, n. 15613
Cass. Civ., sez. I, 17 luglio 2007, n. 15950

Cass. 28 agosto 2009, n. 18231
Cass. Pen. Sez. V, 04 maggio 2011 n. 28932
Cass. Pen., Sez V, n. 40380 del 26 aprile 2012
Cass. Pen., Sez. V 08 novembre 2012 n. 4324
Cass. Pen., Sez. V, sentenza n. 5848 del 13 novembre 2012
Cass. 5 febbraio 2013, n. 2737
Cass. Civ. Sez. I, 22 aprile 2013, n. 9680
Cass. Civ. n. 13081/2013
Cass. Pen., Sez. V, sentenza n. 518974 del 4 luglio 2013
Cass. Pen., sez. V, sentenza 27 settembre 2013, n. 4619
Cass. Pen., Sez. V, sentenza n. 29605 del 7 luglio 2014

Consiglio di Stato

Consiglio di Stato, con ordinanza del 2 ottobre 2014 nel ricorso n. 4491/2014, N. 07566_2014 REG.RIC.

Corte Costituzionale

Corte Costituzionale del 27 giugno 2012, n. 162

Arbitrati

Collegio Arbitrale, 2 luglio 2009

REGNO UNITO

Charitable Corp. v. Sutton, 2 Atk. 400, 404 (1742)
Menier v Hooper's Telegraph Works (1874) LR 9 Ch App 350
MacDougall v Gardiner (1875) 1 ChD 13
Barron v Potter [1914] 1 Ch 895
Foster v Foster [1916] 1 Ch 532
Regal (Hastings) Ltd v Gulliver [1942] 1 All ER 378, 389
Transvaal Lands Co v New Belgian (Transvaal) Land & Development Co [1942] 2 Ch 488
Chartebridge Corporation v Lloyds Bank [1970] Ch 62
Re Duckwari plc (No 1) [1997] 2 BCLC 713
Arrow Nominees Inc v Blackledge [2000] 2 BCLC 167
in Re Bradcrown Ltd [2001] 1 BCLC 547
Regentcrest plc v Cohen [2001] 2 BCLC 80 [120].
Re OneTel Ltd (in liq); ASIC v Rich (2003) NSWSC 85.
Ultraframe (UK) Ltd v Fielding [2005] UKHC 1638 (Ch)
NBH Ltd v Hoare [2006] 2 BCLC 649
Harley Street Capital Ltd v Tchigirinsky (No 2) [2005] EWHC 1897 (Ch), [2006] BCC 209
Newgate Stud Co v Penfold [2008] 1 BCLC 46
Roder UK Ltd v Titan Marquee Ltd [2011] EWCA Civ 1126

STATI UNITI D'AMERICA

Carter v. Spring Perch Co., 155 A. 832, 113 Conn. 636 (Conn. 1931)

Krall v. Krall, 106 A.2d 165, 141 Conn. 325 (Conn. 1954)
Greenberg v. Harrison, 124 A.2d 216, 143 Conn. 519 (Conn. 1956)
Ivanhoe Partners v. Newmont Min. Corp., 535 A.2d 1334 (Del. Supr. 1987)
Solomon v. Armstrong, 747 A.2d 1098 (Del. Ch. 1999)
Orman v. Cullman, 794 A.2d 5, (Del. Ch. 2002)
Telxon Corp v. Meyerson 802 A.2d. 257 (Del. 2002), 264
Weinstein Enterprises, Inc. v. Orloff, 870 A.2d 499, (Del. Supr. 2005)
ECA, Local 134 IBEW Joint Pension Trust of Chicago v. JP Morgan Chase Comma,
553 F.3d 187 (US Court of Appeals, 2nd Circuit, 2009)
City of St. Clair Shores General Employees Retirement System v. Inland Western
Retail Real Estate Trust, Inc., 635 F. Supp. 2d 783; 2009 U.S. Dist. LEXIS 27984 (U.S.
District Court for the northern district of Illinois, Eastern Division, April 1, 2009)
In re NM Holdings Company, LLC, 405 B.R. 830; 2010 U.S. App. LEXIS 20186
(United States Bankruptcy Court, E.D. Michigan, Southern Division, October 16,
2008)
Re Barings plc (No. 5) [1999] 1 BCLC 433, confermata da [2000] 1 BCLC 523, CA;
Dorchester Finance Co Ltd v Stebbings [1989] BCLC 498
Daniels v AWA Ltd (1995) 37 NSWLR 438
In re Interbank Funding Corp. v. Radin Glass & Co, LLP, 629 F.3d 213; 2010 U.S.
App. LEXIS 26281; Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P96,003, (United States Court of
Appeals for the District of Columbia circuit, December 28, 2010)

CORTE EUROPEA DEI DIRITTI DELL'UOMO

Sentenza Corte EDU, Grande Stevens e altri contro Italia - ric. 18640/10, 18647/10,
18663/10, 18668/10 e 18698/10 - depositata il 4 marzo 2014