

## DECLARATORIA SULLA TESI DI DOTTORATO

La sottoscritta

COGNOME	ROMANO
NOME	RAFFAELLA
Matricola di iscrizione al Dottorato	1288059

Titolo della tesi:

*Presidi e responsabilità nella disciplina Consob delle operazioni con parti correlate*

Dottorato di ricerca in	DIRITTO DELL'IMPRESA
Ciclo	XXIII
Tutor	Prof. Marco Ventoruzzo
Anno di discussione	2012

### DICHIARA

sotto la sua responsabilità di essere a conoscenza:

- 1) che, ai sensi del D.P.R. 28.12.2000, N. 445, le dichiarazioni mendaci, la falsità negli atti e l'uso di atti falsi sono puniti ai sensi del codice penale e delle Leggi speciali in materia, e che nel caso ricorressero dette ipotesi, decade fin dall'inizio e senza necessità di nessuna formalità dai benefici previsti dalla presente declaratoria e da quella sull'embargo;
- 2) che l'Università ha l'obbligo, ai sensi dell'art. 6, comma 11, del Decreto Ministeriale 30 aprile 1999 prot. n. 224/1999, di curare il

deposito di copia della tesi finale presso le Biblioteche Nazionali Centrali di Roma e Firenze, dove sarà consentita la consultabilità, fatto salvo l'eventuale embargo legato alla necessità di tutelare i diritti di enti esterni terzi e di sfruttamento industriale/commerciale dei contenuti della tesi;

- 3) che il Servizio Biblioteca Bocconi archiverà la tesi nel proprio Archivio istituzionale ad Accesso Aperto e che consentirà unicamente la consultabilità on-line del testo completo (fatto salvo l'eventuale embargo);
- 4) che per l'archiviazione presso la Biblioteca Bocconi, l'Università richiede che la tesi sia consegnata dal dottorando alla Società NORMADEC (operante in nome e per conto dell'Università) tramite procedura on-line con contenuto non modificabile e che la Società Normadec indicherà in ogni piè di pagina le seguenti informazioni:
  - tesi di dottorato *Presidi e responsabilità nella disciplina Consob delle operazioni con parti correlate*;
  - di Romano Raffaella ;
  - discussa presso l'Università commerciale Luigi Bocconi – Milano nell'anno 2012;
  - La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore (legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche). Sono comunque fatti salvi i diritti dell'Università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte;
- 5) che la copia della tesi depositata presso la NORMADEC tramite procedura on-line è del tutto identica a quelle consegnate/inviate ai Commissari e a qualsiasi altra copia depositata negli Uffici dell'Ateneo

in forma cartacea o digitale e che di conseguenza va esclusa qualsiasi responsabilità dell'Ateneo stesso per quanto riguarda eventuali errori, imprecisioni o omissioni nei contenuti della tesi;

- 6) che il contenuto e l'organizzazione della tesi è opera originale realizzata dal sottoscritto e non compromette in alcun modo i diritti di terzi (legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche), ivi compresi quelli relativi alla sicurezza dei dati personali; che pertanto l'Università è in ogni caso esente da responsabilità di qualsivoglia natura, civile, amministrativa o penale e sarà dal sottoscritto tenuta indenne da qualsiasi richiesta o rivendicazione da parte di terzi;
- 7) che la tesi di dottorato non è il risultato di attività rientranti nella normativa sulla proprietà industriale, non è stata prodotta nell'ambito di progetti finanziati da soggetti pubblici o privati con vincoli alla divulgazione dei risultati; non è oggetto di eventuali registrazioni di tipo brevettale o di tutela, e quindi non è soggetta a embargo;

30 gennaio 2012

F.to Raffaella Romano

## Indice

### Introduzione

### Capitolo I - Il quadro normativo ..... 10

1. L'art. 2391 *bis* c.c. e la delega alla Consob ..... 10
2. La criticità delle operazioni con parti correlate e la necessità di una loro regolamentazione..... 12
3. Il panorama normativo, regolamentare e di autodisciplina pre-esistente. Una breve rassegna. .... 16
  - 3.1. *Trasparenza* ..... 17
    - 3.1.1. *Informativa al mercato* ..... 17
    - 3.1.2. *Informativa contabile*..... 19
  - 3.2. *Correttezza procedurale e sostanziale* ..... 22
  - 3.3. *Interessi degli amministratori e direzione e coordinamento* . 25
4. L'attuazione della delega ..... 29
  - 4.1. *Le analisi preliminari e la consultazione*..... 30
  - 4.2. *L'analisi costi-benefici delle opzioni regolamentari* ..... 35
  - 4.3. *Il Regolamento Parti Correlate* ..... 41

### Capitolo II - L'ambito di applicazione del Regolamento Parti Correlate ..... 45

1. I destinatari della disciplina .....	45
2. Nozioni: parti correlate e operazioni con parti correlate .....	46
2.1. <i>Parti correlate</i> .....	48
2.2. <i>Operazioni con parti correlate</i> .....	66
3. Nozioni: operazioni di maggiore rilevanza, operazioni di minore rilevanza, operazioni ordinarie e operazioni di importo esiguo .....	69
4. Nozioni: amministratori indipendenti .....	75

### **Capitolo III – I presidi: procedure di approvazione, amministratori indipendenti e informativa endosocietaria ..... 84**

1. La correttezza procedurale e sostanziale.....	84
2. Adozione delle procedure.....	86
3. Procedure per le operazioni di minore rilevanza.....	98
4. Procedure per le operazioni di maggiore rilevanza .....	103
5. Procedure per le operazioni di competenza assembleare.....	111
6. Delibere-quadro .....	113
7. Regimi particolari .....	114
8. Il ruolo degli amministratori indipendenti.....	120
9. I flussi informativi endosocietari .....	125

### **Capitolo IV – Delibere consiliari e assembleari ..... 131**

1. Premessa .....	131
2. La delibera di adozione delle procedure .....	131

3.	Le delibere consiliari di approvazione dell'operazione .....	138
3.1	<i>L'approvazione delle operazioni di minore rilevanza. In particolare, sulla necessità o meno di una delibera di approvazione.</i> .....	139
3.2	<i>L'approvazione delle operazioni di maggiore rilevanza</i> .....	144
3.3	<i>Alcune peculiarità per l'approvazione delle operazioni nelle società che adottano il sistema di amministrazione e controllo dualistico</i> .....	152
4.	Le delibere assembleari.....	159
4.1	<i>Le delibere in caso di operazioni di competenza assembleare..</i> .....	160
4.2	<i>Il ruolo dell'assemblea nei casi di preventivo parere negativo ..</i> .....	168
5.	Casi di urgenza .....	174

## **Capitolo V - I presidi: la trasparenza nei confronti del pubblico... 178**

1.	Premessa .....	178
2.	Obblighi informativi sull'adozione delle procedure .....	179
3.	L'informativa sulle operazioni di minore rilevanza .....	181
4.	Il documento informativo sulle operazioni di maggiore rilevanza.	183
5.	L'informativa periodica .....	186
6.	Informativa <i>price sensitive</i> delle operazioni con parti correlate ...	189

## **Capitolo VI - Casi di violazione e responsabilità..... 192**

1. Premessa .....	192
2. La mancata o non conforme adozione delle procedure.....	193
3. Inosservanza delle procedure e invalidità delle delibere.....	199
4. La violazione degli obblighi informativi nei confronti del pubblico	209
5. Alcune riflessioni in tema di responsabilità degli amministratori..	210
6. ( <i>Segue</i> ) dell'organo di controllo.....	217
<b>Bibliografia .....</b>	<b>221</b>

## Introduzione

Con il *“Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate”*, adottato con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010, la CONSOB, a distanza di quasi sei anni dalla delega ed a seguito di una lunga fase di consultazione, ha dato attuazione all’art. 2391-*bis* c.c., il quale demanda alla potestà regolamentare dell’autorità di vigilanza del mercato mobiliare la definizione dei principi generali in tema di trasparenza e correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate concluse dalle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio. In particolare, la delega rimette alla CONSOB il compito di delineare la competenza decisionale, le motivazioni e la documentazione delle operazioni con parti correlate.

Ne è emerso un articolato di principi, prescrizioni e nozioni che introduce a livello normativo una procedimentalizzazione dell’attività gestionale e deliberativa degli organi sociali, ove questi vengano a trattare di operazioni con parti correlate. Procedimentalizzazione che si innesta sulle norme di funzionamento delle società e dei suoi organi, dei quali talvolta stravolge le competenze, talvolta contribuisce a definirle, suscitando interrogativi, dubbi, problemi di coordinamento e sollevando questioni di cui nelle pagine che seguono, senza alcuna pretesa di esaustività, ci si propone di discorrere.

Sul fronte dei presidi, il perno, dichiarato – quasi sbandierato – del’intero sistema è l’amministratore indipendente. Ma, forse, ed ancor



prima di questi, il vero punto di forza della disciplina regolamentare è l'informazione endosocietaria, la cui efficacia si mostra non appena ci si interroghi delle eventuali responsabilità che potrebbero gravare sugli organi coinvolti. Mentre la procedimentalizzazione dell'agire degli organi potrebbe rappresentare, alla fine, un ostacolo per l'emersione delle reali responsabilità, potendo l'osservanza "di facciata" delle procedure rendere oneroso, se non impossibile, l'accertamento su eventuali condotte illecite.

## Capitolo I - Il quadro normativo

### 1. L'art. 2391 *bis* c.c. e la delega alla Consob

Con il d.lgs. 28 dicembre 2004 n. 310, recante *Integrazioni e correzioni alla disciplina del diritto societario ed al testo unico in materia bancaria e creditizia*, è stato introdotto nell'ambito della disciplina codicistica della società per azioni l'art. 2391 *bis*, dedicato alla regolamentazione delle operazioni con parti correlate poste in essere dalle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio.

L'articolo 2391 *bis* c.c. reca, in particolare, una norma di principio, prevedendo che gli organi di amministrazione delle società con azioni quotate in mercati regolamentati e società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante (entrambe, nella definizione di cui all'art. 2325 *bis* c.c., società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio) – “[...] *adottano, secondo principi generali indicati dalla Consob, regole che assicurano la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate e li rendono noti nella relazione sulla gestione [...]*”; e aggiungendo che “*i principi [...] si applicano alle operazioni realizzate direttamente o per il tramite di società controllate e disciplinano le operazioni stesse in termini di competenza decisionale, di motivazione e di documentazione. L'organo di controllo vigila sull'osservanza delle regole [...] e ne riferisce nella relazione all'assemblea*”.

S'è demandato, dunque, all'Autorità di Vigilanza sui mercati mobiliari la definizione della disciplina (*rectius*, dei principi) cui le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio sono tenuti a conformarsi allorché intendano porre in essere operazioni con parti correlate; e si è attribuito all'organo di controllo il compito di vigilare sull'osservanza da parte delle medesime società delle regole adottate in ossequio ai principi generali fissati dalla Consob e di riferire all'assemblea in proposito. Più nel dettaglio, i principi generali, da emanarsi da parte della Consob, dovranno avere riguardo tanto alle condizioni sostanziali – la “*correttezza sostanziale*” – quanto agli aspetti formali – la “*correttezza procedurale*” – delle operazioni, a tale fine regolandone la “*competenza decisionale, di motivazione e di documentazione*”<sup>1</sup>.

Come segnalato in sede di primi commenti alla novella al codice in esame<sup>2</sup>, la norma di rango primario non reca in sé la disciplina applicabile alle operazioni con parti correlate, bensì prevede un “*sistema [...] di «doppio livello»*”<sup>3</sup> che affida alla Consob il compito di indicare, nell'esercizio delle proprie potestà regolamentari<sup>4</sup>, il quadro di riferimento

---

<sup>1</sup> Sull'art. 2391 *bis* c.c., tra gli altri, M. VENTORUZZO, *Commento all'art. 2391 bis*, in P. MARCHETTI, L.A. BIANCHI, F. GHEZZI, M. NOTARI (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, F. GHEZZI (a cura di), *Amministratori. Artt. 2380-2396 c.c.*, Milano, 2005, 501 ss.

<sup>2</sup> M. VENTORUZZO, (nt. 1), 522.

<sup>3</sup> Così, M. VENTORUZZO, (nt. 1), 522.

<sup>4</sup> Hanno rilevato l'ambiguità della norma sul punto relativo ai principi generali indicati dalla Consob, L. BONZANINI, A. MARTELLONI, *Le operazioni con «parti correlate» di «società aperte»*, in *Le Società*, 8, 2005, 956, ove gli autori evidenziano che la lettera dell'art. 2391 *bis* c.c. potesse intendersi come riferita tanto a principi già indicati dalla Consob in disposizioni regolamentari previgenti, quanto a disposizioni di successiva emanazione, salvo poi propendere per la seconda delle alternative prospettate.

entro cui dovranno calarsi le regole di cui le società – e per esse, l'organo di amministrazione – verranno a dotarsi in sede di autodisciplina<sup>5</sup>.

Così, in esecuzione della delega legislativa di cui all'art. 2391 *bis* c.c., nonché degli artt. 113 *ter*, 114, 115 e 154 *ter* del d. lgs. 24 febbraio 1998 n. 58 (nel seguito, "**TUF**") in data 12 marzo 2010 la Consob ha emanato il Regolamento n. 17221 "*Recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate*", successivamente modificato con delibera Consob n. 17389 del 23 giugno 2010 (nel prosieguo, "**Regolamento Parti Correlate**" o "**Regolamento**"), che "*detta i principi ai quali le società italiane con azioni quotate in mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell'Unione Europea e con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante ... si attengono al fine di assicurare la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate realizzate direttamente o per il tramite di società controllate*" (art. 2, comma 1, Regolamento).

## **2. La criticità delle operazioni con parti correlate e la necessità di una loro regolamentazione**

Le operazioni con parti correlate sono, con estrema semplificazione, transazioni tra soggetti legati da particolari rapporti c.d. di correlazione, di

---

<sup>5</sup> Sì che non sarebbe errato parlare di "tre gradi di disciplina" per le operazioni con parti correlate, derivante, in primo grado, dagli obiettivi fissati dalla norma primaria, in secondo grado, dai "*principi generali*" individuati dalla Consob e, nel terzo grado, dalle "*regole*" adottate dagli organi di amministrazione delle società destinatarie della disciplina.

variabile natura ma in ogni caso tali da poter incidere sull'autonomia decisionale dei soggetti medesimi, le quali potrebbero venire perciò realizzate a condizioni dissimili da quelle alle quali analoghe transazioni tra soggetti non correlati sarebbero comunemente realizzate. Il rapporto di correlazione, in altre parole, potrebbe influenzare, in negativo, le scelte gestionali indirizzandole verso il compimento di operazioni non ispirate dal perseguimento di un interesse sociale (anzi, talvolta, addirittura ad esso contrario), bensì volte a soddisfare interessi extrasociali.

Le operazioni con parti correlate rappresentano una delle forme più significative in cui si manifesta il problema fondamentale della *corporate governance* delle società, segnatamente lo strutturale conflitto di interessi tra coloro che detengono la proprietà delle società e coloro che esercitano il controllo su di essa<sup>6</sup>.

È insito in tale strutturale conflitto il rischio che i soggetti che controllano la società perseguano obiettivi opportunistici, esercitando il potere di cui dispongono nelle scelte operative e strategiche per sottrarre ricchezza alla società a proprio vantaggio, o a vantaggio di terzi<sup>7</sup>. Le

---

<sup>6</sup> *Ex multiis*, M. KOHLBECK, B. MAYHEW (2004), "Agency Costs, Contracting, and Related Party Transactions", Working Paper, disponibile su SSRN: <http://ssrn.com/abstract=592582>; M. RYNGAERT, S. THOMAS (2007), "Related Party Transactions: Their Origins and Wealth Effects" Working Paper, disponibile su SSRN: <http://ssrn.com/abstract=970689>;

<sup>7</sup> Sul punto, tra gli altri, si veda R. KRAAKMAN, J. ARMOUR, P. DAVIES, L. ENRIQUES, H. HANSMANN, G. HERTIG, K. HOPT, H. KANDA, E. ROCK, *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, Second Edition, Oxford, 2009, 153 ss.; S. JOHNSON, R. LA PORTA, F. LOPEZ DE SILANES, A. SHLEIFER, *Tunneling*, in *American Economic Review*, vol. 90, 2000, 22; A. DYCK, L. ZINGALES, *Private benefits of control: an International comparison*, Working Paper, disponibile su SSRN: <http://papers.ssrn.com/abstract=296107>; L. ENRIQUES, P. VOLPIN, *Corporate Governance*

criticità connesse a tale pericolo, principalmente legate ai pregiudizi per gli azionisti e gli investitori e per il funzionamento del mercato finanziario che derivano dal compimento di operazioni non nell'interesse sociale, vengono generalmente avvertite, così come l'esigenza di dettare una disciplina delle operazioni con parti correlate di neutralizzazione dei rischi di comportamenti opportunistici e di sottrazione di ricchezza a danno della società e degli *stakeholders*<sup>8</sup>.

Del pari, è condivisa la considerazione che le operazioni con parti correlate non siano necessariamente svantaggiose per la società, potendo in alcuni casi rivelarsi un'opzione preferibile, particolarmente in termini di efficienza e di riduzione dei costi. In nessun ordinamento dei principali paesi occidentali<sup>9</sup>, pertanto, si registra un divieto assoluto del compimento di tali operazioni, quanto piuttosto un insieme di prescrizioni, variamente graduate, mediante le quali ci si propone di minimizzare il potenziale sfruttamento dei benefici privati del controllo e di assicurare che operazioni vantaggiose per la società possano essere realizzate.

La disciplina dettata nei principali paesi occidentali non è uniforme, ma registra delle differenziazioni, le quali sono funzione delle

---

*Reforms in Continental Europe*, in *Journal of Economic Perspectives*, vol. 21, 2007, 117 ss.

<sup>8</sup> S. JOHNSON, R. LA PORTA, F. LOPEZ DE SILANES, A. SHLEIFER, (nt. 7), ; A. DYCK, L. ZINGALES, (nt. 7); 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 ss.

<sup>9</sup> Per una sintesi sulla disciplina negli ordinamenti inglese, francese, statunitense e tedesco, si veda il Primo Documento di Consultazione predisposto dalla Consob in data 9 aprile 2008, disponibile sul sito web dell'Autorità di vigilanza, all'indirizzo [http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/lavori\\_preparatori/consultazione\\_emittenti\\_20080409.html](http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/lavori_preparatori/consultazione_emittenti_20080409.html), 105-117.

caratteristiche di ciascun mercato (per quanto riguarda, ad esempio, la struttura proprietaria e di *governance* degli emittenti, il grado di competitività dei mercati, l'efficienza dei sistemi di tutela giudiziaria degli azionisti di minoranza) e dunque delle modalità in cui i conflitti di interesse si manifestano<sup>10</sup>. In Italia, in particolare, i potenziali rischi insiti nelle operazioni con parti correlate sono amplificati dalle peculiarità degli assetti proprietari delle società quotate sui mercati italiani, caratterizzate da un elevato grado di concentrazione della proprietà azionaria nelle mani di azionisti di controllo o di riferimento, oltre che dalla diffusione di strumenti di rafforzamento del controllo che favoriscono la dissociazione tra potere di voto e interesse economico.

Si possono tracciare, nell'ambito del panorama normativo occidentale, le seguenti classificazioni dei presidi alle operazioni con parti correlate, in base alla finalità che ciascuno strumento di regolazione mira a perseguire<sup>11</sup>:

- controllo di correttezza, sia di tipo preventivo che successivo, sulle singole operazioni realizzate, mediante prescrizione di specifici *iter* di approvazione e/o ratifica;

- controllo del mercato sulle operazioni con parti correlate, mediante prescrizione di specifici obblighi di trasparenza informativa;

---

<sup>10</sup> Come rilevato dalla Consob nel Primo Documento di Consultazione del 9 aprile 2008, (nt. 9), 16.

<sup>11</sup> Al riguardo, si veda ancora il Primo Documento di Consultazione del 9 aprile 2008, (nt. 9), 16-17.

- potenziamento dei sistemi di controllo interni alla società, mediante la attribuzione in capo ai soggetti coinvolti nelle funzioni di controllo di un'adeguata attività di supervisione sulla gestione della società.

Rispetto agli altri paesi occidentali, sino all'attuazione della delega di cui all'art. 2391 *bis* c.c. da parte della Consob, l'Italia si presentava priva di una disciplina organica in materia di operazioni con parti correlate (per una breve rassegna del panorama *latu sensu* normativo previgente si rimanda al successivo §3). Il d.lgs. 310/2004, mediante l'introduzione dell'art. 2391 *bis* c.c., riflette dunque l'esigenza di definire un nuovo quadro regolamentare per le operazioni con parti correlate, ciò ai fini della tutela degli investitori e del corretto funzionamento e della competitività del nostro mercato; mentre il Regolamento è lo strumento che l'Autorità di Vigilanza ha inteso mettere a disposizione per dare risposta a tale esigenza.

### **3. Il panorama normativo, regolamentare e di autodisciplina pre-esistente. Una breve rassegna.**

Sino all'attuazione della delega le operazioni con parti correlate sono state oggetto di una disciplina frammentaria, frutto di iniziative di regolazione e di autoregolamentazione volte a definirne le condizioni di trasparenza e correttezza sostanziale e procedurale.



In considerazione delle caratteristiche delle operazioni in esame, anche alcune previsioni del codice civile destinata a regolare altre fattispecie (art. 2391 e artt. 2497 e ss.) risultavano – e ancora risultano – rilevanti ed applicabili.

### 3.1. *Trasparenza*

#### 3.1.1. *Informativa al mercato*

Una specifica disciplina in materia di informativa sulle operazioni con parti correlate si rinveniva nell'art. 71 bis del Regolamento Emittenti (adottato con Delibera Consob n. 11971 del 14 maggio 1999)<sup>12</sup>, emanato dalla Consob in attuazione dell'art. 114 del TUF, con il quale s'è introdotto l'obbligo per le società quotate di pubblicare un apposito documento informativo per le operazioni con parti correlate 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”*.

Non tutte le operazioni con parti correlate indistintamente, dunque, ricadono negli obblighi di *disclosure* in esame, bensì solo quelle di una certa rilevanza, anche se realizzate *“tramite società controllate”*.

---

<sup>12</sup> L'art. 71 bis del Regolamento Emittenti è stato abrogato con la delibera Consob n. 17221 del 12 marzo 2010 che ha adottato il Regolamento Parti Correlate.

Quanto al contenuto degli obblighi informativi di cui all'art. 71 *bis*, l'Allegato 3B al Regolamento Emittenti conteneva indicazione delle principali informazioni da inserire nel documento informativo, vale a dire:

- i rischi connessi ai potenziali conflitti d'interesse delle parti correlate con cui è effettuata l'operazione;

- una descrizione sintetica delle caratteristiche, modalità, termini e condizioni dell'operazione;

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

- l'indicazione delle motivazioni economiche della società emittente al compimento dell'operazione;

- le modalità di determinazione del prezzo dell'operazione e le valutazioni circa la sua congruità rispetto ai valori di mercato di operazioni simili, indicando l'eventuale esistenza di valutazioni svolte da professionisti a supporto della congruità di tale prezzo e gli esiti finali delle medesime, con la precisazione in merito all'eventuale apposito conferimento di un incarico da parte dell'emittente per tali valutazioni;

- gli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'operazione;

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

La diffusione del predetto documento informativo doveva avvenire successivamente al compimento dell'operazione; in particolare il previgente art. 71 *bis* ne prevedeva il deposito presso la sede sociale dell'emittente e della società di gestione del mercato ove gli strumenti sono negoziati entro quindici giorni dall'esecuzione dell'operazione<sup>13</sup>. Ove, però, l'operazione fosse rientrata tra i c.d. fatti "*price sensitive*" e fosse – pertanto – tale, se resa pubblica, da influenzare sensibilmente il prezzo degli strumenti finanziari dell'emittente, ai sensi dell'art. 114 TUF l'informativa al mercato poteva doversi dare anteriormente al compimento dell'operazione, con esenzione, in tal caso, dall'assolvimento degli obblighi informativi di cui all'art. 71 *bis*.

### 3.1.2. Informativa contabile

Obblighi informativi sulle operazioni con parti correlate sono state (e sono tuttora) contemplate dai principi contabili internazionali.

---

<sup>13</sup> Per un commento sulle tempistiche della comunicazione, M. VENTORUZZO, (nt.1), 511 – 512.

In particolare, il principio contabile internazionale IAS 24<sup>14</sup>, con il fine di assicurare che vengano fornite le informazioni necessarie ad evidenziare la possibilità che la situazione patrimoniale e finanziaria della società ed il suo risultato economico possano essere stati alterati dall'esistenza di parti correlate e da operazioni con tali parti, richiede di inserire nei bilanci informazioni sulla natura delle relazioni con le parti correlate, sulle caratteristiche delle operazioni e sui saldi in essere, necessarie per comprendere i potenziali effetti di tali relazioni sugli stessi bilanci<sup>15</sup>.

Anche per gli schemi di bilancio degli emittenti strumenti finanziari quotati in mercati regolamentati italiani e degli emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico di cui all'art. 116 TUF, diversi dalle imprese bancarie e assicurative, individuati dalla Consob con delibera n. 15519 del 27 luglio 2006 ("Disposizioni in materia di schemi di bilancio da emanare in attuazione dell'art. 9, comma 3, del decreto legislativo n. 38 del 28 febbraio 2005"), viene, tra gli altri, previsto che in essi debbano essere evidenziate, qualora di importo significativo, oltre a quanto indicato nello IAS 1 "Presentazione del bilancio", le seguenti sottovoci:

---

<sup>14</sup> Il Regolamento CE/1606/2002 del 19 luglio 2002 ha imposto l'adozione dei principi IAS nella redazione del bilancio consolidato di tutte le società dell'Unione Europea con azioni quotate.

<sup>15</sup> Il principio IAS 24 individua il proprio ambito di applicazione mediante la previsione tanto di una nozione di "parte correlata", quanto di una nozione di "operazione". In sede di prima stesura della disciplina regolamentare in materia di operazioni con parti correlate, Consob aveva introdotto un espresso richiamo a tali nozioni, salvo poi abbandonare, nel testo di Regolamento licenziato, la tecnica del rinvio alla disciplina contabile, al fine di evitare che eventuali modifiche delle nozioni che avrebbero tratto giustificazione alla luce della disciplina contabile potessero poi essere automaticamente recepite anche nella disciplina regolamentare attuativa dell'art. 2391 *bis* c.c..

- nei prospetti di stato patrimoniale, conto economico e rendiconto finanziario, l'ammontare delle posizioni o transazioni con parti correlate, distintamente dalle voci di riferimento. Tale indicazione può essere omessa per singole voci qualora la presentazione non sia significativa ai fini della comprensione della posizione finanziaria e patrimoniale, del risultato economico e dei flussi finanziari dell'impresa e/o del gruppo;

- nel prospetto di conto economico, i componenti di reddito (positivi e/o negativi) derivanti da eventi o operazioni il cui accadimento risulta non ricorrente ovvero da quelle operazioni o fatti che non si ripetono frequentemente nel consueto svolgimento dell'attività. Tali componenti di reddito devono essere evidenziate distintamente nelle voci di costo o di ricavo di riferimento.

Con Comunicazione n. 6064293 del 28 luglio 2006, ai sensi dell'art. 114, comma 5, TUF, la Consob ha richiesto agli emittenti strumenti finanziari quotati in mercati regolamentati italiani ed alle società aventi strumenti finanziari diffusi tra il pubblico di cui all'art. 116 TUF di fornire nel bilancio e nella relazione semestrale alcune specifiche informazioni sugli effetti delle operazioni con parti correlate, degli eventi e operazioni significative non ricorrenti e delle operazioni atipiche e/o inusuali.

Ancora, l'art. 154 *ter* TUF, introdotto con il d.lgs. 6.11.2007 n. 195 ("Attuazione della direttiva 2004/109/CE sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato"),

prevede specifici obblighi informativi sulle operazioni rilevanti con parti correlate.

In particolare, in attuazione della direttiva 2004/109/CE (c.d. "Direttiva *Transparency* di primo livello"), l'art. 154 *ter*, comma 2, TUF, dispone che *"entro sessanta giorni dalla chiusura del primo semestre dell'esercizio, gli emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine pubblicano una relazione finanziaria semestrale comprendente il bilancio semestrale abbreviato, la relazione intermedia sulla gestione e l'attestazione prevista dall'articolo 154 bis, comma 5 [...]. Ai sensi del quarto comma, la relazione intermedia sulla gestione contiene, altresì, informazioni sulle operazioni rilevanti con parti correlate, secondo quanto stabilito dalla Consob con regolamento"*<sup>16</sup>.

### 3.2. Correttezza procedurale e sostanziale

Gli aspetti sostanziali e procedurali in tema di operazioni con parti correlate sono stati disciplinati, per la prima volta, in sede di autoregolamentazione.

Come già è stato rilevato in sede di commento alla norma primaria contenuta nell'art. 2391 *bis* c.c.<sup>17</sup>, l'esperienza di autoregolamentazione

---

<sup>16</sup> Con il Regolamento Parti Correlate la Consob ha provveduto all'attuazione di tale delega.

<sup>17</sup> M. VENTORUZZO, (nt. 1), 516, ha rilevato come il legislatore del 2004 si sia ispirato proprio all'art. 11 del Codice di Autodisciplina (versione 2002), recependo nella legislazione primaria regole e prassi sviluppatesi nella prassi.

costituisce un rilevante punto di partenza e fonte di ispirazione nella definizione della disciplina in materia di operazioni con parti correlate. Molte delle prescrizioni e dei principi in materia contenuti nel Codice di Autodisciplina si ritrovano, a dire il vero, nel Regolamento Parti Correlate, talvolta peraltro con la medesima indeterminatezza nella definizione delle nozioni che, se giustificata in un testo di *self-regulation*, poco si addice a prescrizioni dotate di forza vincolante<sup>18</sup>.

Con la revisione, nel 2002, del Codice di Autodisciplina delle società quotate, sono state ivi introdotte disposizioni concernenti gli aspetti della correttezza procedurale e sostanziale delle operazioni con parti correlate, per poi giungerne ad un'ulteriore specificazione nella successiva e, ad oggi, ultima revisione del marzo 2006<sup>19</sup>.

L'art. 1 del Codice, attualmente in vigore, stabilisce che il consiglio di amministrazione (ovvero il consiglio di gestione, in caso di sistema dualistico), in sede collegiale, sia competente in materia di operazioni di parti correlate di significativo rilievo. È, più nello specifico, previsto che l'organo amministrativo esamini e approvi preventivamente le operazioni dell'emittente e delle sue controllate, quando tali operazioni abbiano un significativo rilievo strategico, economico, patrimoniale o finanziario per l'emittente stesso, prestando particolare attenzione alle situazioni in cui uno o più amministratori siano portatori di un interesse per conto proprio o di terzi e, più in generale, alle operazioni con parti correlate; a tal fine

---

<sup>18</sup> Come osserva M. VENTORUZZO, (nt. 1), 517, a proposito della nozione di "correttezza sostanziale".

<sup>19</sup> Di recente modificata (marzo 2010) all'art. 7, dedicato alla remunerazione degli amministratori.

stabilisce criteri generali per individuare le operazioni di significativo rilievo (Criterio applicativo 1.C.1 f)).

L'art. 9 del Codice di Autodisciplina ("Interessi degli amministratori e operazioni con parti correlate") è dedicato, poi, alle operazioni con parti correlate e alle operazioni in cui gli amministratori sono portatori di interessi propri o per conto terzi.

Il principio 9.P.1 afferma che *"il consiglio di amministrazione adotta misure volte ad assicurare che le operazioni nelle quali un amministratore sia portatore di un interesse, per conto proprio o di terzi, e quelle poste in essere con parti correlate vengano compiute in modo trasparente e rispettando criteri di correttezza sostanziale e procedurale (enfasi aggiunta)."*

Nei criteri applicativi 9.C.1.e 9.C.2 si precisa che:

- l'organo di gestione, sentito il comitato per il controllo interno, deve stabilire le modalità di approvazione e di esecuzione delle operazioni poste in essere dall'emittente, o dalle sue controllate, con parti correlate. In particolare, l'organo di gestione deve definire le specifiche operazioni (ovvero deve determinare i criteri per individuare le operazioni) che debbono essere approvate previo parere dello stesso comitato per il controllo interno e/o con l'assistenza di esperti indipendenti;



- l'organo di gestione deve adottare le soluzioni operative idonee ad agevolare l'individuazione ed una adeguata gestione delle situazioni in cui un amministratore sia portatore di un interesse per conto proprio o di terzi.

Il commento al principio in esame contiene inoltre alcune importanti precisazioni:

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

- a titolo esemplificativo si indicano alcune tecniche, individuate dalla prassi, che possono essere utilizzate, anche cumulativamente, per assicurare la correttezza sostanziale e procedurale di tali operazioni: la riserva di competenza del consiglio per l'approvazione delle operazioni di maggiore rilievo; la previsione di un parere preventivo del comitato per il controllo interno; l'affidamento delle trattative ad uno o più amministratori indipendenti (o comunque privi di legami con la parte correlata); il ricorso ad esperti indipendenti (eventualmente selezionati da amministratori indipendenti).

### *3.3. Interessi degli amministratori e direzione e coordinamento*

In materia di operazioni con parti correlate hanno avuto – e continueranno ad avere – rilievo anche alcune disposizioni del codice civile, in particolare, l'art. 2391 c.c., che contiene previsioni volte a regolare i casi in cui gli amministratori siano portatori di interessi, e gli artt. 2497 e ss. c.c., che hanno riguardo alla direzione e al coordinamento di società.

L'art. 2391 c.c. ("Interessi degli amministratori") prevede, per le ipotesi in cui un amministratore è portatore di un interesse in una determinata operazione, che di ciò l'amministratore interessato debba dare notizia agli altri amministratori ed al collegio sindacale precisandone "la natura, i termini, l'origine e la portata"; ove poi l'amministratore interessato è un amministratore delegato, egli deve inoltre astenersi dal compiere l'operazione investendo della stessa l'organo collegiale; in ogni caso, il consiglio di amministrazione è tenuto ad adeguatamente motivare le ragioni e la convenienza per la società dell'operazione con riferimento alle quali un amministratore sia portatore di un interesse<sup>20</sup>. Non si prevede più un obbligo di astensione dalla votazione dell'amministratore, sebbene sia espressamente sancita l'annullabilità della delibera assunta con il voto determinante dell'amministratore interessato, ovvero qualora non siano stati rispettati i citati obblighi informativi, se la delibera stessa risulta potenzialmente dannosa per la società.

---

<sup>20</sup> Sull'art. 2391 c.c., tra gli altri, M. VENTORUZZO, *Commento all'art. 2391*, in P. MARCHETTI, L.A. BIANCHI, F. GHEZZI, M. NOTARI (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, F. GHEZZI (a cura di), *Amministratori. Artt. 2380-2396 c.c.*, Milano, 2005, 423 ss.

Le due fattispecie, rispettivamente contemplate dall'art. 2391 e dall'art. 2391 *bis* c.c., presentano numerosi elementi di contatto; anzi, le operazioni con parti correlate sono tipicamente annoverate nel più ampio *genus* dei "conflitti di interesse"<sup>21</sup>. Tuttavia non vi è assoluta coincidenza, ben potendosi verificare il caso in cui le due fattispecie ricorrano contestualmente (ove l'amministratore interessato sia anche parte correlata o, ancora, laddove l'amministratore sia anche componente dell'organo di gestione di un soggetto correlato, nel qual caso egli sarebbe portatore di un interesse per conto di terzi); così come, all'inverso, il caso in cui nessuno degli amministratori sarà portatore di un interesse (proprio o altrui) al perfezionamento di un'operazione con un soggetto correlato.

Il Codice di Autodisciplina (sia nella versione del 2002, sia, successivamente, nell'attuale testo in vigore) ha dedicato una specifica attenzione al caso in cui le due fattispecie ricorrono simultaneamente, richiedendo l'adozione di particolari cautele nelle ipotesi in cui in un'operazione con parte correlata uno degli amministratori sia anche portatore di un interesse per conto proprio o altrui<sup>22</sup>.

---

<sup>21</sup> Del che è, peraltro, conferma la collocazione dell'art. 2391 *bis* c.c. all'interno del codice civile immediatamente dopo la norma sugli interessi degli amministratori.

<sup>22</sup> L'art. 11, comma 2, del Codice di Autodisciplina (nella versione 2002, antecedente, dunque, la novella dell'art. 2391 c.c.) prevedeva, oltre agli obblighi informativi (poi codificati nell'art. 2391 c.c.), un obbligo di astensione dalla votazione in capo all'amministratore interessato. Mentre con la revisione del 2006, il Codice di Autodisciplina richiama l'organo amministrativo all'adozione di adeguate misure a tutela della correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate con riferimento alle quali un amministratore sia portatore di un interesse.

Come pure elementi di contiguità si riscontrano con la disciplina relativa alla direzione ed al coordinamento di società (artt. 2497 e ss. c.c.)<sup>23</sup>.

In estrema sintesi<sup>24</sup>, tale normativa prevede che la società che esercita direzione e coordinamento è responsabile per i danni arrecati ai soci e ai creditori delle società soggetta a tale influenza in caso di violazione di principi di corretta gestione, escludendosi la responsabilità quando il danno risulti mancante alla luce del risultato complessivo dell'attività di direzione e coordinamento (c.d. teoria dei vantaggi compensativi) ovvero sia integralmente eliminato anche a seguito di operazioni a ciò dirette. La società eterodiretta deve rendere pubblica la società o l'ente alla cui attività di direzione e coordinamento è soggetta negli atti e nella corrispondenza e con iscrizione presso una apposita sezione del registro delle imprese; in apposita sezione della nota integrativa al bilancio deve essere riportato un prospetto riepilogativo dei dati essenziali dell'ultimo bilancio della società o dell'ente che esercita l'attività di direzione e coordinamento: gli amministratori devono indicare nella relazione sulla gestione i rapporti intercorsi con chi esercita l'attività di direzione e coordinamento e con le altre società che vi sono soggette, nonché l'effetto che tale attività ha avuto sull'esercizio dell'impresa sociale

---

<sup>23</sup> La coesistenza di ipotesi di direzione e coordinamento e di ipotesi di correlazione potrà ricorrere, ad esempio, ogniqualvolta si sia in presenza di un rapporto di controllo.

<sup>24</sup> Sulla novella di cui agli artt. 2497 e ss. c.c., *ex multis*, F. GALGANO, *Direzione e coordinamento di società*, in *Commentario del codice civile Scialoja-Branca*, Bologna, 2005, 65 ss.; P. DAL SOGLIO, *Sub art. 2497*, in *Commentario breve al diritto delle società*<sup>2</sup>, A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), Padova, 2011, 1386 ss.; V. CARIELLO, *Direzione e coordinamento di società e responsabilità: spunti interpretativi iniziali per una riflessione generale*, in *Riv. soc.* 2004, 1227 ss; G. SBISÀ, *Responsabilità della capogruppo e vantaggi compensativi*, in *Contr. e impr.*, 2003, 591ss

e sui suoi risultati. Ancora, le decisioni delle società soggette ad attività di direzione e coordinamento, quando da questa influenzate, devono essere analiticamente motivate e recare puntuale indicazione delle ragioni e degli interessi la cui valutazione ha inciso sulla decisione. Di esse deve essere dato adeguato conto nella relazione sulla gestione.

Come si avrà modo di osservare<sup>25</sup>, il Regolamento Parti Correlate (in particolare, art. 2, comma 2), fa espressamente salva, tra gli altri, l'applicazione tanto dell'art. 2391 c.c., quanto degli artt. da 2497 a 2497 *septies* c.c., confermando, da un lato, le sovrapposizioni tra operazioni con parti correlate e, rispettivamente, interessi degli amministratori e direzione e coordinamento; e dall'altro fugando il dubbio<sup>26</sup> che l'applicabilità delle disposizioni dettate per la salvaguardia della trasparenza e della correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate potesse assorbire – e rendere dunque inapplicabili – le prescrizioni di cui agli artt. 2391 e 2497 e ss. c.c.

#### **4. L'attuazione della delega**

L'emanazione del Regolamento Parti Correlate, mediante il quale si è dato attuazione alla delega di cui all'art. 2391 *bis* c.c., è intervenuta in

---

<sup>25</sup> In particolare, nel Capitolo IV, dedicato alle delibere in materia di operazioni con parti correlate.

<sup>26</sup> M. VENTORUZZO, (nt. 1), 540-544, che in sede di osservazioni all'art. 2391 *bis* c.c. s'è interrogato sulla contemporanea applicabilità o meno dell'art. 2391 *bis* c.c. con gli artt. 2391 e 2497 e ss. c.c., rispettivamente.

esito ad una lunga fase di elaborazione e di confronto tra la Consob e il mercato.

#### *4.1. Le analisi preliminari e la consultazione*

Per l'attuazione della delega e l'individuazione della disciplina di principio che è stata chiamata a dettare, la Consob ha dato avvio a diverse attività preliminari, comprendenti<sup>27</sup>:

- un'analisi della disciplina già vigente in Italia in materia di parti correlate e della relativa efficacia;

- una rassegna delle previsioni vigenti in alcuni ordinamenti esteri (con particolare riferimento alla disciplina inglese, francese, statunitense e tedesca);

- una valutazione dei principali risultati della letteratura economico-giuridica sulla materia, al fine di individuare i principali fallimenti del mercato cui la regolamentazione delle operazioni con parti correlate deve offrire una risposta nello specifico contesto delle società quotate italiane.

*"Forti criticità"*<sup>28</sup> sono emerse dall'analisi dell'esperienza applicativa della disciplina in materia di trasparenza di cui all'art. 71 *bis* del

---

<sup>27</sup> Per un'analitica descrizione dei lavori svolti dalla Commissione, si veda Primo Documento di Consultazione 9 aprile 2008 (nt. 9), 4-5.

Regolamento Emittenti e di quella – autoregolamentare – di cui al Codice di Autodisciplina.

Con riguardo all'art. 71 *bis* del Regolamento Emittenti, la Consob ha rilevato una scarsa numerosità e selettività delle operazioni comunicate, attribuendo tale fallimento all'ampio margine di discrezionalità rimesso agli emittenti nella individuazione delle operazioni con parti correlate oggetto degli obblighi di *disclosure*. Come pure critici, nell'analisi condotta da Consob, si sono rivelati i tempi della predetta *disclosure*<sup>29</sup>. La Consob ha rilevato che tale previsione è stata in numerosi casi motivo di una frammentazione dei flussi informativi verso il mercato per quelle operazioni la cui conclusione – per i tempi di negoziazione, della redazione di eventuali perizie e della formalizzazione dell'accordo – è intervenuta in un ampio arco temporale. In questi casi, ha rilevato la Consob, si è spesso verificato che l'emittente abbia dato inizialmente notizia al mercato dell'intenzione di intraprendere l'operazione in questione, riconoscendone spesso il carattere *price sensitive*, ed il documento informativo abbia seguito anche di mesi questa prima comunicazione<sup>30</sup>.

Circa le disposizioni di autodisciplina in materia di operazioni con parti correlate, l'analisi condotta dalla Consob ne ha fatto emergere una disomogenea applicazione da parte del mercato, comunque, limitata alle

---

<sup>28</sup> Così si è espressa la Consob, nella *Relazione illustrativa sull'attività di analisi d'impatto della regolamentazione e sugli esiti della procedura di consultazione* del 23 giugno 2010, disponibile sul sito dell'Autorità di Vigilanza, all'indirizzo [http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/lavori\\_preparatori/esiti\\_consultazione\\_parti\\_correlate\\_20100623.pdf](http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/lavori_preparatori/esiti_consultazione_parti_correlate_20100623.pdf), 5.

<sup>29</sup> Su cui *supra*, § 3.1.2.

<sup>30</sup> Relazione Illustrativa (nt. 28), 5.

sole prescrizioni minime, mentre sono state ignorate quasi del tutto le previsioni più stringenti comunque suggerite dal Codice<sup>31</sup>.

Con l'attuazione della delega di cui all'art. 2391 *bis* c.c., Consob ha pertanto inteso definire una disciplina organica e coordinata delle operazioni con parti correlate, che, tra gli altri, ovviasse anche ai fallimenti, come sopra sinteticamente riportati, della precedente regolamentazione.

In data 9 aprile 2008 è stata sottoposta a pubblica consultazione una prima proposta di regolamentazione.

Come si legge nel medesimo documento, la Consob ha ritenuto opportuno dare attuazione alla delega di cui all'art. 2391 *bis* c.c. *“una volta completato il quadro regolamentare di attuazione della c.d. riforma per la tutela del risparmio – introdotta con la legge n. 262 del 28 dicembre 2005 e da ultimo modificata con il d.lgs n. 303 del 29 dicembre 2006 (c.d. decreto Pinza) – al fine di poter disporre di un contesto normativo della disciplina societaria sufficientemente stabile e organico nel quale inserire le disposizioni regolamentari in materia di operazioni con parti correlate. In particolare si è ritenuto opportuno definire preliminarmente le misure attuative delle nuove disposizioni introdotte dalla riforma in materia di elezione e composizione degli organi di amministrazione e controllo, anche in considerazione del ruolo che essi sono chiamati a svolgere nel dare concreta attuazione ai principi fissati dalla Consob. L'art. 2391 bis, infatti,*

---

<sup>31</sup> Relazione Illustrativa, (nt. 28), 5-6.



*attribuisce un ruolo essenziale alla autoregolamentazione delle singole società le quali, attraverso gli organi amministrativi e nel quadro dei principi generali determinati dalla Consob, devono stabilire regole puntuali e dettagliate in materia*<sup>32</sup>.

La proposta di nuova disciplina delle operazioni con parti correlate sottoposta alla prima consultazione prevedeva l'introduzione nel Regolamento Emittenti di un apposito capo dedicato alle operazioni con parti correlate, contenente sia le disposizioni di trasparenza informativa, sia i principi per la correttezza sostanziale e procedurale per il compimento delle predette operazioni.

Già in sede di prima consultazione, la Consob ha inteso colmare il "gap" definitorio relativo alle due nozioni principali di "parte correlata" e di "operazione". Per la nozione di "parte correlata" la Commissione aveva originariamente previsto di confermare la via intrapresa nel 2005<sup>33</sup>, mediante il diretto rinvio alla definizione di cui ai principi contabili internazionali<sup>34</sup>. Per le "operazioni", si è introdotta la definizione di operazione "rilevante", legata essenzialmente a parametri quantitativi da calcolarsi sulla base del rapporto tra il valore dell'operazione e diversi indicatori dimensionali dell'emittente, con alcune differenziazioni in

<sup>32</sup> Primo Documento di Consultazione 9 aprile 2008, (nt. 9), 3-4.

<sup>33</sup> L'art. 2, comma 1, lett. h, del Regolamento Emittenti, come modificato con Delibera Consob n. 14990 del 4 aprile 2005, rimandava appunto alla nozione di parte correlata rinvenibile nel " ... principio contabile internazionale concernente l'informativa di bilancio sulle operazioni con parti correlate, adottato secondo la procedura di cui all'art. 6 del regolamento (CE) n. 1606/2002".

<sup>34</sup> Tale scelta è stata abbandonata in sede di adozione della regolamentazione definitiva, essendosi introdotta una nozione "autonoma", svincolata quindi dalle sorti della definizione rilevante ai fini della disciplina contabile.

presenza di peculiari assetti proprietari o strumenti di controllo dell'emittente.

In tema di trasparenza, in sostituzione dell'art. art. 71 *bis*, la prima proposta Consob ha previsto la immediata diffusione al mercato delle informazioni sulle operazioni rilevanti, mediante la pubblicazione senza indugio di un documento informativo dopo la delibera di approvazione dell'operazione, e, ai fini dell'informativa periodica, l'inserimento nella relazione sulla gestione intermedia ovvero annuale delle informazioni analitiche sulle operazioni rilevanti con parti correlate concluse nel periodo di riferimento.

Per quanto riguarda i profili di correttezza procedurale e sostanziale, sin dalla prima proposta l'accento è stato posto sugli amministratori indipendenti, prevedendosi da parte degli emittenti l'adozione di procedure che attribuiscono ai predetti amministratori, per le operazioni rilevanti, un ruolo determinante in tutte le fasi dell'operazione, ivi inclusa la conduzione delle trattative e, per le operazioni di minore rilevanza, che assicurino un adeguato coinvolgimento degli amministratori indipendenti almeno nella fase di approvazione.

Sin dalla prima proposta sottoposta a consultazione, infine, si è contemplata la possibilità di prevedere procedure più agili e flessibili per le società con azioni diffuse, le società quotate di minori dimensioni e le società di recente quotazione.

A seguito delle osservazioni avanzate da numerosi operatori e accademici, la Consob ha poi definito una nuova proposta di regolamentazione che, pur confermando le scelte di fondo operate nella prima proposta, ha introdotto alcune modifiche, per tenere conto di parte delle istanze e indicazioni provenienti dal mercato<sup>35</sup>. Un secondo documento è stato posto in consultazione in data 3 agosto 2009.

Nella seconda proposta regolamentare oggetto di consultazione Consob ha introdotto correttivi ed aggiustamenti, tra gli altri, volti ad aumentare la flessibilità della disciplina e le possibilità di esenzione, a meglio delineare il ruolo degli amministratori indipendenti ed a rafforzare il ruolo dell'assemblea.

#### *4.2. L'analisi costi-benefici delle opzioni regolamentari*

Per l'individuazione dell'opzione regolamentare da sottoporre a consultazione, così come delle eventuali modifiche da apportare alla medesima, la Consob ha condotto un'analisi di impatto regolamentare, mediante la valutazione del rapporto costi-benefici di ciascuna delle ipotesi di disciplina considerate quale possibile modalità di attuazione della delega legislativa. Come dichiarato dallo stesso regolatore, si è avviato *"in via sperimentale un sistema di razionalizzazione del processo di formazione degli atti di regolazione, attraverso procedure di analisi dei suoi effetti*

---

<sup>35</sup> Per una sintesi delle principali osservazioni, si rimanda al Secondo Documento di Consultazione predisposto dalla Consob in data 3 agosto 2009, disponibile all'indirizzo [http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/lavori\\_preparatori/consultazion\\_e\\_parti\\_correlate\\_20090803.pdf](http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/lavori_preparatori/consultazion_e_parti_correlate_20090803.pdf), 6-7.

*potenziali. L'analisi di impatto della regolamentazione si pone pertanto come un metodo valutativo trasparente volto ad identificare la modalità ottimale (ovvero quella che presenta il miglior rapporto costi-benefici) per raggiungere un determinato obiettivo regolamentare*<sup>36</sup>.

Sulla scia delle indicazioni provenienti dalla letteratura<sup>37</sup> e dalle disposizioni di legge (art. 23 legge 262/2005) che vedono sempre più affermarsi la interazione dell'analisi economica e dell'analisi giuridica per l'innalzamento della qualità della regolazione, la Commissione ha dunque sottoposto ad un'analisi di impatto della regolamentazione le opzioni regolamentari prese in considerazione.

La Commissione dà conto, nel Primo Documento sottoposto a consultazione, dell'attività di analisi svolta, della metodologia prescelta e delle risultanze emerse, alla luce delle quali alcune opzioni regolamentari sono state preferite ad altre pure prese in esame.

L'assenza di una metodologia standard per il calcolo dei costi e dei benefici da porre in raffronto fa sì che la scelta del metodo da applicare sia rimessa alle valutazioni di chi tale analisi si appresta a compiere. L'analisi costi-benefici condotta da Consob nell'ambito dell'analisi di impatto regolamentare della disciplina in materia di operazioni con parti correlate considera e pone in comparazione elementi qualitativi. La scelta di un approccio qualitativo – spiega Consob – trova la propria ragione nella

---

<sup>36</sup> Primo Documento di Consultazione 9 aprile 2008, (nt. 9), 8.

<sup>37</sup> *Ex multiis*, R. LA PORTA, F. LOPEZ DE SILANES, A. SHLEIFER, R. VISHNY, *Legal Determinants of External Finance*, in *The Journal of Finance*, vol. LII, 3, 1997

difficoltà talvolta di elaborare analisi quantitative, non essendo sempre agevole individuare un *quantum* dei costi e dei benefici attesi. Per stessa ammissione della Commissione, l'analisi costi-benefici è una metodologia *"che contiene indubbiamente notevoli elementi di discrezionalità, in particolar modo per quanto riguarda l'attribuzione dei punteggi alle specifiche tipologie di costi e di benefici individuate, che assumono rilevanza non in termini assoluti ma esclusivamente come valutazione relativa rispetto all'opzione zero"*<sup>38</sup>.

In particolare, Consob ha posto in raffronto le ipotesi regolamentari selezionate rispetto alla c.d. "opzione zero", rispetto cioè al mantenimento del regime regolamentare in vigore.

La Commissione ha individuato negli investitori, negli emittenti, nell'Autorità di controllo e nella collettività le categorie di soggetti interessati sui quali i benefici ed i costi delle opzioni regolamentari sono destinati a prodursi ed ha condotto una valutazione del risultato netto atteso per ciascuna delle predette categorie, per inferirne, di fronte alla presenza di benefici netti positivi maggiori dei costi netti, la convenienza a modificare il quadro regolamentare.

In materia di trasparenza, la sola ipotesi regolamentare presa in considerazione ha riguardato la revisione dell'art. 71 *bis* del Regolamento Emittenti, anche ai fini dell'attuazione della delega contenuta nell'art. 154

---

<sup>38</sup> Primo Documento di Consultazione 9 aprile 2008, (nt. 9), 10-11.

ter TUF, relativa all' informazione periodica sulle operazioni con parti correlate rilevanti.

È stata dunque posta a confronto con l'opzione zero un'unica ipotesi regolamentare di revisione dell'art. 71 *bis* del Regolamento Emittenti, mediante l'introduzione di una definizione di operazioni rilevanti legata a criteri in prevalenza quantitativi, con integrazione di delimitati criteri qualitativi, l'estensione della disciplina agli emittenti strumenti finanziari diffusi, la previsione di un doppio regime di informativa al pubblico – immediata e periodica –, e della facoltà di escludere dal novero delle operazioni rilevanti determinate categorie di operazioni.

Consob ha ravvisato la sussistenza di benefici netti, in prevalenza per gli investitori, nel caso di attuazione della proposta regolamentare sopra sommariamente delineata, implicando la stessa un regime informativo più efficiente, tempestivo e completo e scevro da incertezze interpretative. Benefici deriverebbero anche per la collettività, che si gioverebbe di più efficienti meccanismi di formazione dei prezzi di mercato, e per l'Autorità di vigilanza che potrebbe più efficacemente perseguire gli obiettivi istituzionali di tutela del mercato; mentre maggiori costi verrebbero sostenuti dagli emittenti, per l'attuazione di procedure volte all'individuazione delle operazioni rilevanti da comunicare e per i più elevati costi informativi che, a regime, andrebbero a sostenere.

Quanto alla individuazione dei principi volti ad assicurare la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate,

Consob ha preso in considerazione diverse opzioni regolamentari, da confrontare con l'opzione zero.

La prima ipotesi presa in considerazione ha previsto il rinvio da parte della Consob, tramite regolamento, alle raccomandazioni dettate dal Codice di Autodisciplina in materia di operazioni con parti correlate. L'*enforcement* sarebbe demandato, in accordo con il disposto dell'art. 2391 *bis* c.c., all'organo di controllo. Rispetto alla c.d. opzione zero, non vi sarebbe più spazio alla facoltà per gli emittenti di allontanarsi dai dettami del Codice di Autodisciplina previa giustificazione delle scelte compiute (cosiddetto "*comply or explain*"). Alla Consob spetterebbe un *enforcement* di "secondo livello", ovvero il potere di sanzionare ai sensi dell'art. 193 TUF i componenti dell'organo di controllo quando questi vengano meno ai doveri di vigilanza sull'osservanza dei principi.

La seconda ipotesi considerata prevede la fissazione da parte della Consob dei principi sulla trasparenza e correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate. In particolare, senza alterare in modo sostanziale il sistema di competenze decisionali, tale ipotesi regolamentare prevede il rafforzamento dei presidi nel processo di formazione della decisione e la valorizzazione della funzione degli amministratori indipendenti. Più nel dettaglio, si prevede l'attribuzione di una riserva di competenza a deliberare al consiglio di amministrazione o, se l'operazione è delegabile, ad un comitato ristretto di amministratori indipendenti; la centralità del ruolo degli amministratori indipendenti nell'intero processo; la modulazione delle procedure e del livello di

coinvolgimento degli amministratori indipendenti in funzione della rilevanza dell'operazione e della competenza decisionale; la possibilità di non applicare le procedure nei casi di esclusione già specificati per la trasparenza delle operazioni nonché per le operazioni di importo esiguo; la possibilità di adottare procedure più snelle per le operazioni rilevanti effettuate dalle società con azioni quotate di dimensioni più piccole (società a bassa capitalizzazione) o di recente quotazione, nonché dalle società con azioni diffuse; specifici meccanismi di approvazione delle delibere assembleari che assicurino che le stesse non siano assunte con il voto decisivo delle parti correlate (meccanismi di *whitewash*) o, in alternativa, che nell'elaborazione della proposta da sottoporre all'assemblea gli amministratori indipendenti abbiano un ruolo determinante.

La terza ipotesi prevede la devoluzione alla competenza assembleare dell'esame e dell'approvazione delle operazioni rilevanti con parti correlate. Per rendere più efficace la prevenzione dei rischi di espropriazione tale ipotesi prevede ulteriori presidi: l'introduzione nelle procedure di strumenti volti ad assicurare che la deliberazione dell'assemblea non sia assunta grazie al voto determinante delle parti correlate e un'adeguata informazione preventiva ai soci partecipanti all'assemblea che consenta una valutazione di merito dell'operazione (da rendere con sufficiente anticipo).

Solo la seconda e la terza ipotesi – l'una che punta sulla centralità del ruolo degli amministratori indipendenti e l'altra che pone al centro una



competenza generale dell'assemblea per l'approvazione delle operazioni rilevanti – si sono rivelate idonee, in seno all'analisi condotta dalla Consob, a produrre benefici elevati rispetto alla prima ipotesi presa in considerazione, in termini essenzialmente di rafforzamento dei presidi a tutela degli azionisti di minoranza e del mercato. Al contempo, sotto il profilo dei costi, sono apparse anche le ipotesi maggiormente onerose.

Alla luce dei benefici netti conseguibili dalle tre ipotesi regolamentari, la seconda opzione – valorizzazione degli amministratori indipendenti – è risultata quella preferibile, anche in considerazione dei benefici netti a regime, da cui vanno esclusi i costi particolarmente rilevanti di adeguamento iniziale.

#### *4.3. Il Regolamento Parti Correlate*

In esito alla conclusione della seconda pubblica consultazione è stato emanato il Regolamento Parti Correlate, il quale ha definitivamente introdotto una disciplina ulteriormente perfezionata rispetto alle originarie proposte.

Con il Regolamento Parti Correlate la Consob ha inteso al contempo realizzare la revisione della disciplina vigente in materia di operazioni con parti correlate – in particolare quella dettata in tema di trasparenza – ed un coordinamento della stessa con le regole di nuova emanazione, intervenendo, in un'ottica di omogeneizzazione e uniformità, anche sul

piano definitorio, introducendo delle nozioni a valere per l'individuazione del perimetro di applicazione dei nuovi principi.

Per quel che riguarda la trasparenza, il Regolamento Parti Correlate introduce una revisione delle disposizioni di cui all'art. 71 *bis* del Regolamento Emittenti, al fine di ovviare alle criticità emerse in sede di analisi dell'esperienza applicativa, e dà attuazione alla delega di cui all'art. 154 *ter* TUF<sup>39</sup>.

La revisione della disciplina di trasparenza ha, in primo luogo, comportato l'introduzione di una definizione delle operazioni rilevanti fondata su criteri prevalentemente quantitativi, e integrata da delimitati criteri qualitativi (ferma la libertà delle società di stabilire criteri anche più stringenti); la previsione di soglie di rilevanza quantitative più basse per le operazioni da compiersi con il soggetto controllante, in funzione degli assetti proprietari della società quotata; l'estensione della disciplina sulla trasparenza anche agli emittenti azioni diffuse; un doppio regime di trasparenza, immediata, mediante la diffusione al mercato di un documento informativo da divulgare senza indugio dopo la delibera di approvazione, e periodica, mediante l'indicazione analitica delle operazioni rilevanti con parti correlate concluse nel periodo di riferimento nella relazione sulla gestione (intermedia ovvero annuale); la facoltà di escludere dal novero delle operazioni rilevanti determinate categorie di operazioni tra cui quelle da concludersi con società controllate, sempre che in tali società non vi siano interessi di altre parti correlate.

---

<sup>39</sup> Su cui *supra*, § 3.1.2.

Per quel che riguarda la correttezza, la scelta della Consob è stata quella di puntare sul ruolo determinante degli amministratori indipendenti, sia nell'adozione delle procedure, sia nella partecipazione alle trattative, sia nell'approvazione dell'operazione, per fornire agli investitori ed al mercato la garanzia della presenza di adeguati presidi nell'*iter* decisionale di un'operazione con parte correlata.

Sulla base delle valutazioni condotte e dei risultati dell'analisi di impatto della regolamentazione<sup>40</sup>, quella sopra delineata è stata considerata dalla Consob l'ipotesi *"che appare offrire una risposta adeguata alle finalità di tutela degli investitori emerse nell'area delle operazioni con parti correlate, consentendo di valorizzare la funzione degli amministratori indipendenti. Tale orientamento si pone in linea con le best practice internazionali, con i Principi dell'Ocse sulla Corporate Governance e con la Raccomandazione della Commissione Europea sul ruolo degli amministratori non esecutivi; sviluppa inoltre una tendenza già avviata in Italia con il Codice di Autodisciplina delle società quotate"*<sup>41</sup>.

Dall'esame dei Documenti di Consultazione e dalle considerazioni svolte dalla Commissione *a latere* dell'analisi costi-benefici condotta traspare l'intento del regolatore di mettere a punto un *corpus* di principi che possano al contempo soddisfare le esigenze di protezione delle minoranze e alimentare adeguati livelli di fiducia negli investitori. La scelta regolamentare operata, che si snoda attraverso tre principali

---

<sup>40</sup> Su cui, più diffusamente, *supra*, § 4.2.

<sup>41</sup> Primo Documento di Consultazione 9 aprile 2008, (nt. 9), 11.

direttrici – il rafforzamento del regime di *disclosure*, sia endosocietario che verso il mercato, la centralità degli amministratori indipendenti ed il coinvolgimento, invero limitato, dell'assemblea dei soci – è dunque rivolta a tale temperamento.

## Capitolo II - L'ambito di applicazione del Regolamento Parti Correlate

### 1. I destinatari della disciplina

La delimitazione, sotto il profilo soggettivo, del perimetro entro il quale si esplica l'operatività del Regolamento Parti Correlate viene espressamente tracciata dall'art. 2 del Regolamento medesimo il quale sancisce che in esso sono dettati *"... i principi ai quali le società italiane con azioni quotate in mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell'Unione Europea e con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante [sottolineatura aggiunta] ... si attengono al fine di assicurare la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate realizzate direttamente o per il tramite di società controllate"*.

Gli obblighi regolamentari si applicano, dunque, alle sole società italiane, e non agli "emittenti quotati" in generale, i quali, secondo la definizione di cui all'art. 1, comma 1, lett. w), sono *"i soggetti italiani o esteri (enfasi aggiunta) che emettono strumenti finanziari quotati nei mercati regolamentati italiani"*; in più, soggiacciono al Regolamento i soli emittenti italiani le cui azioni (e non altri valori mobiliari) siano quotate in mercati regolamentati italiani o di altri Paesi dell'Unione Europea, ovvero diffusi.

La disciplina in materia di operazioni con parti correlate è dunque rivolta solo ad alcuni dei soggetti cui la disciplina del TUF e del Regolamento Emittenti è, viceversa, indirizzata; se ciò è comprensibile per quel che riguarda le prescrizioni che, più specificamente, attengono ed incidono sulle regole di governo societario, lo è tuttavia meno con riferimento agli obblighi informativi verso il mercato e, in particolare, per quale che riguarda le comunicazioni al pubblico, rispetto alla cui disciplina (art. 114 TUF, comma 1) – rivolta agli “emittenti quotati” – si nota un disallineamento.

## **2. Nozioni: parti correlate e operazioni con parti correlate**

Un insieme di definizioni e nozioni tracciano la linea di confine tra ciò che costituisce oggetto di regolamentazione e ciò che ne è al di fuori.

Come auspicato all’indomani dell’introduzione dell’art. 2391 *bis* c.c.<sup>42</sup>, la Commissione ha provveduto ad una delimitazione, sotto il profilo oggettivo, del perimetro applicativo del Regolamento Parti Correlate mediante l’individuazione, nell’ Allegato 1 al Regolamento, delle nozioni di “parti correlate” e di “operazioni con parti correlate”.

La medesima Consob ha chiarito, nella Comunicazione n. DEM/10078683 del 24 settembre 2010, avente ad oggetto “Indicazioni e orientamenti per l’applicazione del regolamento sulle operazioni con Parti

---

<sup>42</sup> M. VENTORUZZO, (nt. 9), 524-528.

Correlate adottato con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 come successivamente modificato” (nel prosieguo, “**Comunicazione Parti Correlate**” o “**Comunicazione**”), che “*le nozioni di “parte correlata” e di “operazione con parte correlata” riprendono quelle contenute nel principio contabile internazionale IAS 24 (“Informativa di bilancio sulle operazioni con parti correlate”) (“IAS 24”), nel testo adottato secondo la procedura di cui all’articolo 6 del regolamento (CE) n. 1606/2002 e vigente alla data di entrata in vigore del Regolamento. 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 [...]*”<sup>43</sup>(paragrafo 1.1).

Pur senza rinviarvi, dunque, la Commissione è tuttavia rimasta fedele alle definizioni del principio contabile internazionale n. 24 vigente alla data di entrata in vigore del Regolamento (9 aprile 2010, essendo stato pubblicato il Regolamento nella *Gazzetta Ufficiale* n. 70 del 25 marzo 2010).

Non hanno, pertanto, alcun impatto sul perimetro di correlazione e sull’ambito di applicazione del Regolamento le modifiche dello IAS 24

---

<sup>43</sup> L’iniziale scelta della Commissione di operare un diretto riferimento alla nozione dello IAS 24 è stata oggetto di numerosi rilievi in sede di consultazione. Tra gli altri, P. FERRO-LUZZI, Osservazioni al II Documento di Consultazione, 2009, 4-5, disponibile sul sito della Commissione, all’indirizzo [http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/consultazione\\_parti\\_correlate\\_20080803\\_osservazioni\\_ferro\\_luzzi.pdf](http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/consultazione_parti_correlate_20080803_osservazioni_ferro_luzzi.pdf), 5.

introdotte con il Regolamento CE/632/2010 del 19 luglio 2010, applicabili a partire dagli esercizi con inizio successivo all' 1 gennaio 2011.

### 2.1. Parti correlate

La definizione di chi debba considerarsi parte correlata all'emittente rappresenta uno dei punti fondamentali, oltre che maggiormente problematici<sup>44</sup>, della nuova disciplina; unitamente alla nozione di "operazione", essa fissa il confine tra ciò che, ai fini del Regolamento (e, dunque, per le esigenze di tutela che esso è volto a soddisfare) è rilevante o meno.

Ai sensi del Regolamento *"un soggetto è parte correlata a 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;*

---

<sup>44</sup> M. MIOLA, *Le operazioni con parti correlate*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*, Liber Amicorum Antonio Piras, Torino, 2010, 631 ss.



*(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;*

*(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".*

La nozione – è agevole notare – è di ampio respiro e, in buona sostanza, mira a ricomprendere tutti quei soggetti che rispetto all'emittente si trovano in una situazione o in una posizione tale da poterne indirizzare le scelte gestionali e finanziarie e, dunque, da poter anche determinare il compimento da parte dell'emittente di operazioni volte non al perseguimento di un effettivo e genuino interesse sociale, quanto piuttosto all'estrazione di benefici privati ad esclusivo vantaggio di soggetti terzi.

A corollario della previsione, Consob ha inoltre fissato le definizioni funzionali di "controllo", "controllo congiunto", "influenza notevole", "stretti familiari", "dirigenti con responsabilità strategiche", "società

controllata”, “società collegata” e “joint venture” che pure si rinvengono nell’Allegato 1 al Regolamento Parti Correlate.

Per quel che riguarda le nozioni di controllo, di collegamento e di influenza notevole, deve osservarsi che, in linea con gli obiettivi di tutela che il Regolamento persegue, la Commissione ne opera un considerevole ampliamento rispetto alle omologhe nozioni contenute nella norma di diritto societario (art. 2359 c.c.). Anche le definizioni di “società controllata” e di “società collegata” vanno nella medesima direzione, intendendosi nel Regolamento con tali espressioni una qualsiasi entità (anche sprovvista di personalità giuridica, laddove i rapporti ex art. 2359 c.c. sono esclusivamente tra società) sulla quale venga esercitato da altra entità, rispettivamente, il controllo o un’influenza notevole.

Meritano alcune isolate considerazioni le nozioni di controllo e di influenza notevole.

Ai fini del Regolamento Parti Correlate, il controllo è il potere di determinare le politiche finanziarie e gestionali di un’entità al fine di ottenere benefici dalle sue attività. L’esistenza del controllo si presume *“quando un soggetto possiede, direttamente o indirettamente attraverso le proprie controllate, più della metà dei diritti di voto di un’entità a meno che, in casi eccezionali, possa essere chiaramente dimostrato che tale possesso non costituisce controllo. Il controllo esiste anche quando un soggetto possiede la metà, o una quota minore, dei diritti di voto esercitabili in assemblea se questi ha:*

*(a) il controllo di più della metà dei diritti di voto in virtù di un accordo con altri investitori;*

*(b) il potere di determinare le politiche finanziarie e gestionali dell'entità in forza di uno statuto o di un accordo;*

*(c) il potere di nominare o di rimuovere la maggioranza dei membri del consiglio di amministrazione o dell'equivalente organo di governo societario, ed il controllo dell'entità è detenuto da quel consiglio o organo;*

*(d) il potere di esercitare la maggioranza dei diritti di voto nelle sedute del consiglio di amministrazione o dell'equivalente organo di governo societario, ed il controllo dell'entità è detenuto da quel consiglio o organo".*

La scomposizione della "definizione funzionale" di "controllo" offre interessanti spunti di riflessione.

In primo luogo, la Commissione radica il concetto di controllo su un dato fattuale – la determinazione delle politiche finanziarie e gestionali – e non, come viceversa nella fattispecie di cui all'art. 2359, comma 1, c.c. sul titolo (voti esercitabili in assemblea) da cui esso promana; vi aggiunge, poi, una componente "teleologica", l'ottenimento di benefici dalle attività dell'entità controllata. La nozione di controllo che rileva ai fini del Regolamento è, evidentemente, più ampia di quella che si trae dalla norma codicistica; ciò sia per la rilevanza del dato fattuale, che consente di poter ricomprendere nella definizione in esame qualsiasi tipo di rapporto che possa configurare in capo ad un soggetto il potere al quale la

Commissione ricollega la situazione di dominanza, sia perché il rapporto di controllo – che ai sensi dell'art. 2359, comma 1, c.c. intercorre solo tra società – nel Regolamento può anche intercorrere con persone fisiche o enti non societari (si parla, infatti, di soggetti controllati o controllanti, come pure di entità).

Ovviamente il possesso di diritti di voto in un'entità, in particolare la disponibilità di più della metà dei diritti di voto, è circostanza indicativa, in via presuntiva, della esistenza del controllo; la presunzione – che pertanto è relativa – può essere però vinta, dimostrando “*chiaramente*”<sup>45</sup> che tale possesso non costituisce controllo. Per converso, il controllo esiste (e la formulazione della disposizione sembrerebbe in tale caso non ammettere la dimostrazione del contrario) pur quando un soggetto posseda solo la metà o addirittura una quota inferiore dei diritti di voto esercitabili in assemblea se a ciò si aggiunga una delle ipotesi considerate alle lettere da (a) a (d) dell'art. 2 dell'Allegato 1 al Regolamento.

Tutte le ipotesi prese in considerazione dalla Consob presuppongono tuttavia il “*possesso di diritti di voto*”, mentre non sembrerebbero trovare spazio nella nozione in esame i casi di controllo “*esterno*”<sup>46</sup>, la cui configurabilità, ex art. 2359, comma 1, n. 3, c.c., prescinde dal possesso azionario. Si pensi al caso, invero assai frequente, di accordi contrattuali

---

<sup>45</sup> Così, Allegato 1, art. 2.

<sup>46</sup> Sul controllo esterno, tra gli altri, P. DAL SOGLIO, *Sub art. 2359, in Commentario breve al diritto delle società*<sup>2</sup>, A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), Padova, 2011, 435; M. NOTARI, J. BERTONE, *Commento all'art. 2359*, in P. MARCHETTI, L.A. BIANCHI, F. GHEZZI, M. NOTARI (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, M. NOTARI (a cura di), *Azioni. Artt. 2346-2362 c.c.*, Milano, 2005, 687-691.

(tipicamente, accordi di finanziamento con istituti bancari) che riconoscano al soggetto finanziatore pervasivi diritti di veto sulle operazioni – finanziarie o industriali – del soggetto finanziato; o, ancora, accordi contrattuali con partner industriali che abbiano l'effetto di configurare in capo alla controparte una posizione di controllo.

Problematica si presenta l'interpretazione della componente "teleologica" della definizione funzionale di controllo. Non si sbaglierebbe nell'affermare che il perseguimento di benefici dall'attività di un ente è proprio il fine cui tende l'esercizio dei poteri di alta gestione, sì che la precisazione della predetta finalità nella definizione in esame potrebbe apparire superflua. D'altro canto, la presenza della precisazione del fine cui deve tendere l'esercizio del potere di alta gestione (che nella definizione del principio contabile n. 24 manca) legittimamente insinua il dubbio della necessità o meno di procedere ad una verifica degli intenti del soggetto controllante al fine di verificare se si sia in presenza di un rapporto di correlazione rilevante ai sensi del Regolamento. La Commissione, che pure ha fornito diverse indicazioni interpretative con la Comunicazione, nulla ha precisato al riguardo e le incertezze, dunque, permangono.

Trova poi espresso riconoscimento nel Regolamento<sup>47</sup> il controllo congiunto, vale a dire – secondo la definizione funzionale che si rinviene

---

<sup>47</sup> Laddove, in dottrina, se ne era, almeno sino al Regolamento, negata rilevanza. M. NOTARI, J. BERTONE, (nt. 46), 683, ove ampi richiami bibliografici. La previsione del controllo congiunto nel Regolamento ne determina, secondo M. MIOLA, (nt. 44), 644, il "pieno ingresso nella disciplina di diritto societario comune".

nell'Allegato 1 – “la *condivisione, stabilita contrattualmente, del controllo su un'attività economica*”.

Sono dunque annoverati tra le parti correlate quei soggetti che, sebbene *uti singuli* siano privi del potere di orientare le scelte gestionali, in quanto parte di un accordo (parasociale) che regola il controllo della società sono comunque in una posizione tale da influenzare il compimento di operazione da parte dell'ente controllato.

La mera esistenza di un accordo parasociale e l'adesione allo stesso non valgono per sé soli a costituire un rapporto di correlazione tra l'emittente e gli aderenti al patto. Come si legge nella Comunicazione (par. 1.2), l'adesione ad un patto parasociale non implica di per sé che i paciscenti siano parti correlate dell'emittente, dovendosi valutare, sulla base del contenuto del patto, se in capo a ciascun aderente sia configurabile una posizione di controllo (individuale o congiunto) o di influenza notevole rispetto all'emittente che consenta di determinare le politiche finanziarie e gestionali della società, ovvero di contribuire alla relativa determinazione.

Sul controllo congiunto è stato inoltre osservato che esso sembrerebbe rilevare solo ove espressamente richiamato dal Regolamento<sup>48</sup>, essendovi infatti alcune previsioni (quali il par. 1, lett. a) punto (iii) e lett. f) dell'Allegato 1, o, ancora, l'art. 14, comma 2, del

---

<sup>48</sup> A. POMELLI, *La disciplina Consob delle operazioni con parti correlate*, in *Le Nuove Leggi Civili Commentate*, 2010, 1333 ss; Id., *Sub art. 2391 bis*, in *Commentario breve al diritto delle società*, Maffei Alberti (a cura di), Milano, 2011, 636 ss.

Regolamento) che vi fanno espressa menzione, ed altre (quale il par. 1, lett. a) punto (i) dell'Allegato 1 o l'art. 10, comma 1, del Regolamento) che, viceversa, non lo contemplano. Se così fosse, non dovrebbe essere considerata parte correlata l'entità controllata dall'emittente congiuntamente con altri soggetti<sup>49</sup>. L'imprecisione del mancato richiamo espresso al controllo congiunto non dovrebbe comunque rilevare in sede di interpretazione e, dunque, portare al di fuori del perimetro del Regolamento Parti Correlate fattispecie che, viceversa, per identità di *ratio*, dovrebbero ricadervi<sup>50</sup>.

La posizione del soggetto sottoposto al controllo congiunto dell'emittente e di altri – apparentemente non contemplata dalla nozione in esame – è speculare alla posizione del soggetto che, congiuntamente ad altri, esercita il controllo sull'emittente. Se, nell'ipotesi di controllante congiunta dell'emittente, la presenza di altro soggetto che esercita il controllo non viene evidentemente considerata circostanza rilevante ad attenuare il rischio che l'operazione che ci si propone di compiere possa

<sup>49</sup> A. POMELLI, (nt. 48), 1352; Id. (nt. 48), 638.

<sup>50</sup> A. POMELLI, (nt. 48), 638-639, il quale, argomenta che " ... confrontando altresì le definizioni di società controllata (che pur non menziona la relazione di controllo congiunto), e di società collegata (quest'ultima essendo correlata anche se il socio esercita solo un'influenza notevole, che è certamente qualcosa di meno incisivo del controllo congiunto), da un lato e, dall'altro, l'art. 14, 2° co., del Regolamento, ..., che consente di esentare dall'applicazione delle disposizioni regolamentari anche le operazioni compiute con o tra società controllate, anche congiuntamente (dal quale articolo sembrerebbe pertanto potersi desumere indirettamente che laddove non esentate le operazioni tra la società e la società controllata congiuntamente con altri soggetti siano in effetti operazioni con parti correlate) potrebbe trovare sostegno, in attesa di chiarimenti da parte della Consob, la diversa conclusione secondo cui sia da considerarsi parte correlata anche il soggetto controllato congiuntamente e che nelle diverse disposizioni regolamentari per società controllata debba di volta in volta intendersi anche la società controllata congiuntamente, per quanto nella singola disposizione la relazione di controllo congiunto non sia espressamente richiamata".

essere volta al perseguimento di interessi e benefici privati, piuttosto che di un interesse sociale, non v'è ragione di ritenere che nel caso inverso, di soggetto controllato dall'emittente congiuntamente ad altro soggetto, il rischio non sussista. A meno che non si sia reputato, con l'esclusione di tale ultima situazione dalla nozione di parte correlata, che il perfezionamento da parte dell'emittente di un'operazione con un soggetto da essa controllato congiuntamente ad altri, che estragga dall'emittente benefici ad esclusivo interesse del soggetto controllato, non incidendo sulla posizione di alcuni azionisti dell'emittente a scapito di altri (ché tutti gli azionisti dell'emittente indistintamente subirebbero, di riflesso, le conseguenze pregiudizievoli di un'operazione compiuta nell'interesse altrui e non della società), sia privo di uno degli "elementi costitutivi" della fattispecie, vale a dire del sacrificio dell'interesse di solo una parte degli azionisti dell'emittente, segnatamente quelli estranei al rapporto di correlazione. Ma un tale argomentare si presta ad agevoli obiezioni. Da un lato, per coerenza, dovrebbe essere escluso dalla nozione di parte correlata qualsiasi soggetto su cui l'emittente eserciti il controllo, ma tale fattispecie è testualmente menzionata nel par. 1, lett. a), punto (i) dell'Allegato 1 (*"un soggetto ... è parte correlata a una società se ... ne è controllato"*). Dall'altro, occorre rammentare che presenta tutti gli elementi costitutivi della fattispecie "operazione con parte correlata" rilevante ai fini del Regolamento anche quella transazione che si risolve nella produzione di un beneficio ad esclusivo vantaggio di un amministratore, con equa ripartizione tra tutti gli azionisti dei conseguenti effetti pregiudizievoli in proporzione alle percentuali di capitale detenute.



L'aprioristica esclusione, radicata sul dato letterale di cui alla definizione che si rinviene nell'Allegato 1, art. 1, lett. (a)(iii), della società che l'emittente controlla congiuntamente ad altri dal perimetro del Regolamento Parti Correlate non trova alcuna giustificazione e, vieppiù, sarebbe in spregio al principio interpretativo, che pure si ritrova nell'Allegato 1, par. 3.1, che vuole che *"nell'esame di ciascun rapporto con parti correlate l'attenzione deve essere rivolta alla sostanza del rapporto e non semplicemente alla sua forma giuridica"*. Dovranno pertanto essere gli emittenti che, in sede di implementazione dei principi in materia di operazioni con parti correlate nel rispetto dei *"criteri generali"* dettati dalla Commissione, dovranno individuare le categorie di parti correlate *"in relazione alle specifiche circostanze del caso"*<sup>51</sup>.

Oltre ai rapporti di controllo, rilevano ai fini della definizione di parte correlata, anche le situazioni di collegamento. Sono infatti parti correlate alla società emittente le società a questa collegate ed i soggetti che detengono nella società emittente una partecipazione tale da poter esercitare un'influenza notevole su quest'ultima.

Come per il controllo, anche per i rapporti di collegamento e, in particolare, per la definizione – fondamentale – di "influenza notevole", il Regolamento opera un ampliamento rispetto alla nozione codicistica<sup>52</sup>.

---

<sup>51</sup> Così, la Consob, nella Comunicazione, par. 1.2., a proposito appunto della definizione di parte correlata di cui all'Allegato 1.

<sup>52</sup> L'art. 2359, comma 3, c.c. prevede che l'influenza notevole *"... si presume quando nell'assemblea ordinaria può essere esercitato almeno un quinto dei voti ovvero un decimo se la società ha azioni quotate in mercati regolamentati"*.

Ai sensi dell'Allegato 1, art. 2, l'influenza notevole "è il potere di partecipare alla determinazione delle politiche finanziarie e gestionali di un'entità senza averne il controllo. Un'influenza notevole può essere ottenuta attraverso il possesso di azioni, tramite clausole statutarie o accordi".

Oltre al possesso azionario, sono comprese nella definizione in esame anche fonti convenzionali – previsioni statutarie o accordi – da cui si tragga il potere di contribuire alla determinazione delle scelte finanziarie e gestionali di un ente.

Potrebbero assumere rilevanza, per il rapporto di correlazione in esame, non solo gli accordi che abbiano ad oggetto la compartecipazione nella gestione di una società, ma anche quegli accordi che abbiano quale effetto quello di attribuire alla controparte un ruolo determinante nelle scelte finanziarie e gestionali di un'entità (il pensiero va nuovamente agli accordi di finanziamento con istituti di credito, nei quali sono tipicamente contenute clausole che attribuiscono al finanziatore pervasivi diritti di veto nei confronti del soggetto finanziato, soprattutto in materia di operazioni strategiche).

Anche in tema di influenza notevole, come già per il controllo, viene fissata una presunzione di esistenza in capo al soggetto che possiede, "direttamente o indirettamente (per esempio tramite società controllate), il 20% o una quota maggiore dei voti esercitabili nell'assemblea della partecipata ... a meno che non possa essere chiaramente dimostrato il

*contrario*". Viceversa, se vi sia il possesso, direttamente o indirettamente (per esempio tramite società controllate), di una quota minore del 20% dei voti esercitabili nell'assemblea della partecipata, l'influenza notevole in capo alla partecipante si presume non sussistere, a meno che tale influenza non possa essere chiaramente dimostrata. L'influenza notevole non è esclusa, inoltre, dalla presenza di un soggetto in possesso della maggioranza assoluta o relativa dei diritti di voto.

Nella definizione funzionale in esame, si precisa, inoltre, che 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.*

Quanto alle altre definizioni funzionali, quella relativa ai dirigenti con responsabilità strategiche ricomprende tutti i 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. La Comunicazione Parti Correlate (paragrafo 1.4) ha inoltre precisato che in tale definizione sono inclusi anche i componenti effettivi degli organi di controllo (collegio sindacale e consiglio di sorveglianza); sembrerebbero dunque esclusi i componenti supplenti. Non sono parti correlate i dirigenti con responsabilità strategiche delle società controllate dall'emittente. Tale omissione sembrerebbe in controtendenza rispetto agli intenti cautelativi del Regolamento, poiché trascura di considerare la circostanza che gli amministratori delle controllate sono pur sempre espressione del socio di controllo e, per esso, del relativo organo amministrativo e che le operazioni con essi poste in essere potrebbero pur sempre essere volte al perseguimento di interessi extrasociali.

Sono, poi, stretti familiari ai fini del Regolamento Parti Correlate *“quei familiari che ci si attende possano influenzare il, o essere influenzati dal, soggetto interessato nei loro rapporti con la società.*

*Essi possono includere:*

- (a) il coniuge non legalmente separato e il convivente;*
- (b) i figli e le persone a carico del soggetto, del coniuge non legalmente separato o del convivente”.*

Infine, l'Allegato 1 precisa che una joint venture è un accordo contrattuale con il quale due o più parti intraprendono un'attività economica sottoposta a controllo congiunto.

Parte correlata è, dunque, la società veicolo (o altra entità) in cui l'emittente, con altri, detenga una partecipazione; non sono parti correlate le altre società (o, più in generale, gli altri soggetti) che, con l'emittente, partecipano alla joint venture.

A tale ultimo riguardo, ma più in generale, riguardo alla nozione di parte correlata che si rinviene nel Regolamento, va osservato che la più che comprensibile necessità di non ampliare eccessivamente i confini della definizione di parte correlata, può avere determinato alcune lacune che, tuttavia, dovranno essere gli emittenti a colmare. Come sopra già segnalato<sup>53</sup>, la nozione di parte correlata che si rinviene nell'Allegato 1 non ha natura tassativa, bensì è suscettibile di ampliamento ad opera degli emittenti, i quali dovranno procedere alla mappatura delle parti correlate nel solco dei principi generali appunti dettati dalla Consob. Gli emittenti sono pertanto chiamati ad effettuare un attento ed approfondito *screening* dei rapporti a vario titolo da essi (e dai soggetti indicati all'art. 4, comma 8, del Regolamento) intrattenuti per procedere alla puntuale e completa indicazione dei soggetti che potrebbero influenzare in maniera determinante le scelte gestionali dell'emittente e, pertanto, presentare i rischi espropriativi che la regolamentazione in esame mira a scongiurare.

Ciò trova peraltro espressa previsione nel Regolamento, essendo lasciato alle società di indicare nelle procedure che saranno adottate anche soggetti diversi dalle parti correlate, cui applicare, in tutto o in parte, le disposizioni del Regolamento (art. 4, comma 2, Regolamento).

---

<sup>53</sup> *Supra*, in questo paragrafo, p. 32 e nt. 51.

“Ai fini della predetta valutazione” – precisa la Comunicazione (par. 8) –  
“le società devono tenere conto di:

- *particolari assetti proprietari. Ad esempio, una società con assetti proprietari particolarmente frammentati potrebbe decidere di applicare la disciplina, in tutto o in parte, a titolari di partecipazioni inferiori a quelle rilevanti per le presunzioni di esercizio dell’influenza notevole (20 per cento previsto nell’Allegato n. 1 del Regolamento e mutuato dal vigente IAS 28; 10 per cento indicato con riferimento alle partecipazioni nelle società con azioni quotate dall’articolo 2359 del codice civile), indipendentemente dall’esercizio di un’influenza notevole o dominante (individuale o congiunta) sulla società partecipata;*

- *eventuali vincoli contrattuali rilevanti ai fini dell'articolo 2359, primo comma, n. 3), del codice civile nonché di eventuali vincoli contrattuali o statutari tramite i quali si possono realizzare la direzione e il coordinamento ai sensi dell’articolo 2497-septies del codice civile. In particolare, si fa riferimento ai contratti che, ai sensi dell’articolo 2359 del codice civile, possono determinare un’influenza dominante sulla società; si fa, inoltre, riferimento alle ipotesi in cui una società sia soggetta ad attività di direzione e coordinamento in forza di un contratto o di clausole statutarie;*

- *discipline di settore eventualmente applicabili in materia di parti correlate. Qualora, ai fini di una disciplina di settore analoga o contigua (ad esempio, in ambito bancario), una società sia tenuta ad individuare un*

*"perimetro di correlazione" più ampio di quello derivante dalle definizioni contenute nell'Allegato n. 1, essa potrebbe ritenere utile, ai fini di una semplificazione delle procedure, individuare un unico perimetro per entrambe le discipline".*

Le società, aggiunge ancora la Consob nel documento richiamato (par. 8), possono anche fare riferimento alla disciplina contabile e così estendere l'ambito di applicazione delle procedure anche al ricorrere degli altri casi di correlazione previsti dalla nozione di "parte correlata" di cui al principio contabile IAS 24 adottato dal Regolamento (UE) n. 632/2010 del 19 luglio 2010.

Infine, deve osservarsi che non si rinviene alcuna indicazione, nel Regolamento come pure nella Comunicazione, in merito al momento temporale in cui l'esistenza del rapporto di correlazione assume rilevanza ai fini della nozione di parte correlata e dell'applicazione della disciplina regolamentare. A fini antielusivi, in particolare, la nozione in esame si sarebbe potuta ampliare sino a ricomprendere anche i rapporti di correlazione, come individuati dal par. 1, lettera da a) a g) dell'Allegato 1, esistenti in un determinato arco temporale precedente l'operazione medesima<sup>54</sup>, assoggettando dunque all'applicazione delle procedure anche operazioni con soggetti che, sebbene non più correlati all'emittente, tali sono stati in tempi significativamente recenti. Come pure, per una

---

<sup>54</sup> Nell'ordinamento inglese, nella disciplina in materia di operazioni con parti correlate di cui alla *Listing Rule* n. 11 (*Related Party Transactions*) adottata dalla *Financial Services Authority* assumono rilevanza i rapporti di correlazione esistiti nei 12 mesi anteriori all'operazione, come si rinviene nella definizione di parte correlata (*related party*) ivi prevista.

maggiore efficacia della disciplina, sarebbe stato opportuno precisare se l'*iter* per l'approvazione delle operazioni con parti correlate rimane comunque applicabile nelle ipotesi in cui il rapporto di correlazione con l'emittente venga a cessare nelle more tra l'istruttoria, le trattative ed il relativo perfezionamento dell'operazione. Così, ove la parte correlata fosse una società in cui un dirigente con responsabilità strategiche dell'emittente detiene una partecipazione superiore al 20% del capitale, ben potrebbe verificarsi il caso che, avviate le trattative per il perfezionamento di un'operazione, il dirigente venga a dismettere la propria partecipazione, con ciò dando adito quantomeno all'interrogativo se la procedura di approvazione dell'operazione debba in ogni caso essere posta in essere o se debba essere abbandonata. La risposta potrebbe essere tanto formulata in termini assoluti, in senso affermativo ovvero negativo, ovvero essere legata ad una valutazione caso per caso da condursi sulla base delle specifiche pattuizioni dell'operazione che determina il venir meno della correlazione, con la conseguente necessità per l'emittente, in tale ultimo caso, di venire edotta dei termini di tale operazione. Ma ciò potrebbe non essere sempre praticabile, per l'opposizione ed il rifiuto che il terzo contraente potrebbe frapporre alla diffusione dei termini e delle condizioni dell'operazione che lo riguardano. Eppure, per tornare all'esempio da cui siamo partiti, ove l'atto di cessione della partecipazione da parte del dirigente con responsabilità strategiche dell'emittente contemplasse in favore di quest'ultimo un'opzione per il riacquisto della partecipazione, immutata sarebbe la necessità di assoggettare l'operazione che si intende compiere con la società la cui partecipazione è stata oggetto di cessione alle garanzie ed ai presidi di cui al Regolamento



Parti Correlate, perché immutato rimarrebbe il rischio di depauperamento dell'emittente ad esclusivo beneficio di un'altra parte.

Le lacune sopra segnalate potrebbero sempre essere colmate, in sede di adozione (o revisione) delle procedure, dalle società emittenti, alla cui valutazione il Regolamento Parti Correlate (art. 4, comma 2) rimette l'indicazione di altri soggetti, diversi dalle parti correlate, cui applicare le disposizioni del Regolamento medesimo; tuttavia, in considerazione dei potenziali intenti elusivi che potrebbero accompagnare operazioni apparentemente irrilevanti nell'ambito della disciplina delle operazioni con parti correlate, è auspicabile l'integrazione della nozione in esame mediante la identificazione quali parti correlate anche di soggetti con i quali i rapporti di correlazione, come individuati dal par. 1, lettera da a) a g) dell'Allegato 1 siano esistiti fino ad un determinato tempo prima dell'approvazione dell'operazione, ovvero dei quali sia intervenuta la cessazione in un momento successivo all'avvio della fase istruttoria e delle trattative.

Lo sforzo profuso da Consob di elaborare una nozione generale, adeguatamente dettagliata, ma al contempo elastica e suscettibile, quindi, di un'implementazione da parte degli emittenti adeguata alle specifiche circostanze del caso, rischia di far emergere i medesimi "fallimenti" che la Commissione ha identificato in sede di analisi preliminare per l'attuazione della delega legislativa<sup>55</sup>: disomogeneità di applicazione e

---

<sup>55</sup> *Supra*, Capitolo I, § 4.1.

implementazione mediante recepimento nelle procedure del contenuto "minimo" espressamente individuato nell'Allegato 1<sup>56</sup>.

Sarebbe stato forse preferibile che la Commissione si discostasse dal modello dell'autodisciplina, introducendo una nozione "rigida" di parte correlata, alla cui determinazione non fossero chiamati a contribuire gli emittenti in sede di adozione delle procedure; sarebbe stato, poi, riservato alla differenziazione tra le operazioni la modulazione degli obblighi informativi e procedurali, in ossequio alla flessibilità della disciplina che il mercato ha richiesto e che la Consob, apprezzabilmente, ha inteso assicurare.

## 2.2. Operazioni con parti correlate

Ai sensi del paragrafo 1, Allegato 1, del Regolamento, *"per operazione con una parte correlata si intende qualunque trasferimento di risorse, servizi o obbligazioni fra parti correlate, indipendentemente dal fatto che sia stato pattuito un corrispettivo.*

*Si considerano comunque incluse:*

---

<sup>56</sup> Critico nei confronti del Regolamento, in particolare, per l'ampiezza di quanto rimesso all'autodisciplina, è P. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate tra efficienza gestionale nei gruppi e rischi di conflitti di interessi: quale disciplina?* relazione tenuta al Convegno organizzato dal Centro Nazionale di prevenzione e difesa sociale e dalla Fondazione Courmayeur, sul tema *La crisi finanziaria: banche, regolatori, sanzioni*, Courmayeur, 25-26 settembre 2009, disponibile sul sito della Commissione all'indirizzo [http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/consultazione\\_parti\\_correlate2\\_0090803\\_osservazioni\\_montalenti.pdf](http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/consultazione_parti_correlate2_0090803_osservazioni_montalenti.pdf), 7-8.

- *le operazioni di fusione, di scissione per incorporazione o di scissione in senso stretto non proporzionale, ove realizzate con parti correlate;*
- *ogni decisione relativa all'assegnazione di remunerazioni e benefici economici, sotto qualsiasi forma, ai componenti degli organi di amministrazione e controllo e ai dirigenti con responsabilità strategiche.*<sup>57</sup>

Anche per la nozione in esame la Comunicazione Parti Correlate (par. 1.6) contiene alcune indicazioni applicative. In tema di fusioni e scissioni, si chiarisce che sono soggette alla disciplina delle operazioni con parti correlate tutte le fusioni che coinvolgono l'emittente e una parte correlata e, quanto alle scissioni, solo le operazioni di scissione per incorporazione con una parte correlata (ossia le operazioni con le quali l'emittente, 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 dell'emittente viene scisso, ad esempio, in più società con assegnazione non proporzionale delle azioni ai suoi soci, *"purché, naturalmente, esistano soci qualificabili come parti correlate della società e, in particolare, soci in grado di esercitare il controllo o un'influenza notevole"*).

Non sono incluse le scissioni in senso stretto di tipo proporzionale in quanto si tratta di operazioni rivolte indifferentemente a tutti i soci a

---

<sup>57</sup> La definizione riprende quella dello IAS 24, integrandola con l'espresso riferimento ad alcune operazioni societarie straordinarie.

parità di condizioni. Analoga considerazione vale per gli aumenti di capitale. Sono considerati operazioni con parti correlate solo gli aumenti di capitale con esclusione del diritto di opzione a favore di una parte correlata, mentre sono esclusi quelli in opzione in quanto rivolti, a parità di condizioni, sia alle eventuali parti correlate titolari di strumenti finanziari sia a tutti gli altri titolari di tali strumenti (Comunicazione, par. 1.6).

Rientrano, ancora, tra le operazioni con parti correlate anche i prestiti sindacati erogati da *pool* di banche a cui partecipino una parte correlata e una pluralità di altri soggetti non correlati, salvo che sia evidente il ruolo minoritario svolto all'interno del consorzio, in qualità di mero partecipante, dalla parte correlata: a tal fine, precisa la Consob nella Comunicazione (par. 1.6), si avrà riguardo all'influenza della parte correlata nell'assunzione delle decisioni riguardanti le condizioni economiche e giuridiche del finanziamento nonché alla quota dalla stessa erogata sul totale del prestito. Sono quindi sempre soggette al Regolamento le operazioni di finanziamento nelle quali la parte correlata svolga, da sola o insieme ad altre banche, il ruolo di *arranger* o capofila.

Ancora, ed in ossequio al canone interpretativo già richiamato, che vuole che nell'esame di ciascun rapporto con parte correlata sia anteposta la sostanza alla forma (Allegato 1 al Regolamento, par. 3.1), saranno da considerare operazioni da assoggettare all'applicazione del Regolamento anche quelle in cui la parte correlata, pur non essendo la controparte diretta, sia comunque il soggetto nella cui sfera si verranno a produrre, in

via prevalente o esclusiva, i benefici economici derivanti dall'operazione<sup>58</sup>. Così, il Regolamento dovrebbe risultare applicabile nel caso in cui l'emittente intenda concedere una garanzia a favore del soggetto correlato<sup>59</sup>.

### **3. Nozioni: operazioni di maggiore rilevanza, operazioni di minore rilevanza, operazioni ordinarie e operazioni di importo esiguo**

Ancor prima di procedere alla disamina dei principi e delle disposizioni che il Regolamento ha introdotto per assicurare la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate, è utile delineare la distinzione, legata prevalentemente a criteri di ordine quantitativo, che il Regolamento opera all'interno del più ampio *genus* delle operazioni con parti correlate, al fine di dettare una disciplina differenziata per ciascuna delle categorie così individuate.

Nell'attuazione della delega di cui all'art. 2391 *bis* c.c., la Commissione, con l'intento – tra gli altri – di mediare tra esigenze di tutela ed oneri incombenti sugli emittenti, ha elaborato una "disciplina a cerchi concentrici"<sup>60</sup>, fissando delle soglie di rilevanza al raggiungimento

---

<sup>58</sup> In tal senso, A. POMELLI, (nt. 48), 1354.

<sup>59</sup> A. POMELLI, (nt. 48), 1354, che richiama la considerazione svolta da M. VENTORUZZO, (nt. 9), 526-527.

<sup>60</sup> L'espressione è di M. VENTORUZZO, (nt. 9), 524, che nel commentare l'art. 2391 *bis* c.c., in particolare con riguardo alla possibile nozione di parte correlata, aveva messo in luce l'opportunità di introdurre una disciplina "a geometria variabile" che, fermo l'allora vigente regime in tema di *disclosure*, di cui all'art. 71 *bis* del Regolamento Emittenti,

delle quali determinati obblighi informativi e/o procedurali contemplati nel Regolamento divengono applicabili; per contro, il collocarsi di un'operazione – sia pure con parte correlata – al di sotto delle predette soglie comporta l'applicazione di un regime meno stringente.

Ai sensi dell'Allegato 3 al Regolamento, dunque, *“le procedure interne individuano criteri di tipo quantitativo per l'identificazione delle “operazioni di maggiore rilevanza” [sottolineatura aggiunta] in modo tale da includere almeno le categorie di operazioni di seguito indicate”,* segnatamente:

- le operazioni in cui almeno uno degli indici di rilevanza del controvalore, dell'attivo o delle passività<sup>61</sup> risulti superiore alla soglia del 5% (paragrafo 1.1)

---

introducesse principi per la correttezza sostanziale e procedurale per operazioni che dovessero intervenire in presenza di qualificati rapporti di correlazione.

<sup>61</sup> Gli indici di rilevanza sono indicati nell'Allegato 3 al Regolamento: l'indice di rilevanza del controvalore viene determinato sulla base del rapporto tra il controvalore dell'operazione ed il patrimonio netto risultante dal più recente stato patrimoniale pubblicato (consolidato, se redatto) dalla società ovvero, per le società quotate, se maggiore, la capitalizzazione della società rilevata alla chiusura dell'ultimo giorno di mercato aperto compreso nel periodo di riferimento del più recente documento contabile periodico pubblicato (relazione finanziaria annuale o semestrale o resoconto intermedio di gestione). Per le banche è il rapporto tra il controvalore dell'operazione e il patrimonio di vigilanza tratto dal più recente stato patrimoniale pubblicato (consolidato, se redatto), applicabili a seconda della specifica operazione; l'indice di rilevanza dell'attivo viene determinato sulla base del rapporto tra il totale attivo dell'entità oggetto dell'operazione e il totale attivo della società, tratto sulla base dei dati risultanti dal più recente stato patrimoniale pubblicato (consolidato, se redatto) dalla società: ove possibile, analoghi dati devono essere utilizzati per la determinazione del totale dell'attivo dell'entità oggetto dell'operazione; l'indice di rilevanza delle passività è dato dal rapporto tra il totale delle passività dell'entità acquisita e il totale attivo della società, tratto sulla base di dati risultanti dal più recente stato patrimoniale pubblicato (consolidato, se redatto) dalla società; ove possibile, analoghi dati devono essere utilizzati per la determinazione del totale delle passività della società o del ramo di azienda acquisiti.

- le operazioni con la società controllante quotata o con soggetti correlati a quest'ultima che risultino a loro volta correlati alla società, qualora almeno uno degli indici di rilevanza individuati al precedente paragrafo 1.1. risulti superiore alla soglia del 2,5% (paragrafo 1.2).

Si demanda espressamente alle società la valutazione in merito all'individuazione di soglie di rilevanza inferiori a quelle indicate per operazioni che possano incidere sull'autonomia gestionale dell'emittente (quali, nell'esemplificazione rinvenibile nel medesimo Allegato 3, le cessioni di attività immateriali quali marchi o brevetti o, come ancora chiarito nella Comunicazione, la cessione ad una parte correlata dell'unico stabilimento industriale adibito alla produzione dell'azienda gestita dall'emittente in previsione del successivo acquisto dei prodotti dalla medesima parte correlata al fine della loro commercializzazione). Come pure le società sono libere di assoggettare alle disposizioni del Regolamento operazioni, o categorie di operazioni, i cui indici di rilevanza siano inferiori alle soglie limite indicate nell'Allegato 3, nonché individuare criteri, sia quantitativi sia qualitativi, ulteriori rispetto a quelli indicati nell'Allegato 3, ovvero ancora individuare, di volta in volta, operazioni cui applicare la disciplina prevista per le operazioni di maggiore rilevanza anche se inferiori alle soglie di rilevanza (Comunicazione Parti Correlate, par. 2).

Per le “operazioni di minore rilevanza” la Commissione utilizza una tecnica definitoria in negativo, identificandole in quelle operazioni con parti correlate *“diverse dalle operazioni di maggiore rilevanza e dalle operazioni di importo esiguo”* (art. 3, comma 1, lett. c), Regolamento Parti Correlate).

Sono “operazioni ordinarie” le operazioni con parti correlate che rientrano nell'ordinario esercizio dell'attività operativa e della connessa attività finanziaria (art. 3, comma 1, lett. d), Regolamento) le quali, ove concluse a condizioni di mercato o standard, possono beneficiare, quando così previsto nelle procedure, di una totale o parziale esenzione.

In primo luogo, ai fini della definizione in esame, l'operazione deve rientrare nell'ambito dell'attività operativa della società, da intendersi come l'insieme delle attività generatrici di ricavi e, in linea più generale, di quelle attività non altrimenti classificabili quali investimenti o attività finanziarie. Naturalmente la collocazione dell'operazione nell'ambito di una delle tre aree di attività (operativa, di investimento, finanziaria) va compiuta nel modo più appropriato alla luce dell'attività effettivamente svolta (così, la concessione di prestiti da parte di una banca o di una società finanziaria sarà classificabile come attività operativa anziché di investimento).

Il secondo elemento della definizione di “operazione ordinaria” è rappresentato dall'attività finanziaria connessa all'attività operativa, con



ciò estendendosi il regime di esenzione anche a quelle operazioni di natura finanziaria che siano accessorie allo svolgimento dell'attività operativa<sup>62</sup>.

La definizione si completa, infine, con la previsione della riconducibilità dell'operazione all'ordinario esercizio dell'attività operativa o dell'attività finanziaria ad essa connessa. In altre parole, ed in estrema sintesi, l'operazione non deve presentare alcuna anomalia o elemento dissonante che possa indicarne la non ordinarietà. La valutazione della ricorrenza o meno di tale ulteriore elemento selettivo dovrà farsi avuto riguardo all'oggetto dell'operazione, alla sua ricorrenza o meno, alle dimensioni dell'operazione, ai termini contrattuali, alla natura della controparte<sup>63</sup>. Ancora, dovrà aversi riguardo all'attività svolta dalla società che compie l'operazione: nell'ipotesi in cui l'operazione sia svolta per il tramite di una società controllata dalla società quotata, rileverà l'attività svolta (o una tra le attività ordinariamente svolte) dalla società controllata. Tuttavia, se la società che compie l'operazione con parte correlata è una società veicolo costituita allo scopo di compiere tale operazione, allora la verifica dovrà essere compiuta anche con riguardo ad almeno una tra le attività svolte dal gruppo di appartenenza, ciò, al fine di scongiurare il rischio che ci si possa avvalere dell'esenzione attraverso la costituzione di società veicolo appositamente costituite.

L'ultima distinzione riguarda, infine, le "operazioni di importo esiguo". Di queste il Regolamento non dà alcuna definizione, ma rimette alle società la facoltà di inserire nelle procedure criteri per l'identificazione

---

<sup>62</sup> Così, la precisazione di cui alla Comunicazione, par. 3.3.

<sup>63</sup> Comunicazione, par. 3.4.

di tali operazioni, alle quali non applicare le disposizioni del Regolamento (art. 13, comma 2, Regolamento).

Come la categoria delle operazioni ordinarie, anche quella delle operazioni di importo esiguo, con i relativi regimi di esenzione, rappresenta uno degli strumenti di flessibilità che la Consob ha previsto nell'ambito del Regolamento e risponde all'esigenza di consentire alle società il contenimento dei costi di *compliance*, escludendo dagli oneri procedurali operazioni che presentano minori rischi di lesione degli interessi degli azionisti e, più in generale, del mercato .

L'individuazione della soglia (o anche di soglie differenziate – per operazioni o parti –) di "esiguità" dovrà tenere conto delle dimensioni della società ed a queste dovrà essere rapportata<sup>64</sup>.

Al pari della definizione di parte correlata, anche per le definizioni di operazioni soggette alla disciplina regolamentare la Consob si è affidata agli emittenti, rimettendo a questi ultimi, mediante la determinazione del contenuto delle procedure, l'individuazione di ciò che dovrà costituire oggetto di obblighi informativi e/o procedurali o, ancora, che verrà a beneficiare di determinate esenzioni.

L'ambito oggettivo di applicabilità del Regolamento risulta, conclusivamente, così determinato: la disciplina più stringente si applica alle sole operazioni di maggiore rilevanza che siano state indicate come

---

<sup>64</sup> Per le precisazioni sulla nozione di operazioni di importo esiguo, si veda la Comunicazione, par. 19.

tali dalle procedure, in ossequio alle soglie minime indicate nell'Allegato 1 al Regolamento; alle operazioni di minore rilevanza si applicherà una disciplina di minor rigore, mentre di una totale o parziale esenzione beneficeranno le operazioni ordinarie e le operazioni di importo esiguo.

#### **4. Nozioni: amministratori indipendenti**

Di considerevole rilievo, per la centralità che essi rivestono nel sistema dei presidi che il Regolamento Parti Correlate ha inteso introdurre, è la individuazione della nozione di "amministratori indipendenti".

La relativa definizione si rinviene nel Regolamento (art. 1, comma 3, lett. h) a mente del quale sono "amministratori indipendenti", "consiglieri di gestione indipendenti" e "consiglieri di sorveglianza indipendenti":

*"- gli amministratori e i consiglieri in possesso dei requisiti di 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;*

*- qualora la società dichiari, 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*<sup>65</sup>.

L'art. 148, comma 3, TUF, relativo alle cause di ineleggibilità o decadenza dall'ufficio dei componenti il collegio sindacale, al quale la definizione sopra richiamata rimanda, sancisce che non possono essere eletti ovvero che decadono dall'ufficio:

*“a) coloro che si trovano nelle condizioni previste dall'articolo 2382 del codice civile*<sup>66</sup>;

*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 od alle società da questa controllate od alle società che la controllano od a quelle sottoposte a comune controllo ovvero agli amministratori della società e ai soggetti di cui alla lettera b) da rapporti di lavoro autonomo o subordinato ovvero da altri rapporti di natura patrimoniale o professionale che ne compromettano l'indipendenza”.*

---

<sup>65</sup> La Comunicazione (par. 5) ha espresso un giudizio positivo circa la equivalenza con i requisiti indicati dall'art. 148 TUF dei criteri di indipendenza attualmente previsti dal Codice di Autodisciplina.

<sup>66</sup> Ai sensi dell'art. 2382 c.c. , *“Non può essere nominato amministratore, e se nominato decade dal suo ufficio, l'interdetto, l'inabilitato, il fallito, o chi è stato condannato ad una pena che importa l'interdizione, anche temporanea, dai pubblici uffici o l'incapacità ad esercitare uffici direttivi”.*

I requisiti individuati dall'art. 3 del Regolamento rappresentano la soglia minima cui le società, nelle procedure, dovranno conformarsi.

Anche per la nozione di "amministratore indipendente", dunque, la Commissione mantiene un approccio di *soft law*, lasciando agli emittenti la possibilità di delineare requisiti soggettivi specifici di indipendenza, ferma la fissazione di un parametro "base", rappresentato dai requisiti di indipendenza dei sindaci.

La scelta operata dalla Commissione, di affidare agli amministratori indipendenti il compito di assicurare la correttezza delle operazioni con parti correlate, offre ulteriori elementi al dibattito che in tempi recenti si è sviluppato su tale figura<sup>67</sup> e, principalmente sulla necessità di tracciarne uno specifico "statuto" che ne individui i requisiti soggettivi, le funzioni, i doveri e le responsabilità.

La disciplina Consob in materia di operazioni con parti correlate rinnova la discussione sugli amministratori indipendenti che, proprio in virtù del Regolamento, vedono accresciute le proprie funzioni (o, meglio, vedono definite alcune delle loro funzioni), ferme restando, tuttavia, le

---

<sup>67</sup> Sul tema, tra gli altri, D. REGOLI, *Gli amministratori indipendenti*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber Amicorum Gian Franco Campobasso, P. ABBADESSA, G.B. PORTALE (diretto da), 2, *Assemblea-Amministrazione*, Milano, 2006, 385 ss.; ID., *Gli amministratori indipendenti tra fonti private e fonti pubbliche e statuali*, in *Riv. Soc.*, 2008, 408 ss.; A. PISANI MASSAMORMILE, *Appunti sugli amministratori indipendenti*, in *Riv. Dir. Soc.*, 2/2008, 248 ss.; N. SALANITRO, *Nozione e disciplina degli amministratori indipendenti*, in *Banca, borsa, tit. credito*, 2008, 1, 1 ss.; U. TOMBARI, *Verso uno "statuto speciale" degli amministratori indipendenti (Prime considerazioni sul d. lgs. n. 303/2006 e sulle modifiche al Regolamento Consob in materia di emittenti)*, in *Riv. Dir. Soc.* 3/2007, 51 ss.; R. RORDORF, *Gli amministratori indipendenti*, in *Giur. Comm.*, 2007, 2, 143 ss.

incertezze e le questioni sorte attorno alla loro figura, ai requisiti di indipendenza, in primo luogo, ma anche ai doveri specifici che gli stessi sono chiamati ad assolvere ed agli interessi che gli stessi sono chiamati a proteggere.

Oltre, nel presente lavoro<sup>68</sup>, verranno svolte alcune riflessioni in punto di funzioni e responsabilità degli amministratori indipendenti, mentre nel presente Capitolo, dedicato alle principali nozioni della disciplina regolamentare, l'attenzione sarà posta sui requisiti di indipendenza.

La definizione dei predetti requisiti – fondanti e qualificanti – rappresenta il punto maggiormente critico e, allo stesso tempo, cruciale del modello di *governance* incentrato sulla figura dell'amministratore indipendente, in particolare per la credibilità ed efficienza del modello medesimo<sup>69</sup>. Parimenti, la credibilità ed efficienza della disciplina regolamentare in materia di parti correlate, che fa degli amministratori indipendenti il proprio perno, è funzione della nozione di indipendenza delineata da tale disciplina.

---

<sup>68</sup> Si veda *infra*, Capitolo III.

<sup>69</sup> F. GHEZZI, *Commento all'art.2409 septiesdecies*, in P. MARCHETTI, L.A. BIANCHI, F. GHEZZI, M. NOTARI (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, F. GHEZZI (a cura di), *Sistemi alternativi di amministrazione e controllo. Artt.2409 octies-2409 noviesdecies c.c.*, Milano, 2005, 197 ss.; F. BONELLI, *Gli amministratori di s.p.a. dopo la riforma delle società*, Milano, 2004, 109; P. MONTALENTI, *Corporate Governance, consiglio di amministrazione, sistemi di controllo interno: spunti per una riflessione*, in *Riv. Soc.*, 2002, 818 ss.

In termini generali, l'indipendenza viene identificata nell'autonomia di giudizio che consente di esprimere valutazioni critiche scevre da condizionamenti. Le nozioni legali di indipendenza (che si rinvencono nel codice civile, all'art. 2399 c.c., in tema di collegio sindacale, e all'art. 2409 *septiesdecies*, in tema di composizione del comitato per il controllo sulla gestione nel sistema monistico, e nel TUF, al richiamato art. 148 in tema di collegio sindacale) fanno tutte riferimento, essenzialmente, all'assenza di rapporti familiari, di lavoro o professionali rispetto al gruppo di controllo (azionisti e/o *management*) che possano compromettere l'autonomia di giudizio. La nozione di indipendenza tracciata nel Regolamento non si discosta da tale impianto (anzi ne fa espresso richiamo, quale relativo parametro di riferimento); a ciò il Regolamento aggiunge l'espressa possibilità che gli emittenti, nella definizione delle procedure, indichino requisiti ulteriori, nonché fa salvi espressamente gli ulteriori requisiti individuati in normative di settore o, ancora, nei codici di autodisciplina, purché questi ultimi superino un *test* di equivalenza con i requisiti di cui all'art. 148 TUF.

Il principio 3.P.1 del Codice di Autodisciplina identifica gli amministratori indipendenti in coloro "... *che non intrattengono, né hanno di recente intrattenuto, neppure indirettamente, con l'emittente o con soggetti legati all'emittente, relazioni [sottolineatura aggiunta] tali da condizionarne attualmente l'autonomia di giudizio*". Il Criterio applicativo 3.C.1. aggiunge "... *che un amministratore non appare, di norma, indipendente nelle seguenti ipotesi, da considerarsi come non tassative:*

a) se, direttamente o indirettamente, anche attraverso società controllate, fiduciari o interposta persona, controlla l'emittente o è in grado di esercitare su di esso un'influenza notevole, o partecipa a un patto parasociale attraverso il quale uno o più soggetti possano esercitare il controllo o un'influenza notevole sull'emittente;

b) se è, o è stato nei precedenti tre esercizi, un esponente di rilievo<sup>70</sup> dell'emittente, di una sua controllata avente rilevanza strategica o di una società sottoposta a comune controllo con l'emittente, ovvero di una società o di un ente che, anche insieme con altri attraverso un patto parasociale, controlla l'emittente o è in grado di esercitare sullo stesso un'influenza notevole;

c) se, direttamente o indirettamente (ad esempio attraverso società controllate o delle quali sia esponente di rilievo, ovvero in qualità di partner di uno studio professionale o di una società di consulenza), ha, o ha avuto nell'esercizio precedente, una significativa relazione commerciale, finanziaria o professionale:

– con l'emittente, una sua controllata, o con alcuno dei relativi esponenti di rilievo;

– con un soggetto che, anche insieme con altri attraverso un patto parasociale, controlla l'emittente, ovvero – trattandosi di società o ente – con i relativi esponenti di rilievo;

ovvero è, o è stato nei precedenti tre esercizi, lavoratore dipendente di uno dei predetti soggetti;

---

<sup>70</sup> Secondo il criterio applicativo 3.C.2. "... sono da considerarsi "esponenti di rilievo" di una società o di un ente: il presidente dell'ente, il rappresentante legale, il presidente del consiglio di amministrazione, gli amministratori esecutivi ed i dirigenti con responsabilità strategiche della società o dell'ente considerato".



*d) se riceve, o ha ricevuto nei precedenti tre esercizi, dall'emittente o da una società controllata o controllante una significativa remunerazione aggiuntiva rispetto all'emolumento "fisso" di amministratore non esecutivo dell'emittente, ivi inclusa la partecipazione a piani di incentivazione legati alla performance aziendale, anche a base azionaria;*

*e) se è stato amministratore dell'emittente per più di nove anni negli ultimi dodici anni;*

*f) se riveste la carica di amministratore esecutivo in un'altra società nella quale un amministratore esecutivo dell'emittente abbia un incarico di amministratore;*

*g) se è socio o amministratore di una società o di un'entità appartenente alla rete della società incaricata della revisione contabile dell'emittente;*

*h) se è uno stretto familiare di una persona che si trovi in una delle situazioni di cui ai precedenti punti".*

Per stessa previsione del Codice, le ipotesi sopra considerate non sono tassative, richiedendosi pur sempre una valutazione caso per caso, da parte del *plenum* dell'organo amministrativo, della effettiva sussistenza dell'autonomia di giudizio che deve connotare l'operato degli amministratori indipendenti.

La criticità che ruota attorno alla nozione di indipendenza risiede nella difficoltà di esaurire in sede di definizione tutte le possibili posizioni la cui ricorrenza possa compromettere l'autonomia di giudizio; criticità che costituisce l'anello debole della figura degli amministratori indipendenti,

agitato dai suoi critici<sup>71</sup> a fondamento del proprio scetticismo verso tale categoria di amministratori, cionondimeno sempre più in ascesa nell'ambito dei modelli di *corporate governance*.

Al riguardo, tuttavia, non può non osservarsi (come già autorevolmente rilevato<sup>72</sup>) che il requisito di indipendenza non può essere inteso in termini assoluti; esso è necessariamente concetto relativo. Da ciò si trae che non esiste un'unica nozione di indipendenza, ma che quest'ultima deve essere intesa quale nozione eterogenea, i cui confini andranno di volta in volta tracciati in relazione alla specifica funzione che il soggetto che si vuole indipendente deve svolgere. In tale ottica, diviene essenziale, per la verifica circa la sussistenza dell'indipendenza, l'individuazione della specifica funzione che l'amministratore è chiamato ad assolvere. Più che la definizione dei requisiti soggettivi, quindi, critica si rileva la esatta individuazione dei compiti e delle funzioni degli amministratori indipendenti (sul punto, *infra* Capitolo 3, §7).

In questa sede preme osservare che, nell'ambito delle operazioni con parti correlate, gli amministratori indipendenti dovranno compiere le valutazioni cui sono chiamati in assenza di condizionamenti tanto da parte del gruppo di controllo (azionisti e *management*) dell'emittente, quanto delle parti correlate; il requisito di indipendenza dovrà pertanto sussistere

---

<sup>71</sup> G. PRESTI, F. MACCABRUNI, *Gli amministratori indipendenti: mito e realtà nelle esperienze anglosassoni*, in AGE 2003, 105; G. ROSSI, *Le c.d. regole di «corporate governance» sono in grado di incidere sul comportamento degli amministratori?*, in Riv. Soc., 2001, 12 ss.

<sup>72</sup> F. DENOZZA, *I requisiti di indipendenza*, 2005, disponibile all'indirizzo internet [www.nedcommunity.it](http://www.nedcommunity.it); M. TONELLO, *Corporate governance e tutela del risparmio*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, diretto da F. GALGANO, XXXV, Padova, 2006, 234 ss.; R. RORDORF, (nt. 63), 147.

sia rispetto all'emittente (ed al gruppo di appartenenza), ai soci di maggioranza ed al *management*, sia, ancora, rispetto alla parte correlata con cui l'operazione deve compiersi.

Ecco che diviene essenziale, per l'efficienza e la credibilità del presidio, non solo che l'amministratore rispetti i requisiti di indipendenza "minimi" individuati dalla definizione di cui all'art. 3, comma 1, lett. h, del Regolamento, ma che tali requisiti sussistano anche avuto riguardo alla controparte dell'operazione. Spetta dunque agli emittenti integrare la definizione di cui al Regolamento mediante la previsione nelle procedure, alla luce delle specificità del caso, di ulteriori requisiti di indipendenza che comprendano anche la inesistenza di rapporti ovvero di legami con la parte correlata. Ad esempio, ove si convenisse nel considerare parte correlata anche l'istituto di credito che, in virtù delle particolari pattuizioni contenute nell'accordo di finanziamento con l'emittente, goda di particolari prerogative nelle relative scelte gestionali, i requisiti di indipendenza dell'amministratore, vale a dire l'assenza di relazioni e rapporti in grado di inquinare l'autonomia di giudizio, dovrebbero essere verificati anche rispetto al predetto istituto. Ciò si trae peraltro dal corpo del Regolamento, ove espressamente si prevede che gli amministratori indipendenti chiamati a valutare le operazioni con parti correlate devono al contempo essere "non correlati", vale a dire – secondo la definizione di cui all'art. 3, comma 1, lett. i – *"diversi dalla controparte di una determinata operazione e dalle sue parti correlate"*.

## Capitolo III – I presidi: procedure di approvazione, amministratori indipendenti e informativa endosocietaria

### 1. La correttezza procedurale e sostanziale

Il *corpus* di regole dedicato alla disciplina delle operazioni con parti correlate, sia quelle emanate dalla Consob sia, ancor di più, quelle di cui le società si siano dotate in sede di autodisciplina, devono tendere, secondo le prescrizioni della delega codicistica, alla correttezza procedurale e sostanziale delle operazioni, oltre che alla trasparenza sulle medesime.

Preliminare alla disamina delle regole (meglio, dei principi) cui le società sono chiamate ad attenersi per il perseguimento degli intenti sopra richiamati, è la definizione del concetto di correttezza procedurale e sostanziale<sup>73</sup>.

Si ritrova, in primo luogo, anche nella specifica materia in esame, la tendenza, di cui sono enunciazione numerosi interventi legislativi di epoca recente (*in primis* il d.lgs. 231/2001, sulla responsabilità amministrativa degli enti, la quale può essere scongiurata mediante l'adozione di modelli di organizzazione e controllo; ma anche le disposizioni in materia di sicurezza sui luoghi di lavoro di cui al d. lgs. 9 aprile 2008, n. 81 ed in tema di "*privacy*" di cui al d. lgs. 30 giugno 2003, n. 196), e che la riforma del diritto delle società ha elevato a canone generale (art. 2381 c.c.),

---

<sup>73</sup> Come rilevato da M. VENTORUZZO, (nt. 1), 529, l'espressione trova il suo antecedente nell'art. 11 del Codice di Autodisciplina (previgente).

verso una "procedimentalizzazione" dell'agire degli organi sociali<sup>74</sup>, e del *management* in generale, al fine di assicurare il corretto svolgimento dell'attività di impresa e di rendere tangibili, in un'ottica di verifica *ex post*, le spinte motivazionali e gli intenti di determinati atti gestori e, dunque, il concreto esplicarsi dell'assolvimento di compiti e doveri.

La correttezza procedurale esige, pertanto, l'esistenza di regole e cautele sul piano delle competenze, dell'informazione, dell'istruttoria e della motivazione delle scelte gestorie vertenti su operazioni con parti correlate; il tutto finalizzato<sup>75</sup>, ma non solo, alla correttezza sostanziale delle operazioni medesime.

Nel perseguimento, appunto, della correttezza procedurale, il Regolamento Consob contiene indicazioni in merito alla competenza a decidere il compimento delle operazioni, così come prescrizioni in tema di informativa agli organi sociali, all'istruttoria ed agli obblighi di motivazione delle delibere.

Se la previsione e la identificazione dei principi per la correttezza procedurale è presto fatta, la cristallizzazione di ciò che soddisfa il requisito della "correttezza sostanziale" è esercizio difficile, se non

---

<sup>74</sup> Sul punto, M. MOZZARELLI, *Appunti in tema di rischio organizzativo e procedimentalizzazione dell'attività imprenditoriale*, in *Amministrazione e Controllo nel diritto delle società*, Liber Amicorum Antonio Piras, Torino, 2010, 728 ss.; sulla introduzione di un principio generale, *ex art. 2381 c.c.*, di adeguatezza organizzativa contabile e amministrativa, V. BUONOCORE, *Adeguatezza, precauzione, gestione, responsabilità: chiose sull'art. 2381, commi terzo e quinto, del codice civile*, in *Giur. Comm.* 2006, I, 5 ss.

<sup>75</sup> Ha rilevato il rapporto di strumentalità tra la correttezza sostanziale e procedurale M. VENTORUZZO, (nt. 1), 529; così come M. MIOLA (nt. 44) 651.

impossibile; ed infatti, il Regolamento non contiene parametri di riferimento, o *benchmark*, cui l'operazione va raffrontata ai fini del giudizio sulla sua correttezza sostanziale.

Semplificando, correttezza sostanziale vuole stare a significare assenza di ingiustificati pregiudizi in capo all'emittente; le valutazioni sulla non pregiudizialità non possono tuttavia legarsi a rigidi e predefiniti schemi, ché la convenienza e l'interesse di una società al compimento di una determinata operazione involge considerazioni complesse e di più ampio respiro sulle attività e sugli obiettivi prefissatisi dall'emittente. La conclusione dell'operazione a condizioni di mercato o *standard* è indice della correttezza sostanziale della stessa, e ciò traspare dal Regolamento, ove è sancita la facoltà di inserire nelle procedure la previsione che alle operazioni concluse alla predette condizioni, ove anche ordinarie, non si applichino le disposizioni regolamentari. Ricondurre tuttavia al solo *test* sulle condizioni di mercato o *standard* la verifica sulla correttezza sostanziale sarebbe stata scelta semplicistica. Conseguentemente il Regolamento codifica la necessità che una determinata operazione sia corretta nella sostanza, ma rimette ad una valutazione caso per caso, da compiersi nell'ambito dell'*iter* procedurale della relativa approvazione, il vaglio sul carattere ingiustificatamente pregiudizievole o meno della stessa.

## **2. Adozione delle procedure**

La trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate realizzate dalle società italiane con azioni quotate in mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell'Unione Europea viene assicurata, nell'impianto regolamentare predisposto dalla Consob in attuazione dell'art. 2391 *bis* c.c., prevedendosi la necessità dell'adozione da parte delle società destinatarie della disciplina di specifiche procedure per l'istruttoria ed approvazione delle operazioni in esame; procedure che devono necessariamente conformarsi alle relative prescrizioni fissate nel Regolamento, ferma tuttavia la facoltà di ciascuna società di fissare *iter* procedurali più stringenti<sup>76</sup>.

L'adozione delle procedure, ai sensi dell'art. 4 del Regolamento (comma 1), ricade nella competenza non delegabile<sup>77</sup> del consiglio di amministrazione ovvero del consiglio di gestione, la cui delibera in merito – così come quella sulle eventuali relative modifiche – è adottata previo “*parere favorevole*” di un comitato, anche appositamente costituito, composto esclusivamente da amministratori indipendenti o, per le società che abbiano prescelto il sistema di amministrazione e controllo dualistico, da consiglieri di gestione o consiglieri di sorveglianza indipendenti. Il comma 3 dell'art. 4 prevede che, ove non siano in carica almeno tre amministratori indipendenti, le delibere sono approvate previo parere

---

<sup>76</sup> L'art. 7 del Regolamento, ad esempio, prevede la possibilità che, per scelta degli emittenti, la procedura ex art. art. 8, relativa alle operazioni di maggiore rilevanza, si applichi anche alle operazioni di minore rilevanza; ovvero, ancora, l'art. 4, comma 2, consente agli emittenti di annoverare tra i soggetti cui applicare le procedure anche soggetti diversi dalle parti correlate.

<sup>77</sup> M. BAGLIONI, G. GRASSO, *Operazioni con parti correlate: il Regolamento Consob*, in *Società*, 2010, 6, 727.

favorevole degli amministratori indipendenti eventualmente presenti o, in loro assenza, previo "*parere non vincolante*" di un esperto indipendente.

Non poche sono le incertezze e le ambiguità delle previsioni ora richiamate. Quanto alla composizione del comitato chiamato a svolgere il ruolo consultivo nella fase di adozione delle procedure, si richiede che esso sia composto esclusivamente da amministratori indipendenti o, nelle società governate con sistema dualistico, da consiglieri di gestione o consiglieri di sorveglianza indipendenti. Le letture di tale ultima previsione possono essere molteplici. Si potrebbe ritenere, con interpretazione fedele alla lettera della disposizione<sup>78</sup>, che vi sia la possibilità, nelle società che abbiano adottato il sistema dualistico, che il ruolo consultivo sia svolto alternativamente da consiglieri di gestione indipendenti o da consiglieri di sorveglianza indipendenti (costituiti in comitato), creando dunque un'equivalenza, per la specifica funzione in esame, tra componenti dell'organo di gestione e componenti dell'organo di controllo; equivalenza tra amministratori e sindaci che, però, nelle società amministrate secondo il sistema tradizionale, manca.

Ancora, si potrebbe leggere la previsione come volta a configurare una funzione consultiva in capo ai componenti dell'organo di controllo, ma solo in via residuale, ove tale funzione non possa attribuirsi a consiglieri di gestione indipendenti. Ancora, infine, si potrebbe ritenere che nelle società che adottano il sistema dualistico il comitato possa anche presentare una

---

<sup>78</sup> Confermata anche dalla fungibilità, di cui all'Allegato 2 al Regolamento, tra consiglieri di sorveglianza e consiglieri di gestione nelle procedure per le operazioni di minore rilevanza (su cui, *infra*, par. 2)



composizione "mista", potendo annoverare tra i suoi membri sia consiglieri di gestione che consiglieri di sorveglianza, purché indipendenti<sup>79</sup>.

Quale che sia l'interpretazione cui, *in parte qua*, si ritiene di aderire, ci si ritrova però a constatare che nelle società con un sistema di amministrazione e controllo tradizionale il coinvolgimento dell'organo di controllo non si estende alla fase dell'adozione delle procedure, laddove nelle società che abbiano prescelto il sistema dualistico tale coinvolgimento c'è.

La Consob, nella Comunicazione<sup>80</sup>, ha motivato la propria scelta di non aver contemplato l'ipotesi del parere *ex ante* del collegio sindacale in caso di mancanza di amministratori indipendenti sul presupposto che "a [tale] organo ... è già assegnato non solo il compito di controllare l'osservanza delle procedure adottate, ma anche quello di verificare la conformità delle procedure stesse ai principi indicati nel Regolamento (v. articolo 2391-bis del codice civile, articolo 149 del Testo unico nonché articolo 4, comma 6, del Regolamento)", ritenendo "... che la valutazione del collegio sindacale riguardi sia la conformità delle procedure adottate al Regolamento sia il rispetto delle procedure medesime in occasione dell'approvazione delle singole operazioni: nel primo caso – così come, ovviamente, nel secondo – si tratta di valutazioni condotte *ex post*, ma si

---

<sup>79</sup> Non esclude la possibilità di una composizione mista M. STELLA RICHTER, *Le procedure per le operazioni con parti correlate*, in *Riv. Soc.*, 2011, 1, 66; *contra*, V. CARIELLO, *Operazioni con parti correlate e sistema dualistico*, in *Le operazioni con parti correlate*, Atti del Convegno Università Cattolica del Sacro Cuore, Piacenza 19 novembre 2010, V. CARIELLO (a cura di), 121 ss.

<sup>80</sup> Par. 6.2.

*ritiene che nulla impedisca l'acquisizione di un parere del collegio sindacale sulla legittimità delle procedure prima che queste siano approvate. In tal caso, il parere si affiancherebbe, senza sostituirlo, a quello espresso, in sede di adozione delle procedure, dai consiglieri indipendenti o dagli esperti indipendenti".*

Non si può non osservare, tuttavia, che nelle società che hanno optato per il sistema dualistico il consiglio di sorveglianza è l'organo di controllo chiamato a svolgere le verifiche *ex post* di cui all'art. 2391 *bis* c.c., articolo 149 TUF e articolo 4, comma 6, Regolamento; la previsione del ruolo consultivo di esponenti dell'organo di controllo nell'adozione delle procedure risiede con ogni probabilità nella possibilità che il consiglio di sorveglianza, diversamente dal collegio sindacale, possa "scomporsi" in comitati, assicurando così la non perfetta coincidenza tra il soggetto che, *ex ante*, esprime il parere sulle procedure che si intendono adottare ed il soggetto chiamato ad assolvere a funzioni di vigilanza *ex post*, sia sul contenuto delle procedure che sul rispetto delle stesse.

Se quanto sopra è vero, è pur vero che nelle società che abbiano adottato il sistema dualistico il parere preventivo che deve accompagnare l'approvazione della delibera di adozione delle procedure possa essere reso dal medesimo organo, *rectius* da un comitato composto all'interno del medesimo organo, che è chiamato a svolgere funzioni di controllo *ex post* oltre che sull'osservanza delle procedure, sulla rispondenza delle stesse ai

principi indicati nel Regolamento, creandosi, su tale aspetto, una sovrapposizione – sebbene parziale – tra controllati e controllanti<sup>81</sup>.

L'ultima parte del comma 3 dell'art. 4 del Regolamento precisa che ove non siano in carica almeno tre amministratori indipendenti, il parere favorevole possa essere reso dagli amministratori indipendenti eventualmente presenti o, in loro assenza, previo parere non vincolante di un esperto indipendente.

L'imprecisione della previsione – si parla dapprima di amministratori in carica, poi di amministratori presenti o assenti – non sembrerebbe dover influire su quello che, si ritiene, sia il significato della disposizione: ove gli amministratori indipendenti in carica siano due o uno, il parere previsto dovrà provenire da essi (dunque, dai due amministratori ovvero dall'unico amministratore indipendente in carica), senza necessità per le società di variare la composizione dell'organo amministrativo in base alle prescrizioni di cui al Regolamento<sup>82</sup>. Ove non via sia in carica nessun amministratore indipendente (potrebbe questo essere il caso di un'emittente con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante) l'adozione delle procedure richiede il preliminare rilascio di un parere non vincolante di un esperto indipendente. Sebbene la disposizione si riferisca agli amministratori, essa dovrebbe applicarsi – o dovrebbe potersi applicare – anche in caso di assenza di consiglieri (di gestione o di sorveglianza) indipendenti, nelle società che abbiano scelto il sistema dualistico (nuovamente, potrebbe verificarsi tale ipotesi nel caso di

---

<sup>81</sup> In tal senso anche A. POMELLI, (nt. 48), 1389.

<sup>82</sup> Comunicazione, par. 6.2.

un'emittente con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante che abbia adottato tale sistema di amministrazione e controllo).

Nel rinviare al successivo Capitolo IV, § 2, per alcune considerazioni in merito alle delibere di approvazione delle procedure, all'oggetto, ai contenuti ed agli effetti dei pareri previsti a corredo dell'adozione delle procedure, nel prosieguo ci soffermeremo sui contenuti delle procedure medesime, quali prescritti dalla disciplina regolamentare.

Nelle procedure, le società dovranno quantomeno prevedere quanto segue:

- identificazione delle operazioni di maggiore rilevanza, tra le quali andranno incluse quelle operazioni che superino le soglie di cui all'Allegato 3 al Regolamento<sup>83</sup>;

- identificazione dei casi di esenzione cui la società intende fare ricorso;

- identificazione, ai fini del Regolamento, dei requisiti di indipendenza degli amministratori o dei consiglieri di gestione o dei consiglieri di sorveglianza, in ossequio a quanto previsto dall'art. 3, lett. h)<sup>84</sup>;

---

<sup>83</sup> Su cui *supra*, Capitolo II, § 3.

<sup>84</sup> Su cui *supra*, Capitolo II, § 4.

- indicazione delle modalità e dei tempi di istruttoria e di approvazione delle operazioni con parti correlate e indicazione delle regole applicabili nel caso di esame o approvazione di operazioni di società controllate;

- indicazione delle modalità e dei tempi per la trasmissione agli amministratori o ai consiglieri indipendenti chiamati a rendere pareri sull'operazione, nonché, in generale, agli organi di amministrazione e controllo, delle informazioni e della documentazione relative all'operazione, *"prima della deliberazione, durante e dopo l'esecuzione delle stesse"*;

- indicazione delle scelte operate quanto alle opzioni rimesse dal Regolamento alla valutazione da parte della società.

- indicazione dei soggetti diversi dalle parti correlate cui applicare, in tutto o in parte, le disposizioni del Regolamento.

Interessanti spunti e motivi di riflessione, provengono dalla previsione relativa alle indicazioni che le procedure devono fornire in tema di regole per l'esame e l'approvazione di *"operazioni di società controllate italiane o estere"* e, ancora di più, dalle indicazioni e dagli orientamenti che sul punto si rinvencono nella Comunicazione (par. 7).

La Consob dà atto che la disposizione è volta a stabilire i principi generali per la correttezza sostanziale e procedurale di operazioni compiute *“per il tramite di società controllate”* (art. 2391 bis c.c.).

Diversamente dal regime previsto in tema di trasparenza – essendo le operazioni compiute dalle società controllate sempre incluse, al ricorrere di determinate circostanze, tra quelle oggetto degli obblighi informativi di cui all’articolo 5 del Regolamento (su cui, *infra*, Capitolo V) – per quel che concerne la correttezza sostanziale e procedurale il Regolamento richiede la definizione di regole esclusivamente per i casi in cui la società controllante *“esamini o approvi”* le operazioni compiute da società controllate, italiane o estere<sup>85</sup>.

Al riguardo, la Consob precisa che:

*“- l’esame o l’approvazione delle operazioni non [debbono] necessariamente essere condotti in virtù di regolamenti interni né [debbono] necessariamente avvenire con deliberazione espressa ma che [è] sufficiente che un esponente aziendale della controllante esamini preventivamente o approvi le operazioni in forza delle deleghe conferitegli;*

*- per “esame” si [può] intendere non già la mera ricezione di informazioni sull’operazione compiuta dalla controllata (ad esempio, con finalità di controllo o allo scopo di redazione dei documenti contabili*

---

<sup>85</sup> Comunicazione, par. 7.

*societari) bensì una valutazione dell'operazione che possa condurre a un intervento (ad esempio, sotto forma di parere, anche non vincolante) in grado di incidere sul procedimento di approvazione dell'operazione da parte della società controllata*<sup>86</sup>.

Nelle ipotesi sopra descritte, è rimessa *“interamente alla responsabilità delle società l'individuazione di regole in grado di assicurare la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni”*; non dovranno esse, in altre parole, integralmente applicare le disposizioni del Regolamento, ma potranno adattare tali disposizioni *“secondo il grado di influenza”* o *“secondo la maggiore o minore rilevanza dell'operazione”*.

Ma c'è coincidenza tra quanto previsto nell'art. 2391 *bis* c.c. – operazioni poste in essere *“per il tramite”* di società controllate – e la relativa attuazione? È condivisibile la scelta operata dalla Consob di assoggettare a regole procedurali (autonomamente individuate dalle società controllanti) le operazioni di una società controllata, quando la controparte sia una parte correlata dell'emittente controllante e le operazioni siano esaminate o approvate da esponenti di quest'ultima, avuto riguardo dunque alla sola competenza decisionale e non alla ricaduta degli effetti dell'operazione sulla società controllante<sup>87</sup>?

In realtà, la locuzione *“per il tramite”*, utilizzata nella norma di rango primario, sembrerebbe proprio evocare la riferibilità degli effetti delle

---

<sup>86</sup> Comunicazione, par. 7.

<sup>87</sup> Rileva che il criterio di assoggettamento alle procedure attiene all'*iter* di approvazione, piuttosto che alla sfera su cui gli effetti dell'operazione ricadono, A. POMELLI, (nt. 48), 654-655.

operazioni (anche e principalmente) alla sfera della società controllante, laddove la società controllata abbia costituito solo il mezzo, il "veicolo", attraverso cui l'operazione è stata perfezionata<sup>88</sup>.

Le attuali previsioni del Regolamento e le indicazioni contenute nella Comunicazione si prestano, per converso, a facili elusioni. Si pensi al caso che segue. L'emittente potrebbe costituire una "NewCo" adeguatamente capitalizzata, nominando quali amministratori soggetti diversi da coloro che siedono nell'organo di amministrazione della controllante, ovvero di altre società controllate o collegate; a sua volta "NewCo", successivamente alla costituzione, acquista da un soggetto che, ai sensi del Regolamento, è parte correlata all'emittente, ed a condizioni non di mercato, un bene (ad esempio un ramo di azienda), senza che l'emittente sia mai stata coinvolta nell'esame ovvero nell'approvazione dell'operazione di acquisto. Gli effetti economici dell'operazione, è agevole intuire, ricadrebbero in ultima istanza sull'emittente, la quale ha fornito a "NewCo" in sede di costituzione, ed a titolo di capitale di rischio, i mezzi per l'acquisto del ramo di azienda. Siffatta operazione, stando alla disposizione di cui all'art. 4, comma 1, lett. d) del Regolamento ed alle relative indicazioni applicative, non dovrebbe soggiacere ad alcuna regola procedurale, mancando il coinvolgimento dell'emittente nel relativo esame o nella relativa approvazione. Eppure l'operazione è evidentemente idonea a produrre l'estrazione dalla società di benefici a vantaggio di terzi; il che costituisce appunto il fenomeno che l'intera disciplina di cui al Regolamento dovrebbe prevenire e scongiurare. In tale scenario toccherà,

---

<sup>88</sup> Così, M. VENTORUZZO, (nt. 1), 528.



eventualmente, all'organo di controllo di presidiare e proteggere gli interessi della società e dei suoi azionisti, rilevando la portata elusiva dell'operazione posta in essere dalla società controllata rispetto ai presidi di correttezza di cui al Regolamento, secondo le indicazioni di cui alla Comunicazione (par. 7) (sulle responsabilità conseguenti e sugli eventuali rimedi, si veda *infra*, Capitolo VI).

Andrebbe dunque sottoposta ad ulteriore riflessione la delimitazione dell'assoggettamento alle regole procedurali delle sole operazioni di società controllate che siano esaminate o approvate dall'emittente, per evitare che rimangano al di fuori del perimetro del Regolamento operazioni viceversa idonee a produrre gli effetti espropriativi avverso cui la disciplina in materia di operazioni con parti correlate è indirizzata; dovrebbero chiaramente essere ricomprese quelle operazioni in cui la strumentalità della società controllata risulti evidente (ad esempio, per la prossimità della relativa costituzione al compimento dell'operazione con la parte correlata all'emittente o, ancora, per il prodursi degli effetti economici dell'operazione in capo all'emittente).

Nell'ambito dell'adozione delle procedure, l'organo di gestione è altresì chiamato a identificare quali regole nelle stesse contemplate richiedono modifiche allo statuto<sup>89</sup>. La delibera in merito alle proposte di modifica da sottoporre all'assemblea è adottata in conformità con le previsioni di cui all'art. 4, comma 3, e, dunque, previo parere favorevole del comitato di amministratori (o consiglieri) indipendenti o previo parere

---

<sup>89</sup> Sul punto, M. STELLA RICHTER, (nt. 79), 70-71; A. BUSANI, *Parti Correlate: modifiche statutarie e nuove procedure decisionali*, in *Società*, 2010, 1103 ss.

non vincolante di un esperto indipendente, in caso di assenza di amministratori indipendenti in carica.

Una volta adottate (ovvero modificate) le procedure<sup>90</sup>, le società devono darne senza indugio adeguata pubblicità, mediante pubblicazione delle stesse sul sito internet aziendale, fermo l'obbligo di riferire in merito alle procedure anche nella relazione annuale sulla gestione, ai sensi dell'art. 2391 *bis* c.c. (art. 4, comma 7, Regolamento).

Secondo il disposto di cui all'art. 4, comma 6 del Regolamento, sulla conformità delle procedure adottate ai principi indicati nel Regolamento e sulla loro osservanza vigila l'organo di controllo, e ne riferisce all'assemblea ai sensi dell'art. 2429, comma 2, c.c. ovvero dell'art. 153 TUF.

### **3. Procedure per le operazioni di minore rilevanza**

L'art. 7 del Regolamento individua i requisiti minimi delle procedure per le operazioni di minore rilevanza che i destinatari della disciplina che abbiano adottato i sistemi di amministrazione e controllo tradizionale o monistico sono chiamati ad attuare<sup>91</sup>, mentre le procedure da adottarsi nelle società governate secondo il sistema di amministrazione e controllo dualistico sono individuate nell'Allegato 2 al Regolamento.

---

<sup>90</sup> Le procedure andavano adottate entro il giorno 1.12.2010.

<sup>91</sup> ferma comunque la facoltà, ai sensi dell'art. 7, comma 1, di applicare la procedura per le operazioni di maggiore rilevanza.

Le procedure per le operazioni di minore rilevanza nelle società con sistema di amministrazione e controllo tradizionale o monistico *“prevedono almeno”*:

a) il rilascio, prima che l'operazione sia approvata, da parte di un comitato, anche appositamente costituito, composto esclusivamente da amministratori non esecutivi e non correlati in maggioranza indipendenti, di un *“motivato parere non vincolante”* sull'interesse della società al compimento dell'operazione, oltre che sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni;

b) la possibilità che il predetto comitato si faccia assistere, a spese della società, da uno o più esperti indipendenti;

c) la trasmissione all'organo competente a deliberare ed al comitato chiamato a rendere il parere sull'operazione di informazioni complete e adeguate *“con congruo anticipo”*; informazioni che, ove le condizioni dell'operazione siano definite equivalenti a quelle di mercato o standard, devono anche contenere oggettivi elementi di riscontro per la verifica di tale circostanza;

d) ove non vi siano almeno due amministratori indipendenti non correlati, specifici presidi equivalenti a quello previsto dalla lettera a) a tutela della correttezza sostanziale dell'operazione;

e) la indicazione che i verbali delle delibere di approvazione, “*ove applicabile*”, contengano adeguata motivazione in merito all’interesse della società al compimento dell’operazione, oltre che sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni;

f) la indicazione che sia data al consiglio di amministrazione ed al collegio sindacale una completa informativa, almeno trimestrale, sull’esecuzione delle operazioni;

g) la indicazione che, fermo quanto previsto dall’articolo 114, comma 1, TUF, sia messo a disposizione del pubblico, entro quindici giorni dalla chiusura di ciascun trimestre dell’esercizio, presso la sede sociale e con le modalità indicate nel Titolo II, Capo I, del Regolamento Emittenti, un documento informativo delle operazioni approvate nel trimestre di riferimento nonostante il parere negativo espresso dal comitato di cui alla precedente lettera a)<sup>92</sup>.

Le procedure possono inoltre definire un ammontare massimo di spesa riferito a ciascuna singola operazione, individuato in valore assoluto o in proporzione al controvalore dell’operazione, per i servizi resi dagli esperti indipendenti ai sensi della lettera b).

Ai sensi dell’Allegato 2 al Regolamento, le procedure per le operazioni di minore rilevanza nelle società che adottano il sistema di amministrazione e controllo dualistico, contemplano la competenza di un

---

<sup>92</sup> Sugli obblighi informativi al mercato, *infra*, Capitolo V.

comitato, anche appositamente costituito, composto esclusivamente da consiglieri di sorveglianza non correlati in maggioranza indipendenti, a rendere “*un motivato parere non vincolante*” sull’interesse della società al compimento dell’operazione e sulla convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni prima della relativa approvazione; in aggiunta alle prescrizioni di cui all’art. 7 del Regolamento, esse devono anche prevedere che i consiglieri di sorveglianza che abbiano un interesse, per conto proprio o di terzi, nell’operazione, ne diano notizia agli altri consiglieri, precisandone la natura, i termini, l’origine e la portata<sup>93</sup>.

In alternativa, le procedure adottate dalle società che abbiano almeno un consigliere di gestione indipendente non correlato possono prevedere che il parere preventivo non vincolante sia rilasciato da tale consigliere o da un comitato, anche appositamente costituito, composto esclusivamente da consiglieri di gestione non esecutivi e non correlati, in maggioranza indipendenti. In tal caso, la facoltà di farsi assistere da uno o più esperti indipendenti, spetta ai consiglieri di gestione chiamati a rendere il parere, mentre le informazioni sull’operazione previste dalla lettera c) sono fornite al consiglio di gestione.

Anche nel caso delle procedure di minore rilevanza, così come nell’adozione delle procedure, la funzione consultiva, che nelle società governate secondo il sistema di amministrazione e controllo tradizionale o monistico è affidata esclusivamente ad esponenti dell’organo di gestione,

---

<sup>93</sup> Ciò al fine di estendere ai consiglieri di sorveglianza gli obblighi di *disclosure* di cui all’art. 2391 c.c., il quale non è applicabile ai consiglieri di sorveglianza, come espressamente chiarito da Consob nel Primo Documento di Consultazione, 80-81.

nelle società che abbiano adottato il sistema dualistico è rimessa in prima battuta ad esponenti dell'organo di controllo. Si prevede, in via alternativa, l'attribuzione all'unico consigliere di gestione indipendente non correlato, ove in carica, o ad un comitato composto esclusivamente da consiglieri di gestione non esecutivi e non correlati, in maggioranza indipendenti, del compito di rendere il motivato parere non vincolante sulla correttezza sostanziale dell'operazione con parte correlata che si intende compiere.

Va peraltro notato che, contrariamente a quanto previsto espressamente per le procedure da adottarsi nelle società che abbiano scelto il sistema dualistico, la possibilità che il parere non vincolante e motivato sulla correttezza sostanziale dell'operazione provenga dal solo amministratore indipendente non correlato in carica non è contemplata dall'art. 7; cionondimeno l'attribuzione all'unico amministratore indipendente non correlato viene indicato nella Comunicazione (par. 15.1) tra i presidi equivalenti al parere del comitato di cui alla lettera a), secondo la disposizione di cui all'art. 7, comma 1, lett. d) del Regolamento. Come pure soddisfa il criterio di equivalenza il rilascio del parere motivato non vincolante da parte di un esperto indipendente o del collegio sindacale, a patto che i componenti di tale organo, ove abbiano un interesse, per conto proprio o di terzi, nell'operazione, ne diano notizia agli altri sindaci, precisandone la natura, i termini, l'origine e la portata.

Nell'ambito delle procedure per le operazioni di minore rilevanza, quindi, Consob ammette che al collegio sindacale sia attribuito un ruolo

“fattivo” ed ulteriore rispetto alle attività di controllo che ad esso competono ai sensi dell’art. 2391 *bis* c.c. e del Regolamento; tuttavia, le medesime obiezioni che l’ Autorità di Vigilanza ha frapposto rispetto alla attribuzione al collegio sindacale della funzione consultiva in sede di adozione delle procedure (su cui, si veda *supra*, § 1) potrebbero valere, ed a maggior ragione, nel caso di specie. Il collegio sindacale vigila, tra gli altri, sull’osservanza delle procedure (art. 4, comma 6, del Regolamento), venendo così ad esprimere valutazioni e giudizi sul suo stesso operato e sulla rispondenza del medesimo alle procedure.

#### **4. Procedure per le operazioni di maggiore rilevanza**

Per le operazioni di maggiore rilevanza delle società che abbiano adottato il sistema di amministrazione e controllo tradizionale o monistico (art. 8, Regolamento), le procedure, oltre alle previsioni di cui alle lettere b), c) e) ed f)<sup>94</sup>, devono altresì almeno prevedere:

a) una riserva di competenza a deliberare in capo al consiglio di amministrazione (laddove, le procedure per le operazioni di minore rilevanza impongono alcun cambiamento nelle normali competenze degli organi delegati o dei dirigenti, ove l’operazioni rientri nelle rispettive attribuzioni);

---

<sup>94</sup> Su cui, *supra*, § 2.

b) il coinvolgimento di un comitato, anche appositamente costituito, composto esclusivamente da amministratori indipendenti non correlati, o di uno o più componenti dallo stesso delegati, 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”*;

c) il rilascio, prima che il consiglio di amministrazione approvi l’operazione, di un *“motivato parere favorevole”* da parte del comitato di cui alla lettera b) che precede, sull’interesse della società al compimento dell’operazione, oltre che sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni; ovvero, alternativamente, la previsione di *“altre modalità di approvazione dell’operazione che assicurino un ruolo determinante alla maggioranza degli amministratori indipendenti non correlati”*;

d) la previsione, qualora non vi siano almeno tre amministratori indipendenti non correlati, di specifici presidi equivalenti a quelli di cui alle precedenti lettere b) e c) a tutela della correttezza sostanziale dell’operazione.

È poi espressamente prevista la possibilità che le procedure consentano che il consiglio di amministrazione approvi le operazioni nonostante l’avviso contrario degli amministratori indipendenti, ove consti l’autorizzazione dell’assemblea ai sensi dell’art. 2364, comma 1, numero



5) c.c. (e sempre che sussista la relativa previsione statutaria), deliberata conformemente alle previsioni di cui all'articolo 11, comma 3, del Regolamento (e dunque in ossequio ai meccanismi di *whitewash*, su cui, *infra*, § 3).

Relativamente alle previsioni di cui all'art. 8, comma 1, lett. c), ultima parte, la Consob<sup>95</sup> ha, a titolo di esempio, considerato possibile che le procedure, anziché prevedere il preventivo parere del comitato di amministratori indipendenti, possano contemplare direttamente l'approvazione in consiglio di amministrazione dell'operazione con doppie maggioranze ovvero con *quorum* rafforzati, così da assicurare il ruolo determinante degli indipendenti ai fini dell'approvazione della delibera.

Come per le operazioni di minore rilevanza, poi, anche per le operazioni di maggiore rilevanza la Comunicazione fornisce indicazioni esemplificative di quelli che l'Autorità di Vigilanza giudica presidi equivalenti ai sensi dell'art. 8, lett. d). Così, soddisfa il requisito di equivalenza il coinvolgimento, nella fase dell'istruttoria e delle trattative, di uno o più degli amministratori indipendenti non correlati ovvero del collegio sindacale o anche di un esperto indipendente, ed il rilascio, ai fini dell'approvazione dell'operazione, da parte dei medesimi soggetti di un preventivo motivato parere favorevole sull'interesse della società al compimento dell'operazione, oltre che sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni. Anche in tale caso, i componenti del collegio, ove abbiano un interesse, per conto proprio o di

---

<sup>95</sup> Comunicazione, par. 15.2 (ii).

terzi, nell'operazione, dovranno darne notizia agli altri sindaci, precisandone la natura, i termini, l'origine e la portata<sup>96</sup>.

Viene infine anche ammessa, quale presidio equivalente, l'autorizzazione assembleare, ai sensi dell'art. 2364, comma 1) n. 5), c.c., al compimento dell'operazione.

Nelle società che abbiano adottato il sistema di amministrazione e controllo dualistico le procedure per le operazioni di maggiore rilevanza, in aggiunta a quanto previsto nell'Allegato 2, paragrafo 1.1., lettere da b) ad f), *"prevedono almeno"*:

a) la competenza a deliberare in capo al consiglio di gestione;

b) il coinvolgimento di un comitato, anche appositamente costituito, composto esclusivamente da consiglieri di sorveglianza indipendenti non correlati, o di uno o più componenti dallo stesso delegati, 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"*;

c) il rilascio, prima che il consiglio di gestione approvi l'operazione, di un *"motivato parere non vincolante"* da parte del comitato di cui alla

---

<sup>96</sup> E valgono anche a tale proposito le osservazioni svolte *supra*, al § 2, relativamente alla partecipazione del collegio sindacale alla fase di approvazione di un'operazione di minore rilevanza.

lettera b) che precede, sull'interesse della società al compimento dell'operazione, oltre che sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni;

d) ove il consiglio di gestione approvi l'operazione nonostante il parere negativo del comitato, la previsione che l'operazione, ferma l'efficacia della stessa, sia successivamente oggetto di una "*deliberazione non vincolante*" dell'assemblea ordinaria, da convocarsi senza indugio. Entro il giorno successivo a quello dell'assemblea, le società mettono a disposizione del pubblico, con le modalità indicate nel Titolo II, Capo I, del Regolamento Emittenti, le informazioni sugli esiti del voto, in particolare evidenziando il numero dei voti complessivamente espressi da soci non correlati.

Ancora con riferimento alle operazioni di maggiore rilevanza nelle società governate secondo il sistema dualistico, l'Allegato 2, paragrafo 2.2., prevede che ove la società abbia almeno un consigliere di gestione indipendente non correlato il motivato parere non vincolante possa essere rilasciato da quest'ultimo, ovvero da un comitato, anche appositamente costituito, composto esclusivamente da consiglieri di gestione indipendenti non correlati. Le procedure, in tali ipotesi, e ferma la riserva di competenza in capo al consiglio di gestione, "*prevedono almeno*":

a) il coinvolgimento del comitato di cui sopra, o di uno o più dei suoi componenti dallo stesso delegati ovvero del consigliere di gestione indipendente 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";*

b) la possibilità che il predetto comitato o il consigliere di gestione indipendente si faccia assistere, a spese della società, da uno o più esperti indipendenti;

c) la trasmissione al consiglio di gestione di informazioni complete e adeguate *"con congruo anticipo"*; informazioni che, ove le condizioni dell'operazione siano definite equivalenti a quelle di mercato o standard, devono anche contenere oggettivi elementi di riscontro per la verifica di tale circostanza;

d) nel caso in cui il consiglio di gestione approvi l'operazione nonostante il parere contrario del consigliere indipendente o del comitato, alternativamente: il ricorso, ferma l'efficacia dell'operazione, ad una successiva deliberazione non vincolante dell'assemblea ordinaria, da convocarsi senza indugio<sup>97</sup>; il rilascio di un *"preventivo e motivato parere non vincolante"* sull'interesse della società al compimento dell'operazione nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni da parte di un comitato, anche appositamente costituito, composto esclusivamente da consiglieri di sorveglianza indipendenti non

---

<sup>97</sup>Anche in tale caso, entro il giorno successivo a quello dell'assemblea, le società mettono a disposizione del pubblico, con le modalità indicate nel Titolo II, Capo I, del Regolamento Emittenti, le informazioni sugli esiti del voto, in particolare evidenziando il numero dei voti complessivamente espressi da soci non correlati.

correlati, il quale potrà anche avvalersi del supporto di uno o più esperti indipendenti.

Specifiche disposizioni sono inoltre contenute nell'Allegato 2 per le ipotesi in cui sulle operazioni con parti correlate sia chiamato a deliberare il consiglio di sorveglianza ai sensi dell'articolo 2409 *terdecies*, lettera *f-bis*), c.c. (operazioni strategiche). In tal caso, le procedure "prevedono almeno":

a) la riserva di competenza in capo al consiglio di gestione a deliberare la proposta da sottoporre al consiglio di sorveglianza;

b) il coinvolgimento di un comitato, anche appositamente costituito, composto esclusivamente da consiglieri di sorveglianza indipendenti non correlati o da uno o più componenti dallo stesso delegati, 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;

c) la facoltà del comitato indicato nella lettera b) di farsi assistere, a spese della società, da uno o più esperti indipendenti di propria scelta;

d) il rilascio, previamente alla delibera del consiglio di sorveglianza sull'operazione, di un "motivato parere favorevole", sull'interesse della società al compimento dell'operazione nonché sulla convenienza e sulla

correttezza sostanziale delle relative condizioni, da parte del comitato indicato nella lettera b). Le procedure possono prevedere che il consiglio di sorveglianza deliberi a favore dell'operazione nonostante il parere negativo del comitato, purché l'operazione, ferma l'efficacia della stessa, sia successivamente oggetto di una "*deliberazione non vincolante*" dell'assemblea ordinaria, da convocarsi senza indugio;

e) la diffusione al pubblico, con le modalità indicate nel Titolo II, Capo I, del Regolamento Emittenti, entro il giorno successivo a quello dell'assemblea, delle informazioni sugli esiti del voto, con particolare riguardo al numero dei voti complessivamente espressi dai soci non correlati;

f) la trasmissione al consiglio di gestione e al consiglio di sorveglianza, con congruo anticipo, di informazioni complete e adeguate. Qualora le condizioni dell'operazione siano definite equivalenti a quelle di mercato o standard, la documentazione predisposta contiene oggettivi elementi di riscontro;

g) la necessità che i consiglieri di sorveglianza, ove abbiano un interesse, per conto proprio o di terzi, nell'operazione, ne diano notizia agli altri consiglieri, precisandone la natura, i termini, l'origine e la portata;

h) la necessità 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;

i) la trasmissione di una completa informativa almeno trimestrale al consiglio di gestione e al consiglio di sorveglianza sull'esecuzione delle operazioni.

## **5. Procedure per le operazioni di competenza assembleare**

L'articolo 11 del Regolamento contiene le regole ed i principi delle procedure per le ipotesi in cui l'operazione con parte correlata rientra tra quelle di competenza assembleare. Anche in tali ipotesi viene operata una distinzione tra operazioni di minore rilevanza e operazioni di maggiore rilevanza.

Nel primo caso – operazioni di minore rilevanza – ove vi sia la competenza assembleare a deliberarne l'approvazione o l'autorizzazione, le procedure prevedono, per la fase istruttoria e di approvazione della proposta di deliberazione da sottoporre all'assemblea, regole conformi a quelle dettate per le procedure di approvazione da parte degli organi di gestione.

Del pari, per le operazioni di maggiore rilevanza di competenza assembleare, le procedure, per la fase delle trattative, la fase istruttoria e la fase di approvazione della proposta di deliberazione da sottoporre

all'assemblea, prevedono regole conformi a quelle dettate per le procedure di approvazione da parte dell'organo gestorio, con esclusione di quanto da esse previsto in materia di assemblea. È espressamente previsto che le procedure consentano di sottoporre all'assemblea una proposta di deliberazione per la quale vi sia stato l'avviso contrario degli amministratori o dei consiglieri indipendenti, purché siano fissate regole, ferma l'applicazione degli articoli 2368 c.c., 2369 c.c. e 2373 c.c. e salve le previsioni statutarie eventualmente richieste dalla legge, volte ad impedire il compimento dell'operazione qualora la maggioranza dei soci non correlati votanti abbia espresso voto contrario all'operazione. Al fine di evitare che il potere di veto si concentri nelle mani di esigue minoranze, le procedure possono anche prevedere che il compimento delle operazioni sia impedito solo ove la percentuale di soci non correlati presenti in assemblea rappresentino almeno una quota determinata del capitale sociale con diritto di voto, in ogni caso non superiore al dieci per cento.

Il Regolamento definisce come "soci non correlati" *"i soggetti ai quali spetta il diritto di voto diversi dalla controparte di una determinata operazione e dai soggetti correlati sia alla controparte di una determinata operazione sia alla società"* (art. 3, comma 1, lett. I); la Comunicazione (par. 17) chiarisce, poi, che la predetta definizione include tutti i soggetti, anche diversi dai soci, ai quali spetta il diritto di voto. La disposizione indicata nell'art. 11, comma 3, del Regolamento, precisa ancora la Consob nella Comunicazione, lascia (ovviamente) impregiudicata l'applicabilità delle disposizioni del codice civile in materia di maggioranze assembleari (in particolare, articoli 2368 c.c. e 2369 c.c.) e in materia di conflitto



d'interessi dei soci (in particolare, articoli 2368, comma 3, c.c. e 2373 c.c.), alle cui prescrizioni la previsione speciale relativa al voto dei "soci non correlati" si va dunque ad aggiungere.

## **6. Delibere-quadro**

Con l'intento di snellire, per quanto possibile, le regole procedurali cui le società destinatarie della disciplina sono chiamate ad attenersi, il Regolamento riconosce la possibilità che le procedure, per determinate categorie di operazioni, prevedano l'adozione di delibere-quadro relative a serie di operazioni omogenee con determinate categorie di parti correlate. Le procedure per l'adozione di tali delibere devono prevedere regole conformi a quelle dettate per le operazioni di minore o di maggiore rilevanza, a seconda del prevedibile ammontare massimo delle operazioni oggetto della delibera, cumulativamente considerate. Le delibere-quadro non devono avere efficacia superiore a un anno e devono comunque riferirsi a operazioni sufficientemente determinate, riportando almeno il prevedibile ammontare massimo delle operazioni da realizzare nel periodo di riferimento e la motivazione delle condizioni previste. Una completa informativa almeno trimestrale al consiglio di amministrazione (o al consiglio di gestione) deve essere fornita sull'attuazione delle delibere-quadro (art. 12 del Regolamento).

In occasione dell'approvazione di una delibera-quadro, le società pubblicano un documento informativo ai sensi dell'articolo 5 del

Regolamento, qualora il prevedibile ammontare massimo delle operazioni oggetto della medesima delibera superi la soglia oltre la quale un'operazione rientra tra quelle di maggiore rilevanza.

## **7. Regimi particolari**

Sono inoltre espressamente previste ipotesi di esclusione dell'applicazione della disciplina sulle operazioni con parti correlate, alcune già contemplate dal Regolamento, altre da indicare facoltativamente nelle procedure..

Con riguardo alle prime, l'art. 13 del Regolamento, al comma 1, prevede che le disposizioni regolamentari non si applichino alle delibere assembleari di cui all'art. 2389, comma 1, c.c., relative ai compensi spettanti ai componenti del consiglio di amministrazione e del comitato esecutivo, né alle deliberazioni relative alla remunerazione degli amministratori investiti di particolari cariche che siano ricomprese nell'importo complessivo determinato, ai sensi dell'art. 2389, comma 3, c.c., dall'assemblea. Analoga esclusione viene prevista per le deliberazioni assembleari relative ai compensi spettanti ai componenti del collegio sindacale e del consiglio di sorveglianza (art. 2402 c.c.) e per quelle relative ai compensi spettanti ai componenti del consiglio di gestione ai sensi dell'art. 2409 *terdecies*, comma 1, lett. a), c.c.

Ancora, sono escluse dall'ambito di applicazione del Regolamento, fatti salvi gli obblighi informativi di cui all'art. 5, le operazioni *“da realizzare sulla base di istruzioni con finalità di stabilità impartite da Autorità di vigilanza, ovvero sulla base di disposizioni emanate dalla capogruppo per l'esecuzione di istruzioni impartite da Autorità di vigilanza nell'interesse della stabilità del gruppo”* (art. 13, comma 4, Regolamento).

Parziali deroghe sono inoltre previste nel caso in cui trovi applicazione l'art. 136 TUB. In tal caso le società nel definire le procedure, fermi gli obblighi informativi di cui all'art. 5 del Regolamento, non applicano le disposizioni in materia di pareri e di esperti indipendenti<sup>98</sup>.

Quanto alle ipotesi di esclusione di tipo opzionale, l'art. 13, comma 2, del Regolamento consente che le procedure possano individuare criteri per l'identificazione di operazioni di importo esiguo alle quali non applicare le disposizioni del Regolamento.

Inoltre, possono costituire oggetto di esclusione, totale o parziale (*“ferme le previsioni di cui all'art. 5, comma 8<sup>99</sup>, ove applicabile”*), a) i

---

<sup>98</sup> di cui all'art. 7, comma 1, lettere a), b), d) e g), all' Allegato 2, paragrafi 1.1, lettere a), b) e g), 1.2 e 1.3, all'articolo 8, comma 1, lettera a), c) e d) e comma 2, e all'Allegato 2, paragrafo 2.1, lettere b) e d), paragrafo 3.1, lettere a), c) d) ed e).

<sup>99</sup> Ai sensi del quale *“Le società emittenti azioni quotate aventi l'Italia come Stato membro d'origine, ai sensi dell'articolo 154-ter del Testo unico, forniscono informazione, nella relazione intermedia sulla gestione e nella relazione sulla gestione annuale:*

*a) sulle singole operazioni di maggiore rilevanza concluse nel periodo di riferimento;*

*b) sulle altre eventuali singole operazioni con parti correlate, come definite ai sensi dell'articolo 2427, secondo comma, del codice civile, concluse nel periodo di riferimento, che abbiano influito in misura rilevante sulla situazione patrimoniale o sui risultati delle società;*

piani di compensi basati su strumenti finanziari approvati dall'assemblea ai sensi dell'articolo 114 *bis* TUF e le relative operazioni esecutive; b) le deliberazioni, diverse da quelle indicate nel comma 1, in materia di remunerazione degli amministratori e consiglieri investiti di particolari cariche nonché degli altri dirigenti con responsabilità strategiche e le deliberazioni con cui il consiglio di sorveglianza determina il compenso dei consiglieri di gestione, sebbene al ricorrere di determinate condizioni sostanzialmente riconducibili all'adozione di una politica di remunerazione<sup>100</sup>; c) le operazioni ordinarie che siano concluse a condizioni equivalenti a quelle di mercato o standard<sup>101</sup>.

Un regime particolare viene inoltre previsto per la conclusione in casi di urgenza di operazioni in deroga a quanto disposto dagli articoli 7 e 8 nonché dall'Allegato 2. L'art. 13, comma 6, del Regolamento ammette

---

*c) su qualsiasi modifica o sviluppo delle operazioni con parti correlate descritte nell'ultima relazione annuale che abbiano avuto un effetto rilevante sulla situazione patrimoniale o sui risultati delle società nel periodo di riferimento".*

<sup>100</sup> In particolare ai fini di tale ipotesi di esclusione, è necessario che: "... i) la società abbia adottato una politica di remunerazione; ii) nella definizione della politica di remunerazione sia stato coinvolto un comitato costituito esclusivamente da amministratori o consiglieri non esecutivi in maggioranza indipendenti; iii) sia stata sottoposta all'approvazione o al voto consultivo dell'assemblea una relazione che illustri la politica di remunerazione; iv) la remunerazione assegnata sia coerente con tale politica" (art. 13, comma 3, lett. b, Regolamento).

<sup>101</sup> Ove le procedure stabiliscano deroghe agli obblighi di pubblicazione previsti per le operazioni di maggiore rilevanza dall'articolo 5, commi da 1 a 7, fermo quanto disposto dall'articolo 114, comma 1, del Testo unico, il Regolamento (art. 13, comma 3, lett. c) in ogni caso prevede che debbano essere comunicate alla Consob la controparte, l'oggetto e il corrispettivo delle operazioni che hanno beneficiato dell'esclusione. Inoltre, le società con azioni quotate sono tenute ad indicare nella relazione intermedia sulla gestione e nella relazione sulla gestione annuale, fra gli altri, quali delle operazioni oggetto degli obblighi informativi di cui all'art. 5, comma 8, del Regolamento siano state concluse avvalendosi dell'esclusione di cui all'art. 13, comma 3, lettera c), mentre le società con azioni diffuse indicano nella relazione sulla gestione la controparte, l'oggetto e il corrispettivo delle operazioni di maggiore rilevanza concluse nell'esercizio avvalendosi dell'esclusione prevista all'art. 13, comma 3, lettera c).

che le procedure, ove espressamente consentito dallo statuto, possano contemplare tale deroga nei casi in cui l'operazione non sia di competenza dell'assemblea e non debba essere da questa autorizzata. Ai fini della deroga, fermo quanto previsto dall'articolo 5, ove applicabile, è necessario che, ove l'operazione ricada nella sfera di competenza degli organi delegati, il presidente dell'organo amministrativo sia informato delle ragioni di urgenza prima del compimento dell'operazione; l'operazione sia successivamente oggetto, ferma la sua efficacia, di una deliberazione non vincolante della prima assemblea ordinaria utile; sia predisposta dall'organo che convoca l'assemblea una relazione contenente un'adeguata motivazione delle ragioni dell'urgenza e l'organo di controllo riferisca all'assemblea le proprie valutazioni in merito; la relazione e le valutazioni siano messe a disposizione del pubblico almeno ventuno giorni prima di quello fissato per l'assemblea presso la sede sociale; entro il giorno successivo a quello dell'assemblea le società mettano a disposizione del pubblico le informazioni sugli esiti del voto, con particolare riguardo al numero dei voti complessivamente espressi dai soci non correlati.

Per le operazioni di competenza assembleare viene prevista, dall'art. 11, comma 5, del Regolamento, la possibilità, ove espressamente consentito dallo statuto, che in casi di urgenza collegata a situazioni di crisi aziendale, fermi gli obblighi informativi di cui all'art. 5 del Regolamento, le operazioni siano concluse in deroga al regime ordinario per l'approvazione delle operazioni di competenza assembleare di cui al medesimo art. 11, commi 1, 2, e 3. All'assemblea chiamata a deliberare

dovrà applicarsi quanto dettato dall'art. 13, comma 6, lett. c) e d); dovrà dunque essere predisposta dall'organo che convoca l'assemblea una relazione contenente adeguata motivazione delle ragioni di urgenza, e l'organo di controllo dovrà riferire all'assemblea le proprie valutazioni in merito alla sussistenza delle ragioni di urgenza; sia la relazione che le valutazioni dovranno essere messe a disposizione del pubblico almeno ventuno giorni prima di quello fissato per l'assemblea. In caso l'organo di controllo esprima valutazione negativa sulle ragioni di urgenza, l'assemblea dovrà deliberare nel rispetto del meccanismo di *whitewash* previsto dall'art. 11, comma 3, Regolamento e, pertanto, il compimento dell'operazione sarà impedito ove consti il voto contrario della maggioranza dei soci non correlati votanti. Diversamente, troverà applicazione l'art. 13, comma 6, lett. e), con conseguente obbligo di diffusione al pubblico, entro il giorno successivo a quello dell'assemblea, degli esiti del voto con particolare evidenza dei voti complessivamente espressi dai soci non correlati.

Un regime di parziale esenzione, o, meglio, una disciplina semplificata, può essere applicata alle società quotate di minori dimensioni<sup>102</sup>, alle società di recente quotazione<sup>103</sup> ed alle società con azioni diffuse tra il pubblico in misure rilevante (art. 10 del Regolamento).

---

<sup>102</sup> Vale a dire, secondo la definizione di cui all'art. 3, comma 1, lett. f), del Regolamento, "... le società per le quali né l'attivo dello stato patrimoniale né i ricavi, come risultanti dall'ultimo bilancio consolidato approvato, superino i 500 milioni di euro ..." e sempre che tali requisiti congiuntamente siano stati soddisfatti per due esercizi consecutivi.

<sup>103</sup> Le quali sono definite nel Regolamento (art. 3, comma 1, lett. g) come "... le società con azioni quotate nel periodo compreso tra la data di inizio delle negoziazioni e la data di approvazione del bilancio relativo al secondo esercizio successivo a quello di quotazione ...", con esclusione delle società risultanti dalla fusione o dalla scissione di una o più società con azioni quotate che non siano a loro volta di recente quotazione.

Queste possono applicare per le operazioni di maggiore rilevanza una procedura individuata ai sensi dell'articolo 7 del Regolamento o del paragrafo 1 dell'Allegato 2 (ove si tratti di società con sistema dualistico), in deroga dunque all'articolo 8 o ai paragrafi 2 e 3 dell'Allegato 2, rispettivamente. La Comunicazione ha peraltro precisato che, nonostante la procedura semplificata eventualmente adottata dalle società, resta ferma la applicabilità alle operazioni di maggiore rilevanza di competenza assembleare, sulle quali sia stato espresso un parere contrario dal comitato degli amministratori indipendenti, dei meccanismi di *whitewash* di cui all'articolo 11, comma 3, del Regolamento. Non possono beneficiare della semplificazione procedurale consentita dall'articolo 10 le società quotate controllate, in via diretta o indiretta, da altra società quotata.

Il Regolamento (art. 14, comma 2) prevede, ancora, la facoltà di esentare dall'applicazione delle norme procedurali e di trasparenza (salve le disposizioni in materia di informazione contabile periodica previste dall'articolo 5, comma 8, del Regolamento) le operazioni compiute con o tra società controllate e con (ma non tra) società collegate, purché in tali società non vi siano interessi significativi di altre parti correlate della società. Il Regolamento precisa che la mera condivisione di uno o più consiglieri o altri dirigenti con responsabilità strategiche tra la società e le società controllate o collegate non dà luogo, di per sé, all'insorgenza di interessi significativi idonei ad escludere la facoltà di esenzione. Ciò che, in altre parole il Regolamento contempla è che in tali casi la tutela venga assicurata mediante la sola applicazione delle disposizioni del codice civile, segnatamente l'art. 2497 e seguenti c.c. (a patto, ovviamente, che si

ricada in ipotesi di direzione e coordinamento)<sup>104</sup>. L'esenzione è mitigata dalla previsione che essa possa operare sol che nelle società controllate o collegate, controparti dell'emittente, non vi siano interessi significativi di altre parti correlate di quest'ultimo<sup>105</sup>.

## 8. Il ruolo degli amministratori indipendenti

Gli amministratori indipendenti, s'è detto<sup>106</sup>, rappresentano uno dei pilastri – se non il principale pilastro – del sistema di presidi che la Consob ha predisposto nel Regolamento.

Tale categoria di “gestori” – che ha già avuto un proprio riconoscimento normativo<sup>107</sup> - vede a sé attribuiti nel Regolamento (e per

<sup>104</sup> Sull'art. 14 del Regolamento e sulle sue interferenze con la disciplina in tema di direzione e coordinamento di società, M. MAUGERI, *Le operazioni con parti correlate nei gruppi societari*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2010, 3, 887 ss.

<sup>105</sup> Per una critica a tale esenzione, segnatamente all'ambiguità della stessa, P. MONTALENTI (nt. 56), 27.

<sup>106</sup> Si veda *supra*, Cap. 2, § 4.

<sup>107</sup> Gli amministratori indipendenti sono stati formalmente previsti in fonti pubbliche in tempi relativamente recenti, dapprima nel codice civile, a seguito della novella del diritto societario (d.lgs. n. 6/2003) e, quindi, nel TUF, a seguito degli interventi di cui al d.lgs. n. 262/2005 e d. lgs. correttivo n. 303/2006). In particolare, l'art. 2409 *septiesdecies* c.c., in materia di sistema di amministrazione monistico, ha previsto che almeno un terzo degli amministratori deve essere in possesso dei requisiti di indipendenza stabiliti per i sindaci a mente dell'art. 2399, comma 1, c.c.; l'art. 2409 *octiesdecies* c.c., poi, stabilisce che tutti i componenti del comitato per il controllo sulla gestione devono possedere i requisiti di indipendenza ora richiamati. Il d.lgs. n. 262/2005 ed il d. lgs. correttivo n. 303/2006 hanno introdotto nel TUF la previsione a mente della quale le società quotate amministrate secondo il modello tradizionale devono dotarsi obbligatoriamente di un amministratore indipendente (ovvero due, in caso di consiglio di amministrazione composto da più di sette membri); similmente, nelle società quotate che adottino il sistema dualistico, almeno uno dei consiglieri di gestione (in caso di consiglio composto da più di quattro membri) deve essere indipendente.



la prima volta), una serie di compiti e competenze specifici. Per la prima volta, si considerava, ch  uno tra i principali dubbi che ruotano attorno alla figura degli amministratori indipendenti riguarda proprio gli specifici doveri e le specifiche funzioni<sup>108</sup> loro ascrivibili.

Sebbene delineati con specifico riguardo alle operazioni con parti correlate, i compiti ed i ruoli che l'Autorit  di Vigilanza ha riservato agli amministratori indipendenti possono apportare nuovi elementi per la definizione del c.d. "statuto speciale"<sup>109</sup> degli amministratori indipendenti, nell'attesa di un auspicabile intervento legislativo che codifichi il relativo apparato di competenze ed il posto che gli stessi vengono ad assumere nell'ambito dei sistemi di *corporate governance*.

Le riflessioni in tema di attribuzioni proprie degli amministratori indipendenti doverosamente prendono le mosse dall'individuazione delle funzioni pi  in generale proprie degli amministratori non esecutivi, per quindi delineare, ove possibile, competenze peculiari, differenti o anche solo maggiormente rafforzate, particolare facenti capo alla categoria di amministratori in esame.

La geografia delle attribuzioni all'interno del consiglio di amministrazione, quale rinvenibile nella formulazione dell'art. 2381 c.c. *post-novella* del diritto delle societ <sup>110</sup>, vuole allocati in capo al *plenum*

---

<sup>108</sup> Sul tema, tra gli altri, D. REGOLI (nt. 67), 385 ss.; ID., (nt. 67) 408 ss.; U. TOMBARI, (nt. 67), 51 ss.

<sup>109</sup> D. REGOLI (nt. 67), 385 ss; U. TOMBARI, (nt. 67), 51 ss.

<sup>110</sup> Per un commento sull'art. 2381 c.c., si veda, tra gli altri, A. DE NICOLA, *Commento all'art.2381*, in P. MARCHETTI, L.A. BIANCHI, F. GHEZZI, M. NOTARI (diretto da), *Commentario*

dell'organo amministrativo compiti di alta amministrazione dell'impresa, essenzialmente di indirizzo e di controllo sull'attività degli organi delegati, sia con riferimento alla complessiva struttura interna che alle decisioni strategiche<sup>111</sup>.

In particolare, confermata la delegabilità di funzioni ad alcuni componenti dell'organo di amministrazione, in capo agli amministratori non esecutivi si configurano compiti di vigilanza e di garanzia sull'operato dei delegati, così delineandosi in seno all'organo amministrativo una bipartizione tra compiti gestori esecutivi e compiti di controllo. Controllo di merito sulle scelte gestorie, quello degli amministratori non deleganti, che si distingue – e si affianca – al controllo di legalità rimesso all'organo di controllo interno.

Gli amministratori indipendenti, quantomeno nella corrente percezione del ruolo ad essi assegnato, vanno ad iscriversi in tale ambito; rappresentano, in altre parole, una particolare categoria all'interno dell'organo "delegante"<sup>112</sup>, la cui attività di *monitoring* offre una

---

*alla riforma delle società*, F. GHEZZI (a cura di), *Amministratori. Artt.2380-2396 c.c.*, Milano, 2005, 100 ss; più in particolare, sulle attribuzioni degli organi delegati e dei deleganti, P. ABBADESSA, *Profili topici della nuova disciplina della delega amministrativa*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber Amicorum Gian Franco Campobasso, P. ABBADESSA, G.B. PORTALE (diretto da), 2, *Assemblea-Amministrazione*, Milano, 2006, 489 ss.

<sup>111</sup> L'art. 2381, comma 2, c.c., stabilisce che il consiglio di amministrazione " ... valuta l'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile ...", " ... esamina i piani strategici, industriali e finanziari ..." e "... valuta ... il generale andamento della gestione".

<sup>112</sup> Per quanto tipicamente gli amministratori indipendenti sono di regola non esecutivi, non necessariamente ad essi non deve essere attribuito alcun ruolo esecutivo. L'art. 2409 *octiesdecies*, comma 2, c.c. richiede che il comitato per il controllo sulla gestione nel sistema monistico sia composto da amministratori in possesso, tra gli altri, dei requisiti di indipendenza, che non siano membri del comitato esecutivo ed ai quali non siano

garanzia in più, rappresentata dall'autonomia di giudizio che deve contraddistinguere il loro operato. Si è osservato<sup>113</sup> che, soprattutto in seno al contesto italiano, contraddistinto da strutture proprietarie rigide e fortemente dominate da azionisti (o coalizioni) di controllo, gli amministratori indipendenti, accanto alle funzioni proprie dei deleganti, sarebbero chiamati a verificare che le scelte operate dagli amministratori esecutivi non siano condizionate dal gruppo di controllo, ma siano esse stesse frutto di autonome valutazioni.

Le competenze che la disciplina regolamentare Consob riserva agli amministratori indipendenti si inseriscono in tale solco: essi sono garanti, *in primis*, della idoneità delle procedure adottate ad assicurare la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni medesime (ex art. 4, comma 3, Regolamento); effettuano poi un controllo di merito sulle operazioni medesime, verificando che il compimento delle stesse risponda all'interesse della società e che le relative condizioni soddisfino i caratteri della convenienza e della correttezza sostanziale<sup>114</sup>. Di tale ultimo requisito, poi, costituiscono il presidio principale: come rilevato<sup>115</sup>, nell'impossibilità di dettare criteri oggettivi per la correttezza sostanziale di un'operazione, la Commissione chiama gli amministratori indipendenti ad accertare che il compimento della medesima trovi una

---

attribuite deleghe o particolari cariche o che comunque non svolgano funzioni attinenti alla gestione dell'impresa. Così desumendosi, *a contrario*, da tale previsione la possibilità che agli amministratori indipendenti siano attribuiti compiti gestori.

<sup>113</sup> In tal senso, D. REGOLI, (nt. 67), 396-400.

<sup>114</sup> Così gli articoli 7, comma 1, lett. a), 8, comma i, lett. c); e nell'Allegato 2, gli articoli 1,1,, lett. a), 2.1., lett. c), articolo 2.2., lett. d ii), 3.1. lett. d.

<sup>115</sup> Si veda *supra*, in questo Capitolo, § 1.

propria ragione ed una propria giustificazione nell'ambito dell'attività svolta dall'emittente.

Il Regolamento enfatizza le funzioni di vigilanza e supervisione degli amministratori indipendenti le quali, in quanto esplicate da soggetti in linea di principio dotati di autonomia di giudizio, sono particolarmente qualificate, e dunque fonte di maggior garanzia, rispetto alle medesime funzioni svolte dagli altri amministratori non esecutivi.

Così ricostruite le attribuzioni degli amministratori indipendenti in materia di operazioni con parti correlate, non ci si può esimere dal considerare che, per quanto nel Regolamento si trovino in qualche misura delineati e definiti i contorni della figura degli indipendenti, le fumosità ed i dubbi che sino ad oggi sono ruotati attorno ad essa permangono. In primo luogo, è difficilmente spiegabile, almeno a parere di chi scrive, il fatto che il giudizio di un amministratore indipendente debba valere di più (in termini di garanzia e affidabilità) di quello espresso dal "semplice" amministratore non esecutivo. La tipizzazione dei compiti di controllo assegnati agli indipendenti suscita tale interrogativo, cui si può rispondere sol mettendo in discussione principi sino ad oggi ritenuti fermi.

Si assiste, infatti, ad una codificazione della negazione della dissociazione tra società e soci e, in particolare, della "soggettività" della società di capitali; gli amministratori, classicamente tutti investiti del perseguimento dell'oggetto e dell'interesse sociale, vengono suddivisi tra amministratori (portatori degli interessi) della maggioranza ed

amministratori (portatori degli interessi) della minoranza; ad essi si affiancano, con l'intento di conseguire un bilanciamento tra i contrastanti interessi e, principalmente, di porre un argine ai possibili abusi della maggioranza, in nome – si deve assumere – di un interesse "superiore", quello del mercato, gli amministratori indipendenti, sulla cui missione e sulla cui distinzione o coincidenza rispetto agli amministratori di minoranza e, più in generale, agli amministratori non esecutivi i nodi sono tutt'altro che sciolti.

## 9. I flussi informativi endosocietari

Un forte accento viene posto nel Regolamento sui doveri di informazione; quelli verso il pubblico (art.5)<sup>116</sup>, e quelli tra, ed all'interno degli, organi sociali. Ciò è espressione della consapevolezza della centralità dei flussi informativi nella disciplina dell'amministrazione e del controllo delle società per azioni, la quale ha trovato con la riforma un vero e proprio riconoscimento legislativo, principalmente nel diritto-dovere dell'agire informato codificato nell'art. 2381 c.c.<sup>117</sup>.

Le procedure, *inter alia*, devono difatti contenere espresse previsioni volte a sancire e regolare lo scambio di informazioni all'interno della

<sup>116</sup> Su cui, *infra*, Capitolo V.

<sup>117</sup> Sul punto, in particolare, P. MARCHETTI, *Il potere decisionale gestorio nella S.p.A.*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, CIAN G. (a cura di), Padova, 2004, 469 ss.; V. BUONOCORE, *Le nuove forme di amministrazione nelle società di capitali non quotate*, in *Giur. Comm.*, 2003, I, 389 ss. e, più recentemente, G. MERUZZI, *L'informativa endo-societaria nella società per azioni*, in *Contr. Impr.*, 2010, 737 ss., ove ampi riferimenti bibliografici.

società, tra i relativi organi oltre che all'interno degli organi medesimi, tanto nella fase precedente l'approvazione quanto successivamente alla sua conclusione. Ciò con il fine di consentire, *ex ante*, le adeguate valutazioni sull'operazione e sulla sua correttezza e convenienza e dunque l'effettivo esercizio delle competenze che il Regolamento ovvero, più in generale, la legge pone in capo a ciascuno dei soggetti coinvolti nell'intero processo; *ex post*, un controllo sulla concreta esecuzione dell'operazione.

L'informativa endosocietaria è dunque in primo luogo funzionale al corretto ed efficiente esplicarsi delle funzioni di vigilanza "di merito", del peculiare controllo "gestorio", da parte degli amministratori indipendenti rispetto agli organi delegati che si fanno promotori di un'operazione con parte correlata; la completa e tempestiva ricezione dei flussi è rivolta essenzialmente ad escludere il rischio che asimmetrie informative a danno degli amministratori indipendenti vengano ad inquinare il giudizio sulla bontà dell'operazione che essi sono tenuti ad esprimere.

Così, le procedure per le operazioni di minore rilevanza dovranno assicurare che "*informazioni complete e adeguate*" siano fornite "*con congruo anticipo*" all'organo chiamato a deliberare sull'approvazione ed al comitato di amministratori in maggioranza indipendenti chiamato a rendere il proprio parere (non vincolante) sull'operazione medesima; ai fini del controllo *ex post*, poi, nei verbali di approvazione (ove applicabile) deve essere dato espressamente conto dell'interesse della società al compimento dell'operazione e del giudizio sulla correttezza e convenienza delle relative condizioni, e con cadenza trimestrale occorrerà dare

informativa agli organi amministrativi e di controllo sull'esecuzione dell'operazione.

Nell'attuazione delle prescrizioni regolamentari le società sono dunque chiamate, *inter alia*, a regolamentare i flussi, fissandone le relative tempistiche – rispetto alla formazione del parere da parte degli amministratori indipendenti e rispetto alla (eventuale)<sup>118</sup> approvazione – nonché le caratteristiche perché le stesse possano soddisfare i requisiti della completezza ed adeguatezza. Un ragionevole livello di dettaglio (per quanto flessibile e nella "disponibilità" dei soggetti coinvolti che potranno, di volta in volta, convenire su eventuali deroghe, dandone però conto ai fini del controllo sull'osservanza delle procedure) delle regole procedurali di cui le società sono chiamate a dotarsi, e dunque non la pedissequa ripetizione nelle procedure dei canoni generali di cui al Regolamento bensì la fissazione di regole chiare in tema di informativa endosocietaria – pur nella consapevolezza delle difficoltà di fissare in via preventiva tempi e contenuti di un'informativa che deve avere riguardo ad operazioni al cui compimento, spesso e volentieri, nella dinamica della vita di impresa ci si determina in tempi rapidissimi – sembrerebbe necessario.

Le previsioni sul flusso "verso" il comitato "consultivo" e l'organo deliberante si aggiungono, peraltro, alla primaria disposizione, di cui all'art. 2381, comma 6, c.c., che impone in capo agli amministratori (in genere, e dunque anche agli indipendenti) il dovere di agire in modo

---

<sup>118</sup> L'art. 7 del Regolamento non incide sull'eventuale assetto delle competenze all'interno dell'organo gestorio, sì che un'operazione di minore rilevanza potrebbe anche rientrare nell'ambito dei poteri dell'amministratore delegato e, pertanto, non richiedere il passaggio della relativa approvazione. Ma sul punto, si veda *infra*, Cap. IV, § 3.1.

informato, riconoscendo a ciascuno di essi la facoltà di chiedere che gli organi delegati forniscano in consiglio informazioni relative alla gestione della società.

Di certo, le informazioni ricevute in ossequio alle regole procedurali potranno (*rectius*, dovranno) essere integrate con le informazioni che il comitato ovvero l'organo deliberante riterrà di dover richiedere, ex art. 2381, comma 6, c.c.; va peraltro osservato che, non rinvenendosi nell'art. 7 del Regolamento alcuna previsione circa il flusso delle richieste "da parte" degli amministratori indipendenti e l'organo deliberante, le ulteriori informazioni richieste dovranno essere rese in consiglio, escludendosi che le stesse possano essere fornite in sede extraconsiliare dall'organo delegato direttamente all'amministratore richiedente<sup>119</sup>.

Nelle procedure per le operazioni di maggiore rilevanza, in aggiunta all'informativa, ora vista, di cui all'art. 7 del Regolamento, il coinvolgimento degli amministratori indipendenti "nella fase delle trattative e nella fase istruttoria" deve essere assicurato attraverso la ricezione di un flusso informativo "completo" e "tempestivo". Da un lato, quindi, informazioni "complete" e "adeguate", messe a disposizione "con congruo anticipo" rispetto alla, ed al fine della, predisposizione del parere ed approvazione dell'operazione (secondo quanto previsto dall'art. 7);

---

<sup>119</sup> Tra gli altri, escludono, con riferimento alla previsione di cui all'art. 2381, comma 6, c.c. la possibilità di un'informativa resa al di fuori del consiglio, G.M. ZAMPERETTI, *Il dovere di informazione degli amministratori nella governance della società per azioni*, Milano, 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 Gian Franco Campobasso, P. ABBADESSA, G.B. PORTALE (diretto da), 2, *Assemblea-Amministrazione*, Milano, 2006, 845.



dall'altro, ed a monte, un flusso informativo "completo" e "tempestivo" indirizzato a consentire il pieno coinvolgimento del comitato di amministratori (tutti) indipendenti, o del componente dallo stesso delegato, nella fase delle trattative e nella fase istruttoria. Per le operazioni di maggior rilievo, quindi, l'informativa endosocietaria si svolge ad un duplice livello ed ha, per certi versi, anche contenuti distinti: sarà informativa sulla ideazione, strutturazione e definizione dell'operazione e delle sue condizioni, allorché essa sia funzionale al coinvolgimento del comitato (o di suoi delegati) nelle trattative e nell'istruttoria e deve pervenire in tempi tali da consentire l'effettiva partecipazione dei destinatari a tali attività; sarà informativa sull'operazione, sulle sue condizioni e sugli obiettivi che si vogliono conseguire, allorché essa sia funzionale alla predisposizione del parere da parte del comitato ed all'approvazione da parte dell'organo a ciò competente, e deve pervenire in tempi ragionevoli onde consentire la ponderazione e valutazione dell'operazione ai fini di una determinata presa di posizione rispetto alla stessa.

Nuovamente, e con riferimento ai flussi di primo livello, le procedure dovrebbero contenere delle prescrizioni di dettaglio – anche queste flessibili e derogabili a seconda delle esigenze del caso concreto – che vadano oltre le statuizioni di principio di cui all'art. 8 del Regolamento.

Una notazione merita poi la previsione, contenuta nell'articolo da ultimo richiamato (alla lettera b), della facoltà che il comitato di amministratori indipendenti possa, con riguardo ai flussi informativi nella

fase delle trattative e dell'istruttoria, richiedere informazioni e formulare osservazioni agli organi delegati ed ai soggetti incaricati della conduzione delle trattative e dell'istruttoria. Sembrerebbe dunque ammesso uno scambio diretto, al di fuori della sede consiliare, tra gli amministratori delegati e non e, ancor più significativo, tra gli amministratori non delegati e le altre funzioni aziendali. Ciò evidentemente in considerazione dell'oggetto dell'informazione e dei fini cui la stessa mira, la cui realizzazione confligge con le solennità ed i tempi per la convocazione di una sessione consiliare: si ha, in altre parole, riguardo alle dinamiche delle trattative e dell'istruttoria di un'operazione ed alla necessità, per consentire l'effettivo coinvolgimento di alcuno, di poter disporre di informazioni di dettaglio quasi in tempo reale. Lo scambio assume doverosamente una connotazione più dialettica, avendo ad oggetto una fase dinamica il cui progredire dipende anche dal contributo degli amministratori indipendenti.

Conclusivamente, l'informazione costituisce un caposaldo della disciplina in materia di operazioni con parti correlate; quando si dispiega all'interno degli organi ovvero tra gli organi sociali, è strumento indispensabile per l'efficienza dei presidi posti a protezione della correttezza procedurale e sostanziale delle operazioni con parti correlate. Ove indirizzata al pubblico<sup>120</sup>, persegue la trasparenza a beneficio del mercato e della collettività in merito ai rapporti, alle condizioni, alla correttezza ed agli effetti delle operazioni medesime.

---

<sup>120</sup> Su cui *infra*, Capitolo V.

## **Capitolo IV – Delibere consiliari e assembleari**

### **1. Premessa**

Dopo aver passato in rassegna il contenuto del Regolamento e, in particolare, le previsioni più nello specifico indirizzate a dettagliare le caratteristiche delle procedure in materia di operazioni con parti correlate ed i presidi che l’Autorità ha introdotto a garanzia della correttezza – procedurale e sostanziale – delle stesse, il presente capitolo affronterà il tema, più squisitamente di diritto societario, delle delibere consiliari e assembleari in materia di procedure ed operazioni, distinguendo due profili, l’uno relativo alle “condizioni” (di matrice regolamentare o codicistica) per la valida adozione, l’altro relativo ai contenuti.

### **2. La delibera di adozione delle procedure**

Ai sensi dell’art. 4 del Regolamento, l’adozione delle procedure è attribuzione propria, non delegabile<sup>121</sup>, del consiglio di amministrazione o del consiglio di gestione che, altresì, dovrà identificare le modifiche statutarie, rese necessarie per l’implementazione della procedure, e deliberare in merito alle relative proposte da sottoporre all’assemblea.

La delibera di approvazione (ovvero quella, successiva, di modifica di procedure già esistenti) deve essere corredata, a mente del comma 3

---

<sup>121</sup> In tal senso, M. BAGLIONI, G. GRASSO, (nt. 77), 727.

della norma richiamata, dal preventivo parere favorevole di un comitato di amministratori indipendenti (o di consiglieri di gestione o consiglieri di sorveglianza indipendenti). Il comitato, si desume dalla medesima disposizione, deve comporsi di almeno tre membri; mancando almeno tre amministratori indipendenti, il parere è reso dagli amministratori indipendenti eventualmente in carica<sup>122</sup> o, in mancanza, da un esperto indipendente.

Sotto il profilo del procedimento la delibera segue ad una fase essenziale, preliminare e preparatoria, indirizzata alla formazione del parere preventivo su cui la delibera medesima dovrà poggiare. Tale fase ha riguardo, in prima battuta, alla individuazione del soggetto incaricato della predisposizione del parere; individuazione che, come già da altri rilevato<sup>123</sup>, compete all'organo al quale appartengono i relativi componenti. Dunque, secondo la regola generale, la costituzione del comitato avverrà in seno al consiglio di amministrazione, al consiglio di gestione o al consiglio di sorveglianza con scelta che, in presenza di tre amministratori o consiglieri indipendenti in carica, sarà scelta obbligata, mentre, nella diversa ipotesi di società con più di tre amministratori o consiglieri indipendenti in carica, verterà dovrà vertere anche sul numero dei componenti e sulla individuazione di questi ultimi. In mancanza di un numero di amministratori (o consiglieri) indipendenti sufficienti alla formazione del comitato, non sembrerebbe ravvisarsi la necessità di un formale passaggio consiliare per la attribuzione ai due amministratori

---

<sup>122</sup> L'utilizzo del termine "presenti", nell'art. 4, comma 3, è, ad avviso di chi scrive, atecnico e non coordinato con l'*incipit* del secondo periodo del comma.

<sup>123</sup> M. STELLA RICHTER, (nt. 79), 66; V. CARIELLO, (nt. 79) 121 ss.

indipendenti (ovvero al singolo amministratore indipendente) del compito di esprimere il – concorde, a mio avviso – parere previsto dalla norma. Viceversa, un'espressa deliberazione del consiglio di amministrazione sarà necessaria per l'individuazione dell'esperto indipendente che, nell'assoluta mancanza di amministratori indipendenti, dovrà supportare l'organo deliberante.

La fase prodromica alla deliberazione sulle procedure si completa con la assunzione del parere sulle medesime. L'oggetto su cui, è verosimile ritenere, verte il parere è la verifica della rispondenza delle procedure ai requisiti minimi obbligatori prescritti nel regolamento, così come della idoneità delle stesse ad assicurare la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate. Ci dovrà essere dunque una verifica formale, cui andrà ad affiancarsi una valutazione di merito sui presidi equivalenti adottati nell'esercizio delle facoltà che il Regolamento lascia alle società. Secondo il dettato di cui all'art. 4, comma 5, del Regolamento, il parere deve anche riguardare le proposte di modifiche statutarie funzionali all'adozione delle procedure.

Ove il parere provenga da un comitato di amministratori o consiglieri indipendenti, e sia frutto del funzionamento collegiale dello stesso, è ipotizzabile il caso (invero remoto) che esso sia adottato con il voto contrario ovvero l'astensione di uno dei relativi componenti<sup>124</sup>; mentre in

---

<sup>124</sup> In tal senso porta a deporre la Comunicazione Consob n. 10094530 del 15 novembre 2010 avente ad oggetto *"Richieste ai sensi dell'articolo 114, comma 5, del d.lgs. 28 febbraio 1998, n. 58, in merito all'approvazione delle procedure previste dall'articolo 4 del Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate"*

caso di parere di soli due amministratori indipendenti la relativa opinione, sembra potersi inferire dal dettato dell'art. 4, comma 3, dovrà essere necessariamente concorde.

Ai fini dell'approvazione della successiva delibera sulle procedure, il parere del comitato (o degli amministratori indipendenti), per espressa previsione regolamentare, dovrà essere "*favorevole*"; per il parere dell'esperto indipendente non vi è analogia precisazione, limitandosi il Regolamento a sancire che lo stesso è "*non vincolante*".

Sembrerebbe doversi ritenere che il parere reso da uffici interni alla società, necessariamente favorevole e, dunque, positivo in merito alla conformità al Regolamento delle procedure proposte ed alla idoneità delle medesime al perseguimento degli obiettivi di tutela cui le stesse devono tendere, sia anche vincolante, argomentando *a contrario* dalla precisazione della inversa natura del parere dell'esperto indipendente.

Se ciò è vero, è necessario interrogarsi sugli effetti del parere rispetto alla delibera di cui esso forma presupposto essenziale.

Se ci fermiamo, dapprima, al parere degli uffici interni alla società, è ovvio – e quasi scontato ritenere – che il preventivo parere favorevole sulle procedure assurge a requisito e condizione per la valida approvazione della delibera<sup>125</sup> e che in presenza di parere negativo

---

(*adottato dalla Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010, come successivamente modificato con delibera n. 17389 del 23 giugno 2010*).

<sup>125</sup> Sul punto, più ampiamente, *infra*, Capitolo VI.

nessuna delibera di approvazione potrà essere adottata. Se, poi, come si è assunto, il parere ha natura vincolante, allora all'organo competente a deliberare l'approvazione delle procedure non sarà dato di discostarsene. Così, ove il parere abbia contenuto positivo ma condizionato all'adozione di specifici emendamenti alle procedure proposte, è verosimile ritenere che l'organo deliberante sia tenuto a modificare le procedure in modo da produrre il verificarsi della condizione; come pure, in caso di parere positivo *tout court*, difficilmente la discussione consiliare potrà avere quale effetto quello di deliberare modifiche alle procedure già sottoposte al vaglio dell'ufficio (collegiale, pluripersonale o monocratico) consultivo, a meno di ritenere possibile (come si ritiene) che l'ufficio medesimo in sede di dialettica consiliare esprima il proprio favore alla modifica che si intende introdurre, a conforto dunque della relativa approvazione.

Quanto al parere dell'esperto indipendente che sia chiamato a pronunciarsi sulla procedure di cui la società intende dotarsi, la relativa natura dichiaratamente non vincolante dovrebbe avere quale logico corollario la libertà del consiglio di amministrazione di non tenerne conto in sede di approvazione delle procedure, financo in caso di parere negativo. Tale conclusione, della cui correttezza, stante il dettato normativo, non vi sono elementi per dubitare, desta tuttavia delle perplessità. Per quanto ipotesi remota, non ci si può non interrogare sugli effetti che il parere negativo dell'esperto indipendente produce sull'approvazione delle procedure. Effetti che, allo stato, parrebbero di poco, se non alcun, impatto. Certo, dell'approvazione delle procedure in

presenza di parere contrario dell'esperto si dovrà dare conto al mercato<sup>126</sup>, mentre la conformità delle procedure ai principi regolamentari è garantita dagli organi di controllo, che su di essa "vigila" ai sensi dell'art. 4, comma 6, del Regolamento. Perché, allora, prevedere la necessità del parere di un esperto indipendente? La domanda è legittima.

Nei contenuti, la delibera dell'adunanza dell'organo amministrativo convocata per l'approvazione delle procedure per le operazioni con parti correlate dovrà, tra gli altri, dettagliatamente riflettere il dibattito consiliare che si sia sviluppato sulla proposta di procedure e sulle, eventuali, proposte di modifiche statutarie. A tale ultimo riguardo, e sempre che ciò sia reso necessario dalla procedura proposta, la delibera potrà dover vertere sulla necessità di introdurre negli statuti la autorizzazione assembleare ex art. 2364, comma 5, c.c., al fine di recepire l'opzione di cui all'art. 8, comma 5, del Regolamento, per l'autorizzazione assembleare al compimento di un'operazione su cui vi sia stato l'avviso contrario degli amministratori indipendenti<sup>127</sup>. Ancora, per consentire il compimento di operazioni in caso di urgenza ex artt. 11, comma 5, e 13, comma 6, del Regolamento, sarà necessario inserire una espressa previsione in statuto e, dunque, espressamente deliberare, in sede consiliare, sulla relativa proposta da sottoporre all'assemblea.

---

<sup>126</sup> Cfr. Comunicazione Consob n. 10094530 del 15 novembre 2010.

<sup>127</sup> La necessità di tale modifica statutaria non dovrebbe, poi, ricorrere nelle società che abbiano adottato il sistema dualistico, cui l'art. 2465, comma 1, n. 5 c.c. non è applicabile (ma in senso contrario, V. SALAFIA, *Le operazioni con parti correlate*, in *Società*, 2010, 739). Inoltre, l'Allegato 2 (paragrafo 2.1, d) richiede nell'omologa situazione di approvazione di un'operazione con l'avviso contrario del comitato di consiglieri indipendenti la necessità che l'operazione sia oggetto di una successiva deliberazione non vincolante dell'assemblea, da convocarsi senza indugio, senza alcun riferimento, quindi, ad un'autorizzazione assembleare.



Si ritiene opportuna, poi, la modifica statutaria volta a sancire la riserva di collegialità, di cui all'art. 8, comma 1, lett. a) del Regolamento, per l'approvazione delle operazioni di maggiore rilevanza con parte correlata<sup>128</sup>; ciò sulla considerazione che la predetta riserva di competenza, che secondo il Regolamento deve essere contemplata nelle procedure, è destinata ad incidere su materia disciplinata da una norma di rango primario (art. 2381 c.c.). A dire il vero, ed in considerazione del dettato di cui all'art. 2381, commi 2 e 3, c.c. (ove è regolata la materia della delega gestoria), potrebbe essere necessario e sufficiente, in sede di adozione delle procedure, rivedere l'assetto delle deleghe promananti dal consiglio di amministrazione, al fine di eliminare eventuali deleghe in contrasto con le sopraggiunte previsioni del Regolamento. Se poi si conviene sul ritenere che l'intero impianto in materia di operazioni con parti correlate ha le proprie fondamenta nella norma, primaria, di cui all'art. 2391 *bis* c.c., ecco che le prescrizioni di "applicazione necessaria" di cui al Regolamento (quelle cioè che individuano ciò che le procedure obbligatoriamente devono prevedere) dovrebbero poter valere ad integrare i dettami del codice civile e a trovare applicazione al di là del relativo recepimento in seno alle procedure e allo statuto delle singole società e, comunque, prevalere su un assetto di ripartizione delle funzioni gestorie che con esse siano in contrasto.

Per chiudere, va infine osservato che sarà opportuno, nell'ottica della eventuale emanazione del comunicato al mercato richiesto dalla

---

<sup>128</sup> Così, A. BUSANI, *Assemblee 2011: passivity rule, parti correlate e Dshr*, in *Società*, 1, 2011, 71.

Comunicazione Consob del 15 novembre 2010, n. 10094530<sup>129</sup>, che le delibere rechino adeguata motivazione delle ragioni addotte a fondamento del parere contrario che sia stato espresso sull'approvazione delle procedure da uno o più amministratori o dall'esperto indipendente. A tutto ciò andrebbero aggiunte, sebbene per la diffusione delle stesse non vi sia alcuna richiesta, le motivazioni che comunque abbiano spinto l'organo deliberante all'adozione delle procedure, pur in assenza del vaglio positivo dell'esperto indipendente o di alcuno tra gli amministratori indipendenti; ché la comunicazione circa la posizione dissonante rispetto all'adozione delle procedure può avere sull'emittente un impatto "reputazionale" in negativo, in risposta alla quale, nel perseguimento di un impatto "reputazionale" in positivo e di un clima di maggiore fiducia ed affidamento verso gli emittenti ed il mercato, giusto è fornire il quadro completo sottostante l'intervenuta adozione delle procedure.

### **3. Le delibere consiliari di approvazione dell'operazione**

---

<sup>129</sup> Con la richiamata Comunicazione Consob ha richiesto che venisse diffuso un comunicato contenente: indicazione della circostanza che la procedura è stata approvata dall'organo di amministrazione in presenza del voto contrario o dell'astensione di uno o più consiglieri ovvero di un parere contrario dell'esperto indipendente; indicazione del nominativo del consigliere o dei consiglieri che hanno espresso voto contrario o si sono astenuti, chiarendo se si tratta di componente esecutivo, non esecutivo, indipendente o tratto da una lista di minoranza ovvero indicazione del nominativo o della denominazione dell'esperto indipendente; indicazione se l'espressione del voto contrario o l'astensione sia avvenuta in sede di adozione del parere previsto dal citato art. 4, comma 3, del Regolamento o in sede di approvazione della procedura da parte dell'organo di amministrazione; indicazione delle motivazioni del voto contrario o dell'astensione ovvero del parere contrario dell'esperto indipendente.

Dopo avere brevemente ricordato<sup>130</sup> le previsioni regolamentari contenenti i principi ed i requisiti minimi delle procedure, ci si soffermerà nelle pagine che seguono sul momento – centrale – dell’approvazione delle operazioni, di minore o di maggiore rilevanza.

Preliminarmente, e ad integrazione delle notazioni che andranno a farsi in merito ai requisiti ed ai contenuti delle delibere che le società, anzi, i relativi organi, dovranno adottare in materia di operazioni con parti correlate, deve mettersi in rilievo che il Regolamento fa espressa salvezza (art. 2, comma 2), tra gli altri, degli articoli del codice civile dedicati agli acquisti da promotori, fondatori, soci e amministratori (art. 2343 *bis* c.c.), alle altre operazioni sulle proprie azioni (segnatamente concessione di prestiti o garanzie per l’acquisto o la sottoscrizione delle proprie azioni, art. 2358 c.c.), ai conflitti di interesse dei soci (art. 2373 c.c.), agli interessi degli amministratori (art. 2391 c.c.) ed alla direzione e coordinamento di società (artt. da 2497 a 2497 *septies* c.c.)<sup>131</sup>.

Le previsioni regolamentari si affiancano e si cumulano, talvolta sovrapponendosi, ai dettami generali del codice civile in materia di funzionamento degli organi e di corretta formazione della relativa volontà sociale.

### *3.1 L’approvazione delle operazioni di minore rilevanza. In particolare, sulla necessità o meno di una delibera di approvazione.*

---

<sup>130</sup> Si veda *supra*, Capitolo III, §§ 2, 3 e 4.

<sup>131</sup> Al riguardo, si vedano le osservazioni di P. FERRO LUZZI, (nt. 43), 7.

Sotto il profilo del procedimento, l'approvazione di un'operazione di minore rilevanza richiede, in via preventiva e preliminare, che un comitato di amministratori non esecutivi e non correlati, in maggioranza indipendenti, ovvero, nelle società con sistema dualistico, un comitato di consiglieri di sorveglianza non correlati, in maggioranza indipendenti o di consiglieri di gestione non esecutivi e non correlati, in maggioranza indipendenti, esprima un "*motivato parere non vincolante*" sull'interesse della società al compimento dell'operazione nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni.

Il Regolamento prevede, a tutela della "*correttezza sostanziale*" (come si trae dall'art. 7, comma 1, lett. d), che l'operazione, preliminarmente all'approvazione, sia sottoposta al vaglio di un ufficio collegiale di amministratori o di consiglieri (di sorveglianza o di gestione) in maggioranza indipendenti; l'eventuale esito negativo di tale valutazione non produce tuttavia alcun effetto sull'approvazione dell'operazione, la quale potrà intervenire nonostante l'avviso contrario degli amministratori indipendenti, fermo però l'obbligo della società di diffondere trimestralmente al mercato un documento recante analitica indicazione delle operazioni approvate in presenza di parere negativo (art. 7, comma 1, lett. g).

Il Regolamento non ha sancito, per le operazioni di minore rilevanza, alcuna riserva di competenza e, pertanto, il relativo compimento potrebbe rientrare nell'ambito delle attribuzioni già delegate a singoli amministratori ovvero a comitati esecutivi costituiti in seno

all'organo amministrativo, senza quindi la necessità dell'adozione di una preventiva delibera<sup>132</sup>.

La scelta del termine "*approvazione*", il quale si rinviene tanto nell'art. 7, quanto nell'omologo art. 1.1 dell'Allegato 2, sembrerebbe però presupporre che il compimento dell'operazione sia necessariamente preceduto da un momento deliberativo. Pur non sancendosi una riserva di competenza in capo al *plenum* dell'organo amministrativo, traspare però la necessità di un formale *placet* verso le operazioni con parti correlate di minore rilevanza. Sì che legittimo pare domandarsi, da un lato, se una delibera di approvazione sia sempre necessaria anche per le operazioni di minore rilevanza; dall'altro, ove la risposta al primo interrogativo sia negativa, quali siano, in assenza di delibera, le formalità per l'*approvazione* dell'operazione che, pure, l'art. 7 e l'art. 1.1 dell'Allegato prevedono.

Un segnale a favore della non necessità in tutti i casi di una delibera di approvazione proviene dal testo della lettera e) dell'art. 7 ( e dell'art. 1.1, Allegato 2), nel quale si prevede che " ... ove applicabile (enfasi aggiunta), *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*". L'inciso "*ove applicabile*" potrebbe infatti leggersi come volto a significare che solo nel caso in cui l'approvazione dell'operazione richieda una delibera, (ciò potrebbe, ad esempio, aversi

---

<sup>132</sup> Così, A. POMELLI, (nt. 48), 645.

nel caso in cui l'operazione sia una fusione, o, ancora, nel caso in cui sia obbligatoria l'adozione di una delibera assembleare ex art. 2343 *bis* c.c.), questa – *rectius*, il relativo verbale – debba necessariamente mettere in rilievo l'interesse della società al compimento dell'operazione, nonché la correttezza e convenienza delle sue condizioni; ma allora, simmetricamente, il medesimo inciso sarebbe dovuto comparire nella lettera c) dell'art. 7 (e dell'art. 1.1, Allegato 2), così da prevedere che la trasmissione con congruo anticipo delle informazioni complete ed adeguate fosse indirizzata verso il comitato di cui alla lettera a) e, solo ove applicabile, all'organo competente a deliberare sull'operazione.

Con l'espressione "*ove applicabile*" potrebbe, ancora, volersi fare riferimento alle ipotesi in cui una delibera debba intervenire per soddisfare obblighi di motivazione rivenienti nelle disposizioni del codice civile di concorrente applicazione, segnatamente l'art. 2391 c.c., che impone di motivare adeguatamente le ragioni e la convenienza per la società di un'operazione rispetto alla quale uno degli amministratori sia portatore di un interesse, proprio o per conto di terzi, e l'art. 2497 *ter* c.c., ove viene prescritto che le decisioni adottate da società eterodirette, quando influenzate dalla società che esercita direzione e coordinamento, devono essere analiticamente motivate e contenere puntuale indicazione delle ragioni e degli interessi posti a base della decisione. In altre parole, l'inciso "*ove applicabile*" potrebbe stare ad intendere che, nel caso in cui il codice civile imponga specifici obblighi di motivazione, questi, se relativi ad operazioni con parti correlate, devono soffermarsi sulla sussistenza degli specifici requisiti "*sul merito*" dell'operazione. Tale lettura si presta

tuttavia ad una facile obiezione: *"interesse della società al compimento dell'operazione e convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni"* è concetto sovrapponibile tanto alle *"ragioni e la convenienza ... dell'operazione"* di cui all'art. 2391 c.c., quanto alle *"ragioni ed agli interessi"* di cui all'art. 2497 *ter* c.c. la cui valutazione abbia inciso sull'adozione di una decisione allineata alle direttive della società che esercita direzione e coordinamento. Ciò che si vuole dire è che la prescrizione regolamentare di adeguatamente motivare nel verbale l'approvazione di un'operazione può risultare superflua laddove, per la concorrente applicazione delle norme del codice poc'anzi richiamate, già vi siano obblighi di *"disclosure"* sul merito dell'operazione, e quindi sulla idoneità della stessa alla realizzazione dell'interesse sociale e sulla assenza di ingiustificati pregiudizi per la società.

Svolgendo oltre le considerazioni, la delibera di approvazione, di per sé non richiesta, potrebbe essere necessitata dalla volontà di discostarsi dal giudizio negativo espresso dal comitato di amministratori (o consiglieri) in maggioranza indipendenti; l'espressione *"ove applicabile"* andrebbe dunque posta in relazione con tale eventualità, e potrebbe essere letta come volta a richiedere, in presenza di un parere non favorevole, l'adozione di una delibera che doverosamente metta in rilievo, a dispetto del giudizio negativo ed a conforto della non condivisione delle conclusioni ivi raggiunte, l'interesse della società al compimento dell'operazione e la convenienza e correttezza delle relative condizioni. Ciò anche in funzione dell'informativa trimestrale da rendere al pubblico (lett. g) dell'art. 7 e dell'art. 1.1, Allegato 2).

Se è vero che ricorre nella norma in esame un dato testuale che evoca la mera eventualità di una delibera, è pur vero che viene difficile scindere l'“*approvazione*” – cui nella norma pure testualmente in più occasioni si discorre – da un momento deliberativo; pensare, in altre parole, ad un'approvazione e non considerare che essa sia espressione della volontà di un organo collegiale; ché se, viceversa, si ha riguardo ad un organo monocratico, non di approvazione sarebbe giusto discorrere, bensì di perfezionamento, di compimento, di conclusione di un'operazione.

L'impianto procedurale per le operazioni di minore rilevanza, così come l'espresso riferimento all'organo competente a deliberare sull'operazione (di cui vi è menzione nella lett. c) dell'art. 7 e dell'art. 1.1 dell'Allegato 2), farebbero propendere per la necessità che l'approvazione di tali operazioni sia espressa mediante una delibera. E al primo interrogativo che ci eravamo qui posti parrebbe potersi dare risposta positiva. Corollario di ciò è tuttavia la riduzione, nei fatti, del divario tra le procedure in esame e quelle per le operazioni di maggiore rilevanza, dovendosi constatare che, in sede di applicazione pratica, anche l'approvazione delle operazioni di minore rilevanza richiederebbe un passaggio consiliare, quantomeno nelle ipotesi in cui il relativo compimento ricada nell'ambito delle competenze del singolo amministratore (o consigliere) delegato.

### *3.2 L'approvazione delle operazioni di maggiore rilevanza*



I dubbi più sopra visti in tema di operazioni di minore rilevanza, relativi alla necessità o meno di una delibera per la relativa approvazione, non si pongono laddove si passi a trattare di operazioni di maggiore rilevanza.

Qui il Regolamento espressamente contempla (art. 8, comma 1 lett. a) e art. 2.1 lett. a) dell'Allegato 2) che le procedure indichino una riserva di competenza a deliberare in capo all'intero consiglio di amministrazione (o di gestione).

L'approvazione di un'operazione di maggiore rilevanza si celebra dunque in seno al *plenum* consiliare ed è preceduta, come è prassi, da una fase di trattative ed istruttoria, nella quale tuttavia, con disposizione di assoluta novità, si prevede a livello legislativo, canonizzandolo quale elemento essenziale dell'intero *iter* procedimentale, l'obbligatorio coinvolgimento di una specifica categoria di soggetti.

Il rispetto di tale ultima previsione, che costituisce uno dei presidi a tutela della correttezza sostanziale delle operazioni di maggiore rilevanza (ex art. 8, comma 1, lett. d) e la cui mancata osservanza – va considerato<sup>133</sup> – potrebbe riflettersi sulla delibera di approvazione e/o sull'operazione medesima, deve venire assicurato mediante un completo e tempestivo flusso informativo, verosimilmente mediante la previsione di specifici obblighi di *reportistica* nei confronti del comitato di amministratori

---

<sup>133</sup> Sul punto, *infra*, Capitolo VI.

(o consiglieri) non correlati e indipendenti o di uno o più componenti dallo stesso delegati<sup>134</sup>.

La delibera di approvazione di un'operazione di maggiore rilevanza deve in più essere preceduta dal motivato parere favorevole del comitato di indipendenti (amministratori o consiglieri, questi ultimi di sorveglianza o di gestione) che valuti l'interesse della società al compimento dell'operazione e la convenienza e correttezza delle relative condizioni. Come per la procedure "minori", dunque, il parere si pone quale condizione di procedibilità dei lavori consiliari e del relativo deliberato, dovendo la decisione assunta dal consiglio, in linea di principio e con alcune eccezioni, essere supportata dal giudizio positivo sul merito dell'operazione.

Per le sole società che adottino il sistema di amministrazione tradizionale o monistico, il Regolamento (art. 8, comma 1, lett. c) peraltro espressamente ammette la possibilità che nelle procedure si contemplino diverse modalità di approvazione dell'operazione, in realtà, e più correttamente, diversi requisiti della delibera di approvazione – alternativi rispetto al preventivo parere del comitato – che in ogni caso garantiscano

---

<sup>134</sup> In tal senso si sono orientate alcune società, in sede di definizione delle procedure. Cfr. "Procedura per le operazioni con parti correlate" adottata dal Consiglio di Amministrazione di Pirelli S.p.A. in data 3 novembre 2010, disponibile all'indirizzo <http://www.it.pirelli.com/web/governance/procedures/rules-conduct/default.page>, ove si prevede la trasmissione al comitato di un *report* con indicazione dei principali elementi dell'operazione, nonché, durante le trattative, la trasmissione con cadenza periodica, almeno trimestrale, di *report* con indicazione di eventuali scostamenti significativi rispetto al *report* precedente.

*“il ruolo determinante”* della maggioranza degli amministratori indipendenti non correlati.

S'è visto<sup>135</sup> in proposito che la stessa Consob, nella Comunicazione, ha in via esemplificativa indicato che sia possibile prevedere, alternativamente al parere del comitato di indipendenti, l'approvazione *“direttamente dal consiglio di amministrazione con doppie maggioranze o quorum rafforzati che attribuiscono un ruolo determinante agli amministratori indipendenti. Ad esempio, [può essere] previsto che l'operazione [sia] approvata dall'organo amministrativo, oltre che con le maggioranze previste dalla legge o dallo statuto, anche con il voto favorevole della maggioranza degli amministratori indipendenti non correlati che compongono tale organo”*<sup>136</sup>.

Dall'insieme delle disposizioni ora richiamate si trae dunque che, dal punto di vista procedimentale, fermo il coinvolgimento del comitato di indipendenti (anche tramite i relativi delegati) nella fase delle trattative e nell'istruttoria<sup>137</sup>, l'*iter* deliberativo per addivenire all'approvazione dell'operazione si snoda attraverso una prima decisione del comitato degli indipendenti (amministratori o consiglieri) volta alla formazione del parere e, quindi, attraverso la delibera del *plenum* consiliare; alternativamente, nelle sole società che non abbiano adottato il sistema dualistico, il primo momento potrà non essere richiesto, potendosi avere l'adozione della sola

---

<sup>135</sup> Cfr. *supra*, Capitolo III, § 4.

<sup>136</sup> Cfr. Comunicazione, Par. 16.1.

<sup>137</sup> Come confermato dalla Consob nella Comunicazione, Par. 16.1.

delibera dell'organo amministrativo con maggioranze rafforzate e/o qualificate.

Sul ruolo determinante della maggioranza in carica<sup>138</sup> degli amministratori indipendenti per l'approvazione dell'operazione, soffermandoci per un momento sui soli dettami procedurali per le società con sistema tradizionale o monistico, vanno svolte alcune, forse ovvie, considerazioni.

Ai fini dell'osservanza del sopra richiamato principio generale indicato dalla Consob, è doveroso ritenere che, pur non essendo espressamente sancito nel Regolamento, il comitato di amministratori indipendenti dovrà essere composto da un numero di componenti tali da assicurare che in sede di decisione sul parere da esprimere rispetto all'operazione proposta l'esito favorevole sia sempre riferibile alla maggioranza in carica degli amministratori indipendenti, ciò pure in presenza dell'eventuale astensione e/o del voto contrario e/o dell'assenza di alcuno dei suoi componenti. Non è sufficiente, in altre parole, che il comitato sia composto dalla maggioranza degli amministratori indipendenti, dovendo all'inverso essere nominati quali relativi componenti un numero di membri tale da garantire che il relativo *quorum* deliberativo equivalga alla maggioranza in carica degli indipendenti. Ove poi, in ipotesi, il comitato sia formato dalla maggioranza degli amministratori indipendenti, il motivato parere favorevole all'approvazione

---

<sup>138</sup> Come precisa, opportunamente, A. BUSANI, (nt. 128), 72.

dell'operazione dovrà essere necessariamente espressione di una decisione unanimemente adottata dai suoi componenti.

Del parere, l'Autorità espressamente richiede che lo stesso sia "favorevole" e "motivato"; che esprima, dunque, la piena condivisione del comitato di indipendenti in merito al contenuto, agli obiettivi ed alle condizioni dell'operazione<sup>139</sup>, fornendo adeguati riscontri delle ragioni poste a base di tale condivisione. Simmetricamente, aggiungiamo, in presenza di procedure che abbiano optato per modalità "alternative" di approvazione dell'operazione allineandosi alle indicazioni sul punto contenute nella Comunicazione, le favorevoli manifestazioni di voto della maggioranza degli amministratori indipendenti richiederanno la espressa e puntuale indicazione delle motivazioni su cui il voto positivo poggia. Diversamente opinando, si introdurrebbe nel sistema un'ingiustificata disomogeneità ed una facile scappatoia, a discapito dell'efficienza dei presidi. Mi spiego. L'obbligo di motivazione del parere favorevole reso dal comitato degli indipendenti vuole consentire la verifica dell'autonomia di giudizio del comitato medesimo nel valutare l'operazione e la bontà della stessa per la società e, quindi, la verifica del diligente adempimento delle funzioni di cui lo stesso, e ciascuno dei suoi membri, è investito; vuole prevenire (e non è detto che vi riesca, ovviamente) il rischio della

---

<sup>139</sup> Viene difficile immaginare che, nella realtà, si possa mai verificare il caso di un parere non favorevole portato in consiglio di amministrazione, tenuto conto della circostanza che il comitato di indipendenti (ovvero alcuni dei suoi componenti) è spettatore attivo di tutta la fase preliminare e preparatoria dell'approvazione, con ampia facoltà di accedere ad informazioni e formulare rilievi. La circostanza è altresì inverosimile anche per la generale tendenza all'interno delle società a svolgere i confronti e le dialettiche interorganiche ed intraorganiche in sedi ufficiose, per poi approdare nelle sede ufficiali sol quando si sia raggiunta una posizione comune.

“cattura” degli amministratori indipendenti da parte degli amministratori esecutivi, della mera ratifica da parte dei primi di decisioni già prese dai secondi. Gli eventuali pareri, in più, sono messi a disposizione del pubblico, secondo il disposto di cui all’art. 5, comma 5, del Regolamento, venendo essi, ed i relativi contenuti, ad assumere una rilevanza non solo interna. Le esigenze sottese agli obblighi di motivazione, cui s’è fatto cenno poc’anzi, rimangono immutate nell’ipotesi in cui l’approvazione dell’operazione piuttosto che transitare per un preventivo parere favorevole, sia rimessa al voto, sempre favorevole, della maggioranza degli indipendenti in carica espresso in seno all’adunanza del consiglio di amministrazione. Le rispettive manifestazioni di voto andranno, pertanto, a mio avviso, debitamente motivate e di ciò il verbale dovrà darne conto.

In termini più generali, inoltre, la delibera di approvazione (sia che sia stata preceduta dal parere sia che venga adottata con maggioranze qualificate) dovrà, per espressa statuizione regolamentare (art. 8, comma 1, che richiama l’art. 7, comma 1, lett. e); e art. 2.1 dell’Allegato 2, che richiama l’art. 1.1., lett. e), adeguatamente motivare l’interesse della società al compimento dell’operazione e la convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni.

Un’ultima puntualizzazione, infine, per chiudere la disamina sulle delibere di approvazione delle operazioni di maggiore rilevanza, segnatamente con riguardo alla natura, vincolante o meno, del parere – meglio, dell’avviso (riproducendo la più generale espressione di cui all’art.

8, comma 2, del Regolamento) – del comitato degli indipendenti sull'operazione, ed ai relativi effetti sulla delibera.

Nelle società che adottano il sistema di amministrazione e controllo tradizionale o monistico, l'avviso è atto variamente vincolante. Nel senso che esso è per sua natura vincolante, salvo il caso in cui nelle procedure si sia introdotta l'eccezione di cui all'art. 8, comma 2, del Regolamento, che consente al consiglio di amministrazione di approvare l'operazione "*nonostante l'avviso contrario*" del comitato di indipendenti allorché il compimento dell'operazione sia stato autorizzato dall'assemblea ai sensi dell'art. 2364, comma 1, numero 5, c.c.<sup>140</sup>.

In assenza del recepimento nella procedura di quanto previsto dall'art. 8, comma 2, l'operazione di maggiore rilevanza può essere approvata solo se vi sia stato un giudizio positivo sulle relative finalità e sulle relative condizioni; mentre l'avviso contrario ne impedisce la valida approvazione.

Se, all'inverso, nelle procedure si sia prevista la possibilità di un *overruling* dell'avviso contrario del comitato degli indipendenti, l'approvazione dell'operazione potrà intervenire e si svolgerà, verosimilmente, attraverso tre delibere: la prima, del consiglio di amministrazione che, di fronte all'avviso contrario della maggioranza degli amministratori indipendenti in carica, decida di volersene discostare e per l'effetto deliberi di convocare l'assemblea per sollecitare l'autorizzazione

---

<sup>140</sup> Sulle delibere assembleari, sul c.d. *whitewash* e sul ruolo dell'assemblea, *infra* in questo Capitolo, § 4.

ex art. 2364, comma 1, numero 5), c.c.; la seconda, dell'assemblea ordinaria, che conceda l'autorizzazione al compimento dell'operazione; infine, la terza, del consiglio di amministrazione, che approvi l'operazione.

### *3.3 Alcune peculiarità per l'approvazione delle operazioni nelle società che adottano il sistema di amministrazione e controllo dualistico*

Seppur assimilabili e accomunati dalla presenza di prescrizioni analoghe, i principi per le procedure nelle società che adottano il sistema di amministrazione e controllo tradizionale o monistico e quelli per le procedure nelle società con sistema dualistico sono stati dalla Consob nitidamente differenziati<sup>141</sup> mediante l'introduzione, nell'Allegato 2 al Regolamento, di un nucleo di disposizioni autonome.

Nello scorrere i contenuti minimi indicati dall'Autorità per le procedure nelle società con sistema dualistico ci si avvede di alcune peculiari disposizioni, sulle quali vale la pena soffermarsi.

La prima, comune a tutte le procedure nelle società con sistema dualistico (quindi, non solo quelle per le operazioni di minore e maggiore

---

<sup>141</sup> Come rilevato da V. CARIELLO, (nt. 79), 67-69, rispetto alla bozze di articolato sottoposte a consultazione, con l'adozione del Regolamento Consob ha optato per una tecnica dispositiva "che non appiattisce il dualistico sul tradizionale", essendosi bandito "pressoché totalmente il ricorso alla tecnica del rinvio e/o del richiamo alla normativa regolamentare" dettata per il sistema tradizionale. In altre parole, "la Consob [...] è passata da un'impostazione che disciplinava il dualistico mediante un'accentuata omologazione al tradizionale [...] a una che cerca di evidenziare la specificità del primo e di coglierne le peculiarità delle diverse variabili organizzative concretamente perseguibili".



rilevanza, ma anche per le operazioni strategiche), è la regola che impone ai consiglieri di sorveglianza, ove abbiano un interesse, per conto proprio o di terzi, nell'operazione, di darne notizia agli altri consiglieri, precisandone la natura, i termini e la portata (art. 1.1 lett. d, anche richiamato dall'art. 2.1; art. 3.1 lett. g).

Per espressa ammissione dell'Autorità di Vigilanza, *"tal[e] prevision[e] è mutuata dall'art. 2391 del codice civile ("Interessi degli amministratori"), norma che, nel dualistico, ai sensi del codice civile, risulta applicabile ai consiglieri di gestione e non ai consiglieri di sorveglianza"*<sup>142</sup>.

In capo a questi ultimi, dunque, mediante una positiva regola di condotta, vengono posti specifici obblighi di *disclosure* rispetto all'operazione che si intende compiere. Il punto, relativo alla possibile applicazione analogica dell'art. 2391 c.c.<sup>143</sup> ai consiglieri di sorveglianza è

<sup>142</sup> Cfr. Primo Documento di Consultazione, 80-81.

<sup>143</sup> È favorevole ad un'estensione dell'art. 2391, commi 1 e 2 c.c., ai consiglieri di sorveglianza, in caso di loro competenza deliberativa ex art. 2409 *terdecies*, comma 1, lett. *f bis*, c.c., V. CARIELLO (nt. 79), 94-98, in nota 63, ciò, sia sotto un profilo teleologico, in considerazione della esistenza della più generale regola di condotta che impone loro di esercitare doveri, diritti e competenze nell'interesse della società; ma altresì sulla base *"della considerazione di ordine metodologico ed ermeneutico secondo cui si può professare un'applicazione analogica di disposizioni direttamente dettate per l'attività deliberativa del consiglio di gestione ad analoga attività del consiglio di sorveglianza allorché in quest'ultima si esprima l'esercizio di funzioni che rivelano una connotazione (anche) "gestionale" dell'impresa, analoga a quella posta alla base della formulazione delle medesime disposizioni e alla loro applicazione all'organo amministrativo e ai suoi componenti"*. Lo stesso autore propende inoltre, e sulla scorta delle medesime considerazioni, per l'applicazione analogica degli obblighi di *disclosure* ex art. 2391, commi 1 e 2, c.c. anche alle altre decisioni del consiglio di sorveglianza, diverse da quelle relative alle operazioni strategiche, che comunque siano relative ad atti pertinenti alla gestione dell'impresa o comunque rilevanti per la gestione dell'impresa.

così affrontato dall'Autorità e risolto con l'introduzione di una regola positiva che sancisce espressamente obblighi informativi in capo ai consiglieri di sorveglianza interessati.

Obblighi che, è stato rilevato<sup>144</sup>, devono intendersi prescritti in capo a tutti i consiglieri di sorveglianza, e non solo a coloro che compongono il comitato chiamato a svolgere la funzione consultiva prevista dalle procedure. Quanto ai destinatari della relativa comunicazione, la norma regolamentare genericamente si riferisce "*agli altri consiglieri*", facendo così sorgere l'interrogativo circa l'esatta portata soggettiva, dal lato "passivo", della relativa disposizione, se cioè riferita esclusivamente agli altri consiglieri di sorveglianza, o anche ai consiglieri di gestione.

La risposta deve essere, a mio avviso, a favore di una portata soggettiva ampia, che abbia riguardo indistintamente a tutti i consiglieri, di sorveglianza e di gestione. Se, da un lato, gli obblighi informativi fatti gravare sui consiglieri di sorveglianza interessati assolvono alla funzione di fare emergere, in seno all'organo chiamato a svolgere funzioni di vigilanza, interessi particolari di alcuni, capaci di inquinare il corretto svolgersi delle funzioni medesime; dall'altro essi si innestano in un più complesso assetto regolamentare che, tra gli altri, si poggia sulla trasparenza e sui flussi informativi per assicurare la completa e puntuale ponderazione di tutti gli interessi e criticità coinvolti dal compimento di una data operazione con parte correlata. E sul compimento, o anche sul non compimento, sono chiamati alla fine a decidere i consiglieri di

---

<sup>144</sup> V. CARIELLO, (nt. 79), 94.

gestione, sì che parrebbe irragionevole – ed incoerente con il sistema – escludere questi ultimi dal flusso relativo alla sussistenza di interessi (conflittuali o meno) in capo ad alcuni componenti del consiglio di sorveglianza.

Per muovere oltre sulle peculiarità dell'articolato regolamentare dedicato alle procedure per le società che abbiano adottato il sistema dualistico, e, in particolare, ai requisiti delle relative delibere, va messa in luce la circostanza che, tanto per le operazioni di minore rilevanza quanto per le operazioni di maggiore rilevanza, il parere del comitato (sia che sia esso si componga di consiglieri di sorveglianza, sia che esso sia, all'inverso, composto da consiglieri di gestione), ovvero del singolo consigliere di gestione indipendente non correlato, abbia sempre natura "*non vincolante*"<sup>145</sup>.

La previsione, per quel che riguarda le operazioni di minore rilevanza, è simmetrica a quanto previsto per le società che abbiano adottato il sistema di amministrazione e controllo tradizionale o monistico; il preventivo parere è requisito, condizione per l'approvazione dell'operazione, ma esso non deve necessariamente essere favorevole. Viene espressamente richiamato l'art. 7, comma 1, lett. g: si contempla, quindi, la possibilità che l'approvazione intervenga in presenza di parere negativo, fermi restando gli obblighi di informativa al pubblico da ciò discendenti.

---

<sup>145</sup> Cfr. Allegato 2, par. 1.1, lett. a), 2.1, lett. c), richiamato anche dal par. 2.2, par. 2.2, lett. d) ii).

Per le operazioni di maggiore rilevanza, diversamente da quanto dettato per le società con sistema tradizionale o monistico, ove si richiede espressamente il parere favorevole e – si ritiene – vincolante del comitato degli indipendenti, nelle società con sistema dualistico il comitato degli indipendenti esprime, prima dell'approvazione dell'operazione da parte del consiglio di gestione, un motivato parere non vincolante; parere dal quale l'organo competente a deliberare potrà discostarsi, così adottando una delibera ad esso difforme, salvo dovere poi sottoporre l'operazione, la quale rimane in ogni caso efficace, ad una *“deliberazione non vincolante dell'assemblea ordinaria, da convocarsi senza indugio”*.

Alla luce di considerazioni di tipo sistematico, la scelta di una differenziazione della disciplina potrebbe trovare ragione nella volontà dell'Autorità di Vigilanza di non alterare l'assetto e gli ambiti di competenza degli organi di amministrazione e controllo nelle società con sistema dualistico. In altre parole, le procedure in tali società devono tener conto della circostanza che la funzione consultiva è attribuita pur sempre ad esponenti dell'organo di controllo (laddove nelle società con sistema tradizionale o monistico il comitato si compone all'interno dell'organo amministrativo) la cui partecipazione o il cui ruolo determinante non può sfociare in un'attiva e determinante partecipazione nella scelta per il compimento o meno dell'operazione; scelta che, in quanto gestionale, deve rimanere esclusiva prerogativa dell'organo di gestione.

Tale argomentare trova conferma nelle disposizioni dettate per l'approvazione delle operazioni strategiche (di minore o di maggiore rilevanza). Qui il consiglio di sorveglianza è chiamato a deliberare ai sensi dell'art. 2409 *terdecies*, lettera f) *bis*, c.c. ed il suo coinvolgimento nell'approvazione dell'operazione strategica con parte correlata non altera il sistema di competenze tratteggiato dal codice civile. Il comitato di indipendenti costituito all'interno dell'organo di controllo deve esprimere un motivato parere favorevole sull'operazione strategica con parte correlata. Tale parere, salvo il caso in cui le procedure contemplino la regola opzionale di sblocco di cui all'Allegato 2, par. 3.1, lett. d), seconda parte<sup>146</sup>, è vincolante per il consiglio di sorveglianza, che potrà esprimere valutazione positiva, e dunque approvare l'operazione solo in presenza di un parere favorevole.

Tornando all'approvazione delle operazioni di maggiore rilevanza non strategiche, si rinvia nell'Allegato 2, al par. 2.2, anche un *iter* alternativo, il quale poggia sui consiglieri di gestione indipendenti.

Anche nell'ipotesi ora in esame, in cui la funzione consultiva è attribuita ad un comitato di consiglieri di gestione indipendenti non correlati ovvero al singolo consigliere di gestione indipendente non correlato, il motivato parere che deve precedere l'approvazione dell'operazione da parte del *plenum* dell'organo gestorio è non vincolante. La disposizione introduce un regime disallineato rispetto a quanto previsto

---

<sup>146</sup> Il quale prevede che le procedure consentano al consiglio di sorveglianza di deliberare in favore dell'operazione nonostante il parere negativo del comitato, purché l'operazione, ferma la relativa efficacia, sia successivamente oggetto di una deliberazione non vincolante dell'assemblea ordinaria, da convocarsi senza indugio.

per le società che adottano il sistema tradizionale o monistico, senza che ciò possa a mio avviso trovare giustificazione nelle specificità del sistema dualistico<sup>147</sup>.

Il parere è espresso infatti da esponenti dell'organo gestorio, sì che un loro ruolo determinante nell'approvazione dell'operazione (al pari di quanto previsto dall'art. 8 del Regolamento) non equivarrebbe ad alterare il sistema di competenze tratteggiato dalle norme di sistema. La stessa approvazione dell'operazione in presenza dell'avviso contrario, anziché essere in ogni caso ammessa, avrebbe potuto rappresentare una scelta opzionale, eventualmente da esprimere in sede di adozione delle procedure. Viceversa, nella disciplina positiva che si rinviene al par. 2.2, l'approvazione dell'operazione da parte del consiglio di gestione in presenza di parere contrario è sempre ammessa; a seconda di quanto previsto nelle procedure, poi, l'*iter* verrà a completarsi o con una successiva deliberazione non vincolante dell'assemblea ordinaria da convocarsi senza indugio, ferma l'efficacia dell'operazione, ovvero con una preventiva e motivata, oltre che non vincolante, valutazione

---

<sup>147</sup> Sul punto, e sulle motivazioni della scelta operata dalla Consob, cfr. V. CARIELLO (nt. 79), 76-77, il quale rileva che tra le possibili alternative l'Autorità si sia indirizzata verso la soluzione che perseguisse un'uniformità regolamentare del sistema dualistico e, dunque, prevedesse che, indipendentemente dal fatto che il comitato fosse composto da consiglieri di gestione o di sorveglianza, il relativo parere fosse sempre non vincolante; ciò anche considerandosi che, in seno al sistema dualistico, la natura vincolante del parere proveniente dagli esponenti dell'organo gestorio avrebbe rischiato di essere insuperabile, non potendosi fare ricorso né all'autorizzazione di un comitato di consiglieri di sorveglianza, essendo l'intervento deliberativo di quest'organo limitato alle sole ipotesi di cui all'art. 2409 *terdecies*, comma 1, lett. f) *bis*, c.c., né all'autorizzazione assembleare ex art. 2364, comma 1, n. 5, c.c.. In alcune previsioni dell'Allegato 2 M. MAUGERI (nt. 104), 890 in nt. 6 *ivi*, ravvisa il segno della piena consapevolezza da parte della Consob della «*precisa "specificità" organizzativa*» del sistema di amministrazione e controllo dualistico.

sull'operazione (della cui efficacia o meno, nel frattempo, nulla si dice) da parte di un comitato di consiglieri di sorveglianza indipendenti non correlati.

Nel caso, poi, si optasse per la deliberazione non vincolante dell'assemblea ordinaria, troverebbero applicazione gli obblighi di informativa al pubblico di cui al par. 2.1, lett. d), in quanto espressamente richiamato; mentre nessuna informativa sembrerebbe richiesta laddove la scelta dovesse ricadere sul parere del comitato di consiglieri di sorveglianza indipendenti.

#### **4. Le delibere assembleari**

Il Regolamento sollecita non poche riflessioni allorché si passi alla lettura delle disposizioni che prevedono il coinvolgimento dell'assemblea dei soci nell'ambito delle procedure per l'approvazione delle operazioni con parti correlate. Riflessioni sia in tema di "funzionamento " dell'assemblea, sia di rapporti tra quest'ultima e gli altri organi sociali (di amministrazione e di controllo).

Infatti, oltre che partecipe nelle ipotesi in cui l'operazione di cui si propone il perfezionamento rientri nella sfera delle proprie competenze, nel qual caso si prevedono regole volte a sterilizzare il voto di soci correlati, l'assemblea assurge nell'impianto regolamentare a sede per la risoluzione di eventuali conflitti interorganici originati da eventuali pareri

negativi sull'interesse della società al compimento di un'operazione con parte correlata e sulla convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni. Il ricorso all'assemblea, in questa seconda ipotesi, si presenta variamente modulato, a seconda che ci si muova all'interno dei dettami per le società che abbiano adottato il sistema tradizionale o monistico ovvero di quelli fissati per le società governate con sistema dualistico.

Gli ambiti di intervento riservati all'assemblea costituiscono, forse, uno dei punti di maggiore interesse della disciplina Consob in materia di operazioni con parti correlate. In considerazione delle peculiarità degli assetti proprietari delle nostre società quotate (o degli emittenti diffusi) la Commissione non ha accentrato sull'approvazione dei soci il sistema dei presidi a difesa dei possibili abusi portati dalle operazioni in esame; cionondimeno, nell'impianto regolamentare, l'assemblea, senza divenire organo competente ad approvare tali operazioni, è chiamata in causa nella circostanza – più critica – in cui vi sia stata una valutazione negativa sulle operazioni da parte del comitato degli indipendenti. Ciò avviene, nelle società che abbiano adottato il sistema tradizionale o monistico, sotto forma di autorizzazione al compimento dell'operazione *ex art. 2364, comma 1, numero 5) c.c.*; e, nelle società dualistiche, sotto forma di deliberazione non vincolante dell'assemblea ordinaria.

#### *4.1 Le delibere in caso di operazioni di competenza assembleare*



L'articolo 11 del Regolamento dovrebbe essere dedicato ai principi cui conformarsi per le ipotesi in cui l'approvazione dell'operazione compete all'assemblea. Dovrebbe, perché, salvo la previsione del *whitewash* relativo alle proposte per le operazioni di maggiore rilevanza portate in assemblea nonostante l'avviso contrario degli indipendenti e le disposizioni per le delibere in caso di urgenza collegata a situazioni di crisi aziendale, l'art. 11 del Regolamento nulla prevede in merito all'approvazione assembleare dell'operazione, limitandosi piuttosto a disciplinare le regole attinenti al momento, prodromico, dell'approvazione della proposta da portare in assemblea.

Ed infatti, ove si tratti di operazione di minore rilevanza, la proposta di deliberazione da sottoporre all'assemblea dovrà essere stata adottata nel rispetto di regole conformi alle disposizioni recate dall'art. 7 e dal paragrafo 1 dell'Allegato 2 del Regolamento. L'assemblea dovrà pertanto deliberare a favore o contro un'operazione con riferimento alla quale sia stato espresso il parere preventivo, motivato e non vincolante, del comitato di indipendenti e vi sia stata l'approvazione da parte dell'organo amministrativo.

La proposta di deliberazione potrà approdare in assemblea sia che vi sia stato un preventivo motivato parere favorevole, sia, all'inverso, che il comitato degli indipendenti abbia espresso parere negativo. L'assemblea delibera secondo le usuali maggioranze (di legge o di statuto) a seconda che sia ordinaria o straordinaria, senza la previsione di alcun meccanismo di sterilizzazione del voto di soci correlati, neppure nelle ipotesi in cui la

deliberazione da adottare abbia riguardo ad un'operazione sul cui merito vi sia stata una valutazione negativa.

L'approvazione, in sede assembleare, dell'operazione di minore rilevanza nonostante il parere contrario degli indipendenti è destinata (quasi) a passare inosservata; se da un lato, ai sensi dell'art. 7, comma 1, lett. g), dell'approvazione della proposta si farà menzione nel documento informativo trimestrale, non si rinviene nell'articolato regolamentare alcuna previsione relativa ad obblighi informativi relativi all'intervenuta approvazione dell'operazione da parte dell'assemblea. È verosimile ritenere che nel riferire dell'approvazione della proposta da parte dell'organo gestorio, per completezza, si renda anche conto del voto assembleare favorevole, senza che però ciò risponda ad una specifica previsione del Regolamento.

S'è scelto, inoltre, di non introdurre alcuna previsione speciale in tema di funzionamento dell'assemblea e di formazione della volontà sociale mediante la relativa delibera. L'assemblea approverà, dunque, con le usuali maggioranze di rito, previste *ex lege* o statutariamente, e, così, anche con il voto determinante dei soci correlati<sup>148</sup>. Viene però da domandarsi se tale scelta sia in linea con le esigenze di tutela sottese all'intera disciplina regolamentare e se non fosse stato opportuno estendere anche alle operazioni di minore rilevanza il *whitewash* previsto, più oltre nella norma, per il compimento delle operazioni di maggiore

---

<sup>148</sup> I quali, ponendo in positivo la definizione che si rinviene nel Regolamento (art. 3, comma 1, lett. l), sono i soggetti ai quali spetta il diritto di voto che siano la controparte di una determinata operazione o soggetti correlati sia alla controparte di una determinata operazione sia alla società.

rilevanza. Certo, troveranno applicazione le disposizioni del codice civile in tema di voto e relativo esercizio e, così, in ossequio all'art. 2373 c.c., ad esempio, ove l'approvazione sia intervenuta con il voto determinante del socio correlato portatore di un interesse in conflitto con quello della società, la relativa delibera sarà impugnabile ex art. 2377 c.c.; tuttavia, in un'ottica di maggiore protezione, la previsione di meccanismi di veto in capo ai soci non correlati, nell'ipotesi in cui la proposta di operazione non sia accompagnata da una valutazione positiva, sarebbe stata forse opportuna.

Anche per le operazioni di maggiore rilevanza di competenza assembleare, la fase delle trattative, la fase istruttoria e la fase di approvazione della proposta di deliberazione da sottoporre all'assemblea devono svolgersi nel rispetto di regole conformi a quelle dettate per le procedure di approvazione da parte dell'organo gestorio, con esclusione di quanto da esse previsto in materia di assemblea.

Il Regolamento prevede espressamente la possibilità di sottoporre all'assemblea una proposta di deliberazione per la quale vi sia stato l'avviso contrario degli amministratori o dei consiglieri indipendenti, ma in tale caso le procedure dovranno contenere regole volte ad impedire il compimento dell'operazione qualora la maggioranza dei soci non correlati votanti abbia espresso voto contrario all'operazione. Al fine di evitare che il potere di veto si concentri nelle mani di esigue minoranze, le procedure possono anche prevedere che il compimento delle operazioni sia impedito solo ove la percentuale di soci non correlati presenti in assemblea

rappresentino almeno una quota determinata del capitale sociale con diritto di voto, in ogni caso non superiore al dieci per cento.

Quanto sopra previsto, che introduce nel nostro sistema un meccanismo di *whitewash* del voto assembleare, va ad aggiungersi alle previsioni del codice, in particolare agli articoli 2368 c.c., 2369 c.c. e 2373 c.c., ed alle previsioni statutarie eventualmente richieste dalla legge in tema di funzionamento dell'assemblea.

Il *quorum* deliberativo per il *whitewash*, che ha riguardo ai soggetti "votanti", si calcola confrontando voti favorevoli e voti contrari, senza tener conto degli astenuti (Comunicazione, par. 17). Inoltre, trattandosi di maggioranza dei "*soci non correlati votanti*", la norma allude a una maggioranza da calcolarsi su coloro che sono presenti o rappresentati in assemblea.

Viene da domandarsi se il meccanismo di *whitewash*, mutuato dagli ordinamenti stranieri<sup>149</sup>, sia consentito nel nostro ordinamento. In altre parole, è possibile introdurre un rafforzamento del *quorum* deliberativo non solo, e non tanto, legato a maggioranze qualificate, bensì a voti qualificati? Nella legge primaria, è stato osservato, l'art. 2373 c.c. non impedisce il voto del socio in conflitto, bensì introduce la possibilità di annullare la delibera che sia stata adottata con il voto determinante di questi<sup>150</sup>. Va detto che l'art. 11 del Regolamento non impedisce ai soci

---

<sup>149</sup> Primo Documento di consultazione, pag. 78.

<sup>150</sup> M. BAGLIONI, G. GRASSO, (nt. 77), 732, i quali riferiscono del rilievo in tal senso emerso in sede di consultazione.

correlati di esprimere il proprio voto, bensì ne “sterilizza” la portata, affiancandovi – e sempre che sia stata introdotta una specifica previsione statutaria – il voto favorevole anche della maggioranza dei soci non correlati votanti. E del resto la doppia maggioranza già si ritrova nel dettato codicistico, prevedendo l’art. 2393, comma 6, c.c. che la rinuncia o transazione dell’azione sociale di responsabilità possa essere approvata dall’assemblea solo ove non consti il voto contrario della minoranza<sup>151</sup> di soci.

La base, poi, sulla quale lo speciale *quorum* per il *whitewash* viene a formarsi denota l’intenzione del regolatore di premiare l’attivismo dei soci, oltre che la consapevolezza di non poter introdurre meccanismi che possano prestarsi a facili strumentalizzazioni. Così, la maggioranza di soci non correlati dovrà formarsi rispetto ai soci votanti e, dunque, presenti o rappresentati, non rispetto alla percentuale di capitale complessivamente detenuta dai soci non correlati.

Una notazione, inoltre, terminologica sull’art. 11, comma 3, del Regolamento. Stando alla lettera della norma, il *whitewash*, fermi gli articoli 2368 c.c., 2369 c.c. e 2373 c.c. – tutti recanti disposizioni in tema di maggioranze assembleari e relative delibere – non inciderebbe sull’*approvazione* dell’operazione (e dunque sul momento deliberativo) bensì sul *compimento* dell’operazione (e dunque, sull’esecuzione della delibera). Nonostante questa confusione tra il momento deliberativo ed esecutivo, l’interpretazione più ragionevole sembra essere quelle che

---

<sup>151</sup> Rappresentanti almeno il quinto del capitale sociale o, nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, almeno un ventesimo del capitale sociale, ovvero ancora la misura prevista statutariamente per l’esercizio dell’azione sociale di responsabilità ex art. 2393 *bis* c.c..

ravvisa nel *whitewash* un meccanismo di qualificazione del *quorum* assembleare e, dunque, previsione destinata ad incidere sulla adozione o meno di una delibera di approvazione o autorizzazione dell'operazione. Ed in tal senso porta a concludere anche il comma 5 dell'art. 11, che identifica nel comma 3 (e dunque nel *whitewash*) una modalità secondo cui l'assemblea delibera.

L'art. 11 del Regolamento offre, ancora, ulteriori spunti di analisi.

Le deliberazioni assembleari, come già osservato, sono legate alla presentazione da parte dell'organo amministrativo di una espressa proposta<sup>152</sup>. Si pone al riguardo la questione circa la possibilità o meno per l'assemblea di apportare alla proposta sottoposta a deliberazione eventuali modifiche, ciò anche in considerazione del complesso *iter*, ispirato alle regole procedurali di cui agli articoli 7 e 8 del Regolamento, attraverso il quale la proposta di deliberazione deve transitare.

Da un lato, anche richiamandosi agli orientamenti dottrinari in materia di modificabilità del progetto di bilancio in sede di approvazione assembleare<sup>153</sup> ed alla possibilità, oggi codificata<sup>154</sup>, che la decisione

---

<sup>152</sup> Come osservato da P. ABBADESSA, *Assemblea ed operazioni con parti correlate (prime riflessioni)*, in *Le operazioni con parti correlate*, Atti del Convegno Università Cattolica del Sacro Cuore, Piacenza 19 novembre 2010, V. CARIELLO (a cura di), 17 ss, il quale rileva che il Regolamento arricchisce il novero delle delibere assembleari che devono necessariamente essere precedute da un atto propositivo dell'organo amministrativo, come per il bilancio, la fusione e la scissione.

<sup>153</sup> Sul punto, ed a favore del potere dell'assemblea di apportare direttamente modifiche al progetto di bilancio, G.E. COLOMBO, *La formazione del bilancio*, in *Trattato delle società per azioni. Bilancio d'esercizio e consolidato*, 7\*, Torino, 1994, 421, ove ampi ragguagli

(assembleare) in ordine alla fusione apporti modifiche al progetto, con il solo limite che queste non incidano sui diritti di soci o dei terzi, è verosimile ammettere la possibilità che l'assemblea compia interventi modificativi rispetto alla proposta di deliberazione; ciò di cui si dubita è la possibilità che, a seguito di tale modifica, si possa giungere alla approvazione o all'autorizzazione assembleare nella medesima seduta. Se è vero che il rispetto delle regole di cui agli articoli 7 e 8 del Regolamento è imposto con esclusivo riguardo alla proposta da sottoporre all'assemblea; è pur vero che in presenza di modifiche, più o meno rilevanti, alle condizioni dell'operazione, risultanti dal dibattito assembleare e dalla conseguente deliberazione, dovrà aversi una nuova valutazione, un nuovo parere del comitato degli indipendenti sull'interesse della società al compimento dell'operazione e sulla convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni. Ciò, per coerenza con l'intero sistema. A meno di non concludere che in caso di modifica della proposta, adeguata motivazione circa il permanere, nonostante la modifica, delle circostanze positivamente scrutinate in sede di predisposizione della proposta, sia fornita dal comitato degli indipendenti nel corso della stessa assemblea. Diverso il caso in cui la modifica apportata in sede assembleare sia allineata, ad esempio, alle osservazioni contenute nella valutazione negativa espressa in merito alla proposta. In

---

bibliografici sia della conforme opinione dominante sia dell'opinione minoritaria che, viceversa, tale potere contesta.

<sup>154</sup> Art. 2502, ult. comma, c.c., il quale nel testo modificato a seguito della novella del 2003 – come messo in luce da F. ANCHINI, *Sub art. 2502*, in *Commentario breve al diritto delle società*, A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), Milano, 2011, 1473 ss. – ha accolto l'orientamento dottrinario e giurisprudenziale precedente la riforma che riteneva possibili le rettifiche degli errori materiale e le modifiche derivanti da adeguamenti statuari a norme di legge o anche le modifiche non pregiudizievoli dell'affidamento dei soci o dei terzi.

altre parole, potrebbe verificarsi il caso in cui il parere negativo del comitato degli indipendenti sulla proposta sia vincolato alla previsione di una determinata condizione dell'operazione, la cui sussistenza abbia cagionato la valutazione sfavorevole; ben potrebbe l'assemblea rimuovere detta condizione, conformando l'operazione alle indicazioni provenienti dall'ufficio consultivo e così procurando il giudizio positivo sull'operazione.

Quelli sopra delineati sono alcuni (ma, a ben pensare, altri potrebbero anche esservi) degli interrogativi sollecitati dalle disposizioni relative alle operazioni di competenza assembleare, con riferimento alle quali la disciplina si presenta invero lacunosa.

#### *4.2 Il ruolo dell'assemblea nei casi di preventivo parere negativo*

Nelle società amministrate secondo il modello tradizionale o monistico l'assemblea viene chiamata in causa per dirimere l'eventuale contrasto tra il consiglio di amministrazione e gli amministratori indipendenti in merito ad operazioni di maggiore rilevanza. Il Regolamento consente infatti che le procedure possano contemplare l'autorizzazione assembleare ex art. 2364, comma 1, n. 5) c.c. (ove previsto dallo statuto) ai fini del compimento di operazioni approvate dal consiglio di amministrazione nonostante l'avviso contrario degli amministratori indipendenti.



La norma del codice ora richiamata, lo ricordiamo, sancisce la competenza assembleare a deliberare “*sulle autorizzazioni eventualmente richieste dallo statuto per il compimento di atti degli amministratori*”; norma che, letta unitamente all’art. 2380 *bis* c.c., costituisce il limite delle competenze dell’assemblea in ambito gestionale<sup>155</sup>. Se, tipicamente, l’autorizzazione assembleare prevista in statuto per il compimento da parte degli amministratori di determinati atti è rivolta ad operazioni dalla notevole portata strategica, vicine quasi ad una modifica nei fatti dell’oggetto sociale, nell’ambito delle operazioni con parti correlate tale autorizzazione consente al consiglio di amministrazione di superare il dissenso degli amministratori indipendenti e di approvare quindi l’operazione. Prima ancora che indirizzata alla rimozione di un ostacolo al compimento dell’operazione con parte correlata, l’autorizzazione assembleare è addirittura presupposto per l’approvazione dell’operazione da parte del consiglio e, poi, per il compimento dell’operazione. L’assemblea, nel caso di specie, per scelta originale del regolatore, interviene dunque per dirimere un conflitto intraorganico, prima ancora che per autorizzare il compimento di un determinato atto. La delibera di autorizzazione dovrà essere adottata osservandosi il *whitewash* di cui all’art. 11, comma 3, del Regolamento; e dunque con il voto favorevole della maggioranza dei soci non correlati votanti. La scelta, l’abbiamo detto, è originale, sì, ma di dubbia efficienza, sia per i tempi ed i costi

---

<sup>155</sup> Sul’art. 2364, comma 1, n. 5) c.c. e sulle competenze gestionali dell’assemblea, *ex multis*, P. ABBADESSA, *L’assemblea nella s.p.a.: competenza e procedimento nella legge di riforma*, in *Giur. Comm.*, 2004, I, 542 ss.; G.B. PORTALE, *Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber Amicorum Gian Franco Campobasso, P. ABBADESSA, G.B. PORTALE (diretto da), 2, *Assemblea-Amministrazione*, Milano, 2006, 5 ss.; P. ABBADESSA, A. MIRONE, *Le competenze dell’assemblea nelle s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2010, 2-3, 269 ss.

dell'attivazione della procedura, sia per il probabile scarso recepimento di tale opzione nelle procedure, in ragione del pregiudizio reputazionale conseguente all'emersione esterna dei dissensi tra organi<sup>156</sup>. Ma a ciò si aggiunga anche che non può escludersi che il meccanismo dell'autorizzazione assembleare sia destinato a fomentare tensioni e conflitti all'interno delle società, estendendoli anche all'assemblea, laddove questa decidesse di andare "contro" il parere degli amministratori indipendenti.

Per svolgere ancora ulteriori considerazioni sul peculiare ruolo riservato all'assemblea, chi scrive prova poi un certo scetticismo verso la possibilità che l'autorizzazione assembleare si possa fondare su di un'approfondita disamina dell'operazione e delle sue condizioni, pari a quella svolta dagli amministratori indipendenti. In altre parole, con quali strumenti l'assemblea valuterà le contrapposte posizioni? Dovrà essa stessa entrare nel merito dell'operazione proposta, ovvero fungerà da mero *arbiter* tra due contrapposte "fazioni"? Su tale fronte il Regolamento – in altre occasioni ricco di dettagliate prescrizioni – tace. È verosimile pensare che il più delle volte l'autorizzazione sarà piuttosto un "atto di fede" dei soci nei confronti, principalmente, degli amministratori esecutivi, sostanziandosi quindi in una mera adesione alle istanze della maggioranza dell'organo amministrativo.

Poteva, forse, rappresentare una soluzione di maggiore efficienza – ed anche di maggiore coerenza rispetto alla scelta di non fare

---

<sup>156</sup> Questo il giudizio di P. ABBADESSA, (nt. 152), 19.

dell'assemblea il pilastro della disciplina in materia di operazioni con parti correlate – la rimessione della risoluzione del conflitto intraorganico ad un esperto indipendente, le cui competenze specifiche e la cui professionalità avrebbero potuto fornire anche elementi di maggiore garanzia della scelta, infine eventualmente operata, a favore del compimento dell'operazione.

Se ci si sposta, poi, all'Allegato 2, dedicato alla disciplina per le società che adottano il modello dualistico, il coinvolgimento dell'assemblea assume caratteri ancor più peculiari. In presenza del parere negativo del comitato di indipendenti, l'operazione potrà essere approvata<sup>157</sup> dal consiglio di gestione ed altresì portata a compimento; essa dovrà poi, ferma la sua efficacia, essere successivamente<sup>158</sup> oggetto di una deliberazione non vincolante dell'assemblea da convocarsi senza indugio.

E proprio questa differente collocazione del voto assembleare, rispetto a quanto previsto nelle società con sistema tradizionale o monistico, fa sorgere il primo interrogativo. Quale è il motivo per cui, nel sistema dualistico, l'assemblea interviene *ex post* con delibera non vincolante? La risposta, si è ritenuto<sup>159</sup>, è agevole, e risiede nella circostanza che l'art. 2364 *bis* c.c., dedicato alle materie di competenza assembleare nelle società con consiglio di sorveglianza, non menziona l'autorizzazione all'inverso prevista dall'art. 2364, comma 1, n. 5), c.c.

---

<sup>157</sup> In tal caso il parere, lo ricordiamo, è non vincolante. Cfr. *supra*, in questo Capitolo, § 3.3.

<sup>158</sup> Laddove nelle società con sistema tradizionale o monistico la deliberazione assembleare deve intervenire preventivamente al fine di rimuovere un ostacolo al compimento dell'atto.

<sup>159</sup> P. ABBADESSA, (nt. 152), 23.

La notazione sposta l'attenzione sul punto, dibattuto in dottrina, circa la possibilità di estendere l'applicazione della norma del codice da ultimo richiamata anche alle società con sistema dualistico.

L'orientamento prevalente considera non casuale il mancato richiamo dell'autorizzazione assembleare nelle norme applicabili alle società con sistema dualistico<sup>160</sup> e ravvisa anche nell'evoluzione dell'art. 2409 *terdecies* c.c. e nel progressivo ampliamento ivi previsto delle competenze del consiglio di sorveglianza il chiaro indice della volontà del legislatore di non favorire, nelle società con sistema dualistico, il determinarsi di *"assetto statutari ibridi e confusi, nei quali convivesse un potere autorizzatorio del consiglio di sorveglianza per determinate operazioni strategiche ed un contemporaneo potere autorizzatorio dell'assemblea, per una sfera, almeno in parte sovrapponibile, di atti amministrativi"*<sup>161</sup>.

Di diverso avviso altra autorevole dottrina<sup>162</sup>, che non attribuisce al mancato richiamo dell'autorizzazione assembleare nel *corpus* normativo dedicato al sistema dualistico il valore di una scelta del legislatore per la relativa inapplicabilità, e ciò anche alla luce dell'esperienza di altri paesi europei ove l'adozione del modello dualistico non esclude il coinvolgimento

---

<sup>160</sup> P. ABBADESSA, A. MIRONE, (nt. 155), 342-343; L. SCHIUMA, *Il sistema dualistico. I poteri del consiglio di sorveglianza e del consiglio di gestione*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber Amicorum Gian Franco Campobasso, P. ABBADESSA, G.B. PORTALE (diretto da), 2, *Assemblea-Amministrazione*, Milano, 2006, 685 ss..

<sup>161</sup> P. ABBADESSA, A. MIRONE, (nt. 155), 349.

<sup>162</sup> G. B. PORTALE, (nt. 155), 8, ove ulteriori richiami.

dell'assemblea mediante autorizzazioni sollecitate dal medesimo consiglio di sorveglianza.

Per tornare alla disciplina delle operazioni di maggiore rilevanza, eventualmente strategiche, con parti correlate, il Regolatore, apparentemente in adesione al primo degli orientamenti ricordati, ha escluso il ricorso alla preventiva autorizzazione assembleare, perché ritenuto non in linea con le norme di sistema, optando per la diversa, e del tutto peculiare, ipotesi di delibera non vincolante dell'assemblea ordinaria, da sollecitare senza indugio successivamente al compimento dell'operazione.

Evidentemente l'assemblea dovrà esprimersi in merito all'interesse della società al compimento dell'operazione ed alla convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni, prendendo posizione rispetto alle contrapposte valutazioni del consiglio di gestione e del comitato degli indipendenti. *Nulla quaestio*, se l'assemblea sposa la decisione del consiglio di gestione favorevole al compimento dell'operazione. Ma quali saranno, invece, gli effetti e, prima ancora, gli ambiti di incidenza di una deliberazione sfavorevole rispetto ad un'operazione oramai già conclusa e fors'anche già in corso di esecuzione? È stato osservato<sup>163</sup> che il carattere non vincolante non esonererebbe gli amministratori dal dovere di tenere in conto la delibera e, nel rispetto della permanente efficacia dell'operazione, di adeguarvisi o meno, in questo ultimo caso fornendo di ciò adeguate motivazioni.

---

<sup>163</sup> P. ABBADESSA, (nt. 152), 24-25.

Pur volendo prestare adesione alla corrente dottrina che non riconosce alle autorizzazioni assembleari diritto di cittadinanza nel sistema dualistico<sup>164</sup>, con difficoltà si comprende la scelta del regolatore di collocare l'adozione della delibera assembleare in un momento successivo al compimento dell'operazione. Non avrebbe fatto differenza, ad avviso di chi scrive, rispetto all'attuale impianto regolamentare, la previsione di una preventiva delibera assembleare non vincolante, la quale, in quanto tale, avrebbe comunque lasciato i consiglieri di gestione liberi di non darvi automaticamente esecuzione, ma avrebbe recato altresì il vantaggio di consentire loro di adeguarsi all'indirizzo assembleare ad operazione non ancora portata a compimento.

Comunque, riconoscendosi – come è del resto generalmente riconosciuta<sup>165</sup> – la possibilità per l'organo gestorio di sollecitare in ogni momento il dibattito interorganico con l'assemblea su temi gestionali, non si ritiene in contrasto con i principi di cui al Regolamento la possibilità che siano le società, nell'ambito delle procedure, a prevedere che, in caso di approvazione dell'operazione in presenza di parere contrario del comitato degli indipendenti, il compimento dell'operazione sia preceduto da una delibera non vincolante dell'assemblea.

## **5. Casi di urgenza**

---

<sup>164</sup> Sebbene, a dire il vero, non si ravvisi alcuna incompatibilità tra il sistema dualistico e la possibilità che lo statuto individui casi in cui possa richiedersi l'autorizzazione assembleare.

<sup>165</sup> P. ABBADESSA, A. MIRONE, (nt. 155), 288, ove ulteriori conformi richiami bibliografici.

L'analisi cui queste pagine sono dedicate si completa con le delibere consiliari ed assembleari da adottarsi in caso di urgenza.

Due sono le ipotesi. L'una, relativa alle operazioni che non siano di competenza assembleare e che non debbano essere autorizzate dal consesso dei soci, le quali nei casi di urgenza, ove consentito dalla statuto, potranno essere concluse al di fuori delle procedure, ed in deroga alle stesse, alle condizioni di cui all'art. 13, comma 6, del Regolamento. L'altra, relativa ai casi di urgenza collegata a situazioni di crisi aziendale, al ricorrere dei quali è consentito che la conclusione dell'operazione con parti correlate di competenza assembleare, nuovamente, intervenga in assenza di una proposta di deliberazione elaborata nel rispetto delle regole di cui agli artt. 7 e 8 del Regolamento (art. 11, comma 5).

Nel primo caso la conclusione dell'operazione da parte degli organi delegati (consigliere o comitato esecutivo) è subordinata alla preventiva informativa da rendere al presidente (del consiglio di amministrazione o di gestione) circa le ragioni d'urgenza; e deve, poi, essere sottoposta alla successiva deliberazione non vincolante della prima assemblea utile, corredata da una relazione che rechi adeguata motivazione sulle ragioni di urgenza, sulle quali l'organo di controllo dovrà riferire in assemblea le sue valutazioni.

Nel secondo caso, di operazione di competenza assembleare, perché l'operazione possa essere conclusa deve essere predisposta

dall'organo che convoca l'assemblea la relazione sulle ragioni di urgenza, sulle quali, nuovamente, l'organo di controllo deve riferire in assemblea le proprie valutazioni.

Mentre nelle ipotesi regolate dall'art. 11, comma 5, in presenza di valutazione negativa circa la sussistenza delle ragioni di urgenza, l'assemblea dovrà deliberare in ossequio al meccanismo del *whitewash* e, dunque, oltre che con le maggioranze di legge, in assenza del voto contrario della maggioranza dei soci non correlati votanti; l'assemblea che, ai sensi dell'art. 13, comma 6, delibera – sia pure con effetti non vincolanti – sull'operazione conclusa non soggiace ad alcun meccanismo di *whitewash*. Entro il giorno successivo all'assemblea chiamata ad assumere la deliberazione non vincolante ex art. 13, comma 6, lett. b), è messo a disposizione del pubblico un documento informativo sugli esiti di voto, con particolare riguardo al numero dei voto complessivamente espressi dai soci non correlati.

Analogo obbligo informativo verso il pubblico si ha in caso di operazione di competenza assembleare quando vi sia stata la valutazione positiva dell'organo di controllo sulle ragioni di urgenza. Nessuna diffusione al pubblico sembrerebbe dovuta nel caso inverso di delibera adottata in ossequio al *whitewash* e, dunque, nel caso, critico, della messa in discussione delle ragioni di urgenza da parte dell'organo di controllo. Le ragioni di tale esclusione, in tutta onestà, sfuggono.



Come pure sfuggono le ragioni dell'apparente esclusione in tale ipotesi e nell'ipotesi, sopra considerata, di operazioni di competenza non assembleare da compiersi in caso di urgenza, di un sia pur minimo obbligo di motivazione, oltre che della ragioni di urgenza, dell'interesse della società al compimento dell'operazione (a meno di non dover ritenere che nelle ragioni di urgenza siano altresì insite le motivazioni in merito all'interesse sociale) e della convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni, ovviamente alla luce delle peculiarità della situazione in cui l'operazione viene a collocarsi. Se da un lato è legittimo e comprensibile che in presenza di situazioni emergenziali il procedimento subisca degli alleggerimenti, poco si comprende il venir meno degli obblighi di motivazione relativi all'operazione. Del resto, la situazione di urgenza non fa venir meno i rischi espropriativi insiti nelle operazioni in esame, per prevenire i quali, appunto, si è ritenuto di dover introdurre gli accorgimenti ed i presidi all'operato degli organi sociali di cui al Regolamento.

## Capitolo V - I presidi: la trasparenza nei confronti del pubblico

### 1. Premessa

La trasparenza, in ossequio al mandato proveniente dalla norma di rango primario, riveste un ruolo essenziale nell'ambito del sistema delle misure imposte dalla disciplina regolamentare per le operazioni con parti correlate. La centralità del momento informativo per la tutela degli *stakeholders* in genere (essenzialmente, minoranza e mercato)<sup>166</sup> trova un'ulteriore conferma nel Regolamento, ove si snoda un articolato insieme di prescrizioni che pongono a carico dell'emittente oneri di divulgazione di dati e dettagli sulle operazioni con parti correlate, compiute e a compiersi.

Le procedure, infatti, devono prevedere uno specifico sistema di flussi informativi tra gli organi societari, finalizzato all'approvazione delle operazioni (sul punto, Capitolo III, § 8), cui si affiancano precisi obblighi informativi verso il mercato. Il Regolamento ha considerevolmente ampliato il quadro delle informazioni societarie da diffondere al pubblico con prescrizioni volte ad assicurare piena visibilità sulle operazioni con parti correlate, sulle relative condizioni e sul relativo *iter* approvativo.

Attraverso l'insieme delle informazioni che gli emittenti sono chiamati a comunicare al pubblico l'Autorità di Vigilanza mira ad alimentare un clima di fiducia ed affidamento attorno al mercato, in seno

---

<sup>166</sup> Sull'informazione societaria, in genere, V. SALAFIA, *L'informativa societaria e l'efficienza del mercato*, in *Società*, 1999, 9, 1029 ss.; R. RORDORF, *Importanza e limiti dell'informazione nei mercati finanziari*, in *Giur. Comm.*, 2002, I, 773 ss.

al quale le scelte di investimento e di smobilizzo vengano sempre più operate nella piena, esauriente ed attendibile contezza su ogni aspetto sensibile della vita e dell'operato dell'emittente e dei suoi organi.

Superfluo forse rilevare che gli obblighi informativi dettati dal Regolamento, per le finalità sopra indicate, vanno ad aggiungersi alle previsioni, altrove contenute, che comportano la diffusione di comunicazioni in tema di parti correlate. Il riferimento è, in particolare, all'informativa contabile, oggetto di una disciplina uniforme a livello europeo. Il principio contabile internazionale IAS 24 vuole, infatti, che nel bilancio sia fornita una completa informativa in merito ai rapporti di correlazione ed alle operazioni compiute con parti correlate. In particolare devono essere espressamente indicati il rapporto con parti correlate, l'ammontare delle operazioni poste in essere ed i relativi saldi, le garanzie concesse e ricevute, gli eventuali accantonamenti per crediti dubbi o perdite d'esercizio per crediti inesigibili nei confronti della parte correlata.

## **2. Obblighi informativi sull'adozione delle procedure**

Con la Comunicazione n. DEM/10094530 del 15.11.2010, la Consob ha inteso garantire al mercato la piena conoscibilità delle posizioni espresse dai singoli consiglieri (nonché dall'esperto indipendente eventualmente coinvolto) in sede di adozione delle procedure e delle relative motivazioni. La trasparenza si indirizza, quindi, non solo verso la

piena conoscenza delle procedure, ma anche verso la piena condivisione con il mercato di posizioni dissonanti rispetto alle stesse<sup>167</sup>.

Pertanto l'Autorità, in caso di approvazione della procedura in presenza del voto contrario o dell'astensione di uno o più consiglieri (anche non indipendenti) ovvero di un parere contrario non vincolante dell'esperto indipendente, ha richiesto alle società, ai sensi dell'articolo 114, comma 5, del TUF, di pubblicare entro il 3 dicembre 2010 un comunicato contenente le seguenti informazioni:

- indicazione della circostanza che la procedura è stata approvata dall'organo di amministrazione in presenza del voto contrario o dell'astensione di uno o più consiglieri ovvero di un parere contrario dell'esperto indipendente;
- indicazione del nominativo del consigliere o dei consiglieri che hanno espresso voto contrario o si sono astenuti, chiarendo se si tratta di componente esecutivo, non esecutivo, indipendente o tratto da una lista di minoranza ovvero indicazione del nominativo o della denominazione dell'esperto indipendente;
- indicazione se l'espressione del voto contrario o l'astensione sia avvenuta in sede di adozione del parere previsto dal citato art. 4, comma 3, del Regolamento o in sede di approvazione della procedura da parte dell'organo di amministrazione;

---

<sup>167</sup> Ma sulla parzialità di tale comunicazione e sulla utilità di una integrazione della stessa mediante l'indicazione delle motivazioni poste alla base dell'adozione delle procedure, si veda *supra*, Capitolo IV, § 2.

- indicazione delle motivazioni del voto contrario o dell'astensione ovvero del parere contrario dell'esperto indipendente;

ferma restando la facoltà, per le società di pubblicare il parere o, qualora tale parere non sia reso in forma scritta, di rendere note nel predetto comunicato le motivazioni a supporto di tale parere.

### **3. L'informativa sulle operazioni di minore rilevanza**

Le operazioni di minore rilevanza sono oggetto di limitati obblighi di *disclosure*.

Ferma l'applicazione degli obblighi sull'informativa *price sensitive*, di cui all'art. 114, comma 1, TUF<sup>168</sup>, le società che pongono in essere operazioni di minore rilevanza con parti correlate sono tenute a mettere a disposizione del pubblico, presso la sede sociale e secondo le modalità indicate dal Titolo II, Capo I del Regolamento Emittenti, entro quindici giorni dalla chiusura di ciascun trimestre, un documento informativo relativo alle sole operazioni approvate nel trimestre di riferimento nonostante il parere negativo del comitato di amministratori non esecutivi

---

<sup>168</sup> Ai sensi del quale "... gli emittenti quotati e i soggetti che li controllano comunicano al pubblico, senza indugio, le informazioni privilegiate di cui all'articolo 181 che riguardano direttamente detti emittenti e le società controllate. La Consob stabilisce con regolamento le modalità e i termini di comunicazione delle informazioni, ferma restando la necessità di pubblicazione tramite mezzi di informazione su giornali quotidiani nazionali, detta disposizioni per coordinare le funzioni attribuite alla società di gestione del mercato con le proprie e può individuare compiti da affidarle per il corretto svolgimento delle funzioni previste dall'articolo 64, comma 1, lettera b)".

e non correlati, in maggioranza indipendenti (ovvero, nelle società con sistema dualistico, del comitato di consiglieri di sorveglianza o di consiglieri di gestione non correlati in maggioranza indipendenti, o, infine, del solo consigliere di gestione indipendente non correlato). In particolare, il predetto documento deve recare indicazione della controparte, dell'oggetto e del corrispettivo, nonché delle ragioni per le quali si è ritenuto di discostarsi dal parere negativo espresso dagli amministratori o consiglieri indipendenti. Il parere, inoltre, è messo a disposizione del pubblico, in allegato al documento informativo o sul sito internet della società, nel medesimo termine di quindici giorni (art. 7, comma 1, lett. g) del Regolamento).

Anche per accogliere le istanze emerse in sede di consultazione volte ad ottenere un contenimento degli obblighi informativi a carico dei soggetti destinatari della disciplina, il Regolamento detta specifici obblighi di informativa sulle operazioni di minore rilevanza nei soli casi in cui l'iter di approvazione delle stesse abbia fatto emergere criticità delle quali il mercato deve essere reso edotto, ai fini della piena trasparenza e della tutela dei singoli *players*. È, questo, evidentemente un presidio reputazionale (come altri, nel Regolamento, sui cui si veda *infra*), che punta alla "sanzione" che eventualmente proverrà dal mercato che, adeguatamente informato, potrà giudicare la condotta e le scelte gestionali degli organi dell'emittente ed effettuare (anche) su tali basi le proprie decisioni di investimento o di disinvestimento. Come già da altri

messo in luce<sup>169</sup>, la difesa del mercato e delle minoranze viene affidata al giudizio eventualmente negativo che, per effetto della divulgazione di informazioni e dati rilevanti, si verrà a formare attorno all'emittente.

Singole operazioni di minore rilevanza (anche quelle che abbiano ottenuto il parere favorevole del comitato) potranno essere oggetto, inoltre, dell'informazione finanziaria periodica di cui all'art. 5, comma 8, del Regolamento, in quanto operazioni che abbiano influito in misura rilevante sulla situazione patrimoniale o sui risultati della società.

#### **4. Il documento informativo sulle operazioni di maggiore rilevanza**

Diversamente dalle operazioni di minore rilevanza, le operazioni di maggiore rilevanza sono tutte (non solo, quindi, quelle il cui *iter* di approvazione sia stato segnato da valutazioni negative) oggetto di *disclosure* immediata verso il mercato. L'art. 5, comma 1, del Regolamento ha previsto che *"in occasione di operazioni di maggiore rilevanza, da realizzarsi anche da parte di società controllate italiane o estere"*, le società predispongano, ai sensi dell'art. 114, comma 5, TUF, un documento informativo il cui contenuto sia conforme a quanto previsto dall' Allegato 4 del Regolamento. Tale Allegato prevede che il documento informativo, tra gli altri, contenga l'avvertenza sui rischi connessi ai

---

<sup>169</sup> S. ESPOSITO, *Le operazioni con parti correlate: regole sulla trasparenza e sul governo societario*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2010, 3, 851 ss., e, ancora prima, B. LIBONATI, *L'impresa senza equilibrio*, disponibile all'indirizzo internet [www.lavoce.info](http://www.lavoce.info).

potenziali conflitti di interesse derivanti dall'operazione, oltre che una completa informazione sulle caratteristiche dell'operazione, sulle relative motivazioni economiche e ragioni di convenienza, sull'*iter* procedurale che ha condotto all'approvazione dell'operazione, con ampia evidenza degli elementi essenziali dei pareri resi al riguardo dell'operazione medesima, indicazione degli amministratori e del ruolo da ciascuno di essi svolto nell'ambito della procedura, indicazione delle manifestazioni di voto, con le relative motivazioni, espresse in sede di delibera di approvazione dagli amministratori.

La diffusione del documento informativo è prevista anche nell'ipotesi in cui, nel corso dell'esercizio, la società (o società controllata italiana o estera) concluda con una stessa parte correlata, o con soggetti correlati sia a quest'ultima che alla società, operazioni fra loro omogenee o realizzate in esecuzione di un disegno unitario (con l'esclusione delle operazioni esenti ai sensi degli artt. 13 e 14 del Regolamento) le quali cumulativamente considerate determinano il superamento degli indici di rilevanza individuati nelle procedure ai sensi dell'art. 4 del Regolamento.

Il documento informativo è messo a disposizione del pubblico, presso la sede sociale e con le modalità indicate nel Titolo II, Capi I, del Regolamento Emittenti, entro sette giorni dall'approvazione dell'operazione da parte dell'organo competente, ovvero, nel caso in cui l'organo competente deliberi di presentare una proposta contrattuale, dal momento in cui il contratto, anche preliminare, sia concluso. L'informazione al mercato va, in buona sostanza, data nei sette giorni



successivi all'approvazione dell'operazione ovvero, se la delibera è intervenuta a monte del negoziato con la controparte e ha avuto ad oggetto la presentazione di una proposta contrattuale, alla conclusione del contratto, anche solo preliminare. In caso di operazioni di competenza assembleare, il documento informativo è viceversa messo a disposizione entro sette giorni dall'approvazione della proposta da sottoporre all'assemblea.

In caso di cumulo di operazioni, il documento informativo è messo a disposizione del pubblico entro quindici giorni dall'approvazione dell'operazione e dalla conclusione del contratto dell'operazione che determina il superamento delle soglie di rilevanza; se le operazioni che producono il superamento delle soglie di rilevanza sono compiute da società controllate, la diffusione del documento informativo deve avvenire entro quindici giorni dal momento in cui la società emittente ha avuto notizia dell'approvazione dell'operazione e della conclusione del contratto.

Nei medesimi termini suindicati vengono messi a disposizione del pubblico i pareri degli amministratori e dei consiglieri indipendenti e degli esperti indipendenti, ovvero gli elementi essenziali degli stessi, motivando la scelta operata di diffondere solo estratti dei pareri. Con ciò, dunque, *a contrario* prescrivendo che di regola i pareri devono essere oggetto di diffusione nella loro versione integrale e che la regola può soffrire eccezioni in presenza di specifiche esigenze e ragioni.

Ove la società sia anche tenuta a predisporre un documento informativo ai sensi degli artt. 70, commi 4 e 5, e 71 del Regolamento Emittenti, è possibile pubblicare un unico documento che contenga tutte le informazioni richieste, il quale dovrà essere messo a disposizione nel termine più breve tra quelli previsti dalle disposizioni applicabili.

Contestualmente alla diffusione al pubblico del documento informativo, le società provvedono anche alla relativa trasmissione alla Consob, unitamente ai pareri.

In quanto comunicazioni richieste da Consob ex art. 114, comma 5, TUF, poi, vi è comunque la possibilità, ai sensi del comma 6 del medesimo articolo del TUF, per gli emittenti di opporre reclamo motivato avverso la prevista comunicazione, qualora dalla diffusione al pubblico delle informazioni possa derivare un grave danno.

## **5. L'informativa periodica**

L'art. 5, comma 8, prescrive che, in aggiunta agli obblighi informativi più sopra visti, le società emittenti aventi l'Italia come Stato membro d'origine siano altresì tenute a provvedere, ai sensi dell'art. 154 *ter* TUF, ad un'informazione finanziaria periodica, inserendo nella relazione intermedia sulla gestione e nella relazione sulla gestione annuale informazioni in merito alle singole operazioni di maggiore rilevanza concluse nel periodo di riferimento; alle altre eventuali singole operazioni

con parti correlate, come definite ai sensi dell'art. 2427, comma 2, c.c. (secondo i principi contabili internazionali, quindi) concluse nel periodo di riferimento che abbiano influito in misura rilevante sulla situazione patrimoniale e sui risultati della società; su qualsiasi modifica o sviluppo delle operazioni con parti correlate descritte nell'ultima relazione annuale che abbiano avuto un effetto rilevante sulla situazione patrimoniale o sui risultati della società nel periodo di riferimento.

In particolare, le disposizioni di cui alle lettere b) e c) del richiamato art. 5, comma 8, attuano le disposizioni delle direttive europee (Direttiva 2004/109/CE e Direttiva 2007/14/CE) in materia di informativa sulle operazioni con parti correlate. Pertanto, l'oggetto dell'informazione, ivi incluso il perimetro rilevante della correlazione, è definito nel Regolamento mediante rinvio alla nozione stabilita dai principi contabili internazionali. Viceversa, la lettera a) dell'art. 5, comma 8, del Regolamento fa riferimento alle "operazioni di maggiore rilevanza" come definite ai sensi della disciplina regolamentare.

In materia di informativa finanziaria periodica, il Regolamento introduce, in ossequio a, ed al fine del recepimento di, disposizioni comunitarie, una ulteriore distinzione<sup>170</sup>, isolando all'interno del più ampio novero di operazioni con parti correlate quelle che "abbiano influito in misura rilevante sulla situazione patrimoniale o sui risultati della società". Così, ed al fine di dare coerenza all'intero impianto, sono da ritenere sicuramente oggetto di informativa le operazioni di maggiore rilevanza;

---

<sup>170</sup> M. MAUGERI, (nt. 104), 893, nt. 12 ivi, discorre appunto di una "quarta tipologia di operazioni".

soggiacciono, poi, ai medesimi obblighi di segnalazione, le operazioni di minore rilevanza, le operazioni ordinarie o le operazioni concluse a condizioni di mercato o standard (più difficile, per ovvie ragioni, che vi possano rientrare isolate operazioni di importo esiguo) che abbiano comunque avuto una portata significativa.

La Comunicazione Parti Correlate ha, inoltre, indicato quali debbano essere considerate informazioni rilevanti da includere nella documentazione periodica, segnatamente:

*“a) nella relazione sulla gestione annuale:*

*1) ove applicabile, la descrizione delle politiche nell’ambito delle quali possono essere inquadrare le operazioni con parti correlate anche con riferimento alla strategia perseguita con tali operazioni;*

*2) l’indicazione per ciascuna operazione, anche in forma tabellare, delle seguenti informazioni:*

- il nominativo della controparte dell’operazione;*
- la natura della relazione con la parte correlata;*
- l’oggetto dell’operazione;*
- il corrispettivo dell’operazione;*
- ogni altra informazione eventualmente necessaria per la comprensione degli effetti dell’operazione con parti correlate sul bilancio dell’impresa;*

*b) nella relazione intermedia sulla gestione:*

*1) qualsiasi modifica delle operazioni con parti correlate descritte nell’ultima relazione annuale che abbiano avuto “un effetto rilevante” sulla*

*situazione patrimoniale o sui risultati della società nel periodo di riferimento;*

*2) l'indicazione per ciascuna operazione, anche in forma tabellare, delle informazioni indicate nella lettera a), punto n. 2)".*

Secondo la previsione di cui all'articolo 5, comma 9, del Regolamento, le informazioni possono essere incluse nella documentazione finanziaria periodica anche mediante riferimento ai documenti informativi eventualmente pubblicati in occasione dell'approvazione di un'operazione di maggiore rilevanza.

## **6. Informativa *price sensitive* delle operazioni con parti correlate**

Come rilevato, gli specifici obblighi di *disclosure* delle operazioni con parti correlate più sopra esaminati si aggiungono all'informativa *price sensitive* cui gli emittenti sono tenuti ai sensi dell'art. 114, comma 1, TUF.

Ai fini del coordinamento della disciplina, l'art. 6 del Regolamento prevede che, ove gli obblighi di comunicazione di cui all'art. 114, comma 1, TUF, riguardino operazioni con parti correlate (siano esse di minore o di maggiore rilevanza) dovranno essere inserite nel comunicato alcune indicazioni addizionali rispetto a quelle da pubblicarsi ai sensi della prima norma, segnatamente: espressa indicazione che la controparte è una parte correlata e descrizione del rapporto di correlazione; identificazione

della controparte; specificazione se l'operazione è di maggiore rilevanza e se sarà oggetto di un ulteriore documento informativo ai sensi dell'art. 5 del Regolamento; indicazione della procedura di approvazione seguita ovvero dell'applicazione di alcuno dei casi di esclusione di cui agli articoli 13 e 14 del Regolamento; espressa informazione circa l'eventualità che l'operazione sia stata approvata nonostante l'avviso contrario degli amministratori o consiglieri indipendenti.

Riguardo alla disposizione in esame, la Comunicazione (par. 11), nel richiamare il contenuto dell'art. 66, comma 2, lettera a), Regolamento Emittenti, che prevede che il comunicato con cui sono pubblicate le informazioni privilegiate contenga *"gli elementi idonei a consentire una valutazione completa e corretta degli eventi e delle circostanze rappresentati"*, ha fornito un'elencazione *"non esaustiva"* degli elementi che, ove l'emittente non sia tenuto alla pubblicazione del documento informativo redatto in conformità all'Allegato n. 4 del Regolamento, possono rilevare ai fini del rispetto del citato articolo 66, comma 2, lettera a), e che, *"fermo quanto previsto dall'articolo 6 del Regolamento, costituiscono, di norma, parametro di riferimento ai fini delle richieste da parte della Consob di pubblicazione di informazioni integrative in merito ai comunicati relativi a dette operazioni"*. L'elenco comprende: " ... le caratteristiche essenziali dell'operazione (prezzo, condizioni di esecuzione, tempistiche di pagamento ecc.); ... le motivazioni economiche dell'operazione; ... una sintetica descrizione degli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'operazione; ... le modalità di determinazione del corrispettivo dell'operazione nonché le valutazioni sulla congruità dello

stesso rispetto ai valori di mercato di operazioni simili; ... nel caso in cui le condizioni economiche dell'operazione siano definite equivalenti a quelle di mercato o standard, oltre alla dichiarazione in tal senso, l'indicazione degli oggettivi elementi di riscontro; ... l'eventuale utilizzo di esperti per la valutazione dell'operazione e, in tale caso, l'indicazione dei metodi di valutazione adottati in relazione alla congruità del corrispettivo nonché la descrizione di eventuali criticità segnalate dagli esperti in relazione alla specifica operazione”.

## Capitolo VI - Casi di violazione e responsabilità

### 1. Premessa

Queste pagine finali sono dedicate alla ricostruzione dell'impianto delle responsabilità in presenza di situazioni patologiche afferenti le operazioni con parti correlate.

Posti gli obiettivi della disciplina positiva indicata nel Regolamento, le cui finalità sono quelle di prevenire il compimento di operazioni con parti correlate pregiudizievoli e con obiettivi diversi dal perseguimento di un effettivo interesse sociale, non possono tuttavia nella pratica escludersi violazioni di detta disciplina. E l'efficienza di un sistema di norme si misura anche dall'efficacia del relativo *enforcement*.

Già in sede di commento alla delega ci si è interrogati<sup>171</sup> sulle conseguenze della violazione delle disposizioni – di rango primario e di rango secondario – in materia di operazioni con parti correlate. I campi di indagine allora individuati, ed ancora oggi validi, sono essenzialmente tre: (i) conseguenze della mancata adozione delle regole prescritte dalla norma codicistica ovvero della mancata adozione di regole conformi ai principi dettati dal regolatore; (ii) conseguenze dell'adozione delle delibere in spregio delle regole procedurali adottate dalla società; (iii) sorte dell'atto (*rectius*, dell'operazione) che sia stato compiuto in violazione della disciplina. A ciò vanno anche ad aggiungersi le conseguenze della

---

<sup>171</sup> Il tema è stato accennato in epoca precedente l'adozione del Regolamento da M. VENTORUZZO (nt. 1), 536 ss.



violazione dei numerosi obblighi informativi imposti dalle disposizioni regolamentari.

Dal piano delle violazioni si deve poi giocare su quello delle responsabilità, essenzialmente degli organi amministrativi e di controllo coinvolti nel procedimento di approvazione e compimento dell'operazione.

## **2. La mancata o non conforme adozione delle procedure**

Un primo campo di esame riguarda, dunque, l'ipotesi in cui le società omettano del tutto di conformarsi alla disciplina regolamentare, ovvero adottino procedure le cui regole non siano allineate ai principi minimi indicati dall'Autorità di Vigilanza.

Né l'art. 2391 *bis* c.c. né, successivamente, il Regolamento hanno previsto uno specifico regime sanzionatorio per l'ipotesi in cui le società omettano l'adozione delle procedure.

Tale circostanza, come pure l'adozione di regole insufficienti o inadeguate, integra in capo agli amministratori la violazione di un dovere imposto dalla legge<sup>172</sup>, recato dalla norma di carattere imperativo di cui

---

<sup>172</sup> Cfr. A. POMELLI, (nt. 48) 656.

all'art. 2391 *bis* c.c. e dalla norma di rango secondario, il Regolamento, che della prima delinea il contenuto<sup>173</sup>.

Riveste un ruolo essenziale, in tali casi, l'organo di controllo il quale, come del tutto correttamente osservato<sup>174</sup>, in caso di mancato o insufficiente recepimento delle disposizioni regolamentari da parte dell'organo amministrativo, potrà a quest'ultimo darne comunicazione per sollecitare una pronta attuazione del dettato normativo; in caso di società con azioni quotate, potrà anche disporre la convocazione dell'organo gestorio, secondo quanto previsto dagli artt. 151, comma 2, 151 *bis*, comma 3 e 151 *ter* comma 3, TUF, con l'ulteriore obbligo di comunicare senza indugio alla Consob la violazione riscontrata. In caso di inerzia da parte dell'organo di amministrazione, l'organo di controllo potrà disporre la convocazione dell'assemblea, ex art. 2406, comma 2, 151, comma 2 e 151 *bis*, comma 3, TUF, per l'adozione degli opportuni provvedimenti.

La mancata o inadeguata attuazione della disciplina regolamentare potrebbe altresì legittimare un'iniziativa del socio ex art. 2408 c.c.<sup>175</sup> e, dunque, dare vita ad una denuncia all'organo di controllo di fatti ritenuti censurabili. Nei casi limite, di assoluta mancanza delle procedure o di grave inosservanza dei principi del Regolamento, l'organo di controllo ovvero i soci, ma anche il pubblico ministero, potrà fare ricorso alla denuncia la tribunale ai sensi dell'art. 2409 c.c.<sup>176</sup>.

---

<sup>173</sup> In tal senso, M. VENTORUZZO, (nt. 1), 536-537 e, successivamente, P. ABBADESSA (nt. 152), 27.

<sup>174</sup> A. POMELLI, (nt. 48) 656.

<sup>175</sup> Possibilità, quest'ultima, segnalata da M. VENTORUZZO, (nt. 1), 536.

<sup>176</sup> Così M. VENTORUZZO, (nt. 1), 536-537 ed in senso conforme A. POMELLI (nt. 48) 656.

Dal lato degli amministratori inadempienti, le omissioni di cui si sta discorrendo potranno dare luogo, nei casi più gravi, ad una revoca per giusta causa dall'ufficio. Ed essendo, peraltro, l'adozione delle procedure materia indelegabile e, dunque, di competenza del *plenum* dell'organo di amministrazione, la revoca sarà rivolta all'intero organo.

Va peraltro tenuto in considerazione, per le ipotesi di adozione di procedure inadeguate, il coinvolgimento nella violazione anche di coloro che sulla procedura abbiano reso parere favorevole.

Nel caso in cui i soggetti coinvolti siano stati gli amministratori indipendenti o i consiglieri di gestione indipendenti questi, in quanto componenti dell'organo che approva la procedura, saranno travolti dalla censura per l'intervenuta violazione; in caso di parere favorevole espresso da un comitato di consiglieri di sorveglianza indipendenti, i relativi componenti potranno anche essere destinatari di una revoca assembleare per giusta causa ex art. 2409 *duodecies*, comma 5, c.c..

La posizione degli altri consiglieri di sorveglianza, nell'ipotesi sopra considerata, richiede invece alcune preliminari considerazioni.

S'è più sopra osservato<sup>177</sup> che la nomina del comitato e la scelta dei suoi componenti è fatta dall'organo al quale tali componenti

---

<sup>177</sup> Capitolo IV, § 2.

appartengono<sup>178</sup>. La peculiarità di tale comitato – ma in generale di tutti i comitati previsti dalla disciplina regolamentare che si sta passando in rassegna – è che esso trae la propria legittimazione direttamente dal Regolamento<sup>179</sup>. La relativa costituzione non è, in altre parole, espressione di una scelta di organizzazione interna da parte dell'organo di appartenenza, e le relative attribuzioni sono attribuzioni proprie, di matrice legislativa, e non funzioni dell'organo plenario da questi delegate ad un comitato al suo interno.

Ne consegue che dell'attività svolta dal comitato e, per esso, dai suoi componenti, questi ultimi, e non il consiglio di sorveglianza (diversamente che nel caso dei poteri da questo delegati), sono titolari. Dal che si può trarre che mentre il rilascio di un parere favorevole rispetto ad una procedura deficitaria costituisce violazione specifica e del tutto peculiare dei consiglieri di sorveglianza facenti parte del comitato, l'eventuale responsabilità degli altri consiglieri discenderà, non già dalla riferibilità ad essi della funzione consultiva rispetto alla procedura e del suo fallace esercizio, bensì dalla violazione del più generale obbligo, cristallizzato nell'art. 4, comma 6, del Regolamento, di vigilare sulla conformità delle procedure adottate ai principi regolamentari.

---

<sup>178</sup> Discorso a parte è a farsi per il caso di composizione mista del comitato, ove tale alternativa dovesse reputarsi ammissibile. Per l'opinione favorevole, M. STELLA RICHTER (nt. 79) 66; contrario, V. CARIELLO, (nt. 79), 121.

<sup>179</sup> Sui comitati nell'ambito della disciplina Consob in materia di operazioni con parti correlate e sulla loro peculiare fisionomia, V. CARIELLO (nt. 79), 122 ss; e, più in generale, su ammissibilità e limiti della costituzione di comitati all'interno del consiglio di sorveglianza, ID., *L'organizzazione interna del consiglio di sorveglianza*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*, Liber Amicorum Antonio Piras, Torino, 2010, 323 ss.

Ed incorreranno in responsabilità, per il medesimo titolo, anche i sindaci che avessero ommesso di adempiere al predetto obbligo di vigilanza.

Non va poi dimenticato che l'adozione delle procedure interviene mediante l'adozione di una delibera dell'organo amministrativo; delibera che, ove avente ad oggetto regole procedurali non in linea con i principi regolamentari, sarebbe stata adottata non in conformità alla legge e sarebbe, dunque, impugnabile ex art. 2388, comma 4, c.c.. Legittimati ad impugnare sono il collegio sindacale, oltre che gli amministratori assenti o dissenzienti e gli astenuti<sup>180</sup>. Ma la legittimazione potrebbe anche essere configurata in capo ai soci, ai sensi della medesima norma, che contempla l'impugnativa da parte dei soci delle delibere consiliari lesive dei loro diritti, aderendo all'orientamento che radica la legittimazione ad impugnare non già sulla lesione di veri e propri diritti soggettivi in senso tecnico, bensì sulla lesione di diritti e, più in generale, di interessi legati alla peculiare posizione giuridica soggettiva di socio<sup>181</sup>.

Si può peraltro proporre anche con riguardo ai comitati per le operazioni con parti correlate il tema dell'impugnabilità delle delibere dei comitati costituiti all'interno degli organi sociali, ove il parere favorevole

---

<sup>180</sup> M. VENTORUZZO, *Commento all'art. 2388*, in P. MARCHETTI, L.A. BIANCHI, F. GHEZZI, M. NOTARI (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, F. GHEZZI (a cura di), *Amministratori. Artt. 2380-2396 c.c.*, Milano, 2005, 299 ss, ove ulteriori riferimenti bibliografici.

<sup>181</sup> Cfr. per l'interpretazione sposata nel testo dei presupposti per la legittimazione attiva dei soci ex art. 2388, comma 4, c.c., A. PISANI MASSAMORMILE, *Invalidità delle delibere consiliari*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber Amicorum Gian Franco Campobasso, P. ABBADESSA, G.B. PORTALE (diretto da), 2, *Assemblea-Amministrazione*, Milano, 2006, 564.

verso una procedura inadeguata sia passato attraverso un *iter* collegiale di adozione di una delibera sul punto.

L'applicabilità dell'art. 2388 c.c. anche alle delibere degli organi delegati pluripersonali è stata dai più ammessa<sup>182</sup>, con argomentazioni radicate sulla riferibilità all'intero consiglio delle attività e delle decisioni degli organi delegati, le quali costituirebbero una particolare modalità di esercizio delle funzioni degli amministratori, osservandosi inoltre che escluderne l'impugnabilità significherebbe aprire la strada a facili elusioni dell'art. 2388 c.c..

I ragionamenti sopra svolti non sarebbero tuttavia applicabili ai comitati costituiti ex art. 4 del Regolamento, la cui fisionomia presenta caratteristiche del tutto peculiari; prima fra tutte la fonte della relativa costituzione, che non è espressione di auto-regolamentazione dell'organo, bensì attuazione di un dettato di legge; l'assenza di subordinazione del comitato rispetto all'organo (non essendo le funzioni del primo delegate dal secondo, bensì attribuzioni originarie del comitato) e la assenza di titolarità in capo all'organo dell'attività svolta dal comitato. All'interrogativo circa l'impugnabilità delle relative – eventuali – delibere deve dunque darsi risposta negativa, anche per l'assorbente rilievo della natura accessoria di tali delibere (meglio, del parere in tale forma reso) i cui vizi, traslati sulla delibera di adozione delle procedure, potranno essere fatti valere in sede di impugnazione della delibera consiliare "principale".

---

<sup>182</sup> M. VENTORUZZO, (nt. 180), 335-336, ove ulteriori riferimenti bibliografici.

### 3. Inosservanza delle procedure e invalidità delle delibere

L'analisi dei momenti patologici della disciplina sulle operazioni con parti correlate deve ora muoversi dall'ambito dell'adozione delle procedure a quello della relativa attuazione. Così, seppure le società si siano dotate di regole conformi all'articolato regolamentare, potrà nella pratica aversi il caso del mancato rispetto delle regole procedurali in fase di approvazione delle operazioni.

Naturalmente – e la puntualizzazione è scontata – troveranno applicazione anche alle delibere di approvazione delle operazioni con parti correlate le previsioni di legge ove sono previste specifiche ipotesi di invalidità della delibera e di conseguente impugnazione, quando nei fatti le fattispecie ivi contemplate venissero a concretizzarsi. E così, una delibera del consiglio di amministrazione ovvero del consiglio di gestione potrà essere impugnata ex art. 2391 c.c. se l'amministratore interessato abbia disatteso agli obblighi di *disclosure* ivi contemplati, così inficiando la delibera adottata. E, con riguardo all'assemblea dei soci, l'art. 2373 c.c. sarà invocabile in presenza di deliberazione approvata con il voto determinante del socio in conflitto di interessi.

Per tornare al nostro tema, la violazione delle regole procedurali di cui la società si sia dotata, è stato già affermato<sup>183</sup>, dà luogo, ove trattasi di delibere consiliari, ad ipotesi di non conformità delle medesime alla

---

<sup>183</sup> A. POMELLI, (nt. 48) 656 e, ancora prima, M. VENTORUZZO, (nt. 1), 537.

legge o allo statuto ed alla conseguente impugnabilità ex art. 2388, comma 4, c.c.

Ma, per muovere oltre nella ricostruzione che ci si è proposti, occorre operare una distinzione, alla luce dell'articolato regolamentare, dei possibili vizi che potrebbero colpire le delibere consiliari.

In tal ottica, si ritiene che una prima possibile distinzione possa farsi tra "vizi del procedimento" e "vizi della delibera".

Rientrano nella prima categoria tutte le violazioni delle norme procedurali precipuamente volte a scandire il percorso attraverso cui deve snodarsi l'approvazione dell'operazione. Mentre appartiene alla seconda categoria la carenza dei pre-requisiti per l'adozione della delibera o degli specifici contenuti per essa prescritti dal regolamento.

Possiamo collocare in quelli che abbiamo qui definito "vizi del procedimento" l'inosservanza, anche solo parziale, degli obblighi informativi (art. 7, comma 1, lett. g); Par. 1.1, lett. c) e par. 3.1, lett. f) dell'Allegato 2) e, per le operazioni di maggiore rilevanza, il mancato coinvolgimento degli amministratori o consiglieri indipendenti nella fase delle trattative e dell'istruttoria dell'operazione (art. 8, comma 1, lett. b); par. 2.1, lett. b); part. 2.2, lett. a) e par. 3.1 lett. b) dell'Allegato 2).

La violazione delle previsioni ora richiamate, le quali sono rivolte a garantire una piena informazione sull'operazione e sui potenziali rischi che



essa potrebbe presentare per la società, può travolgere e compromettere l'intero *iter* di approvazione dell'operazione. La situazione si presenta critica non tanto nelle ipotesi di assoluta inosservanza degli obblighi informativi, in presenza della quale con ogni probabilità non si addiverrebbe ad alcuna delibera, per l'ovvia obiezione da parte dei destinatari dei flussi informativi e dei soggetti da coinvolgere nelle fasi prodromiche l'approvazione della totale mancanza di elementi per l'esercizio delle proprie attribuzioni, prima ancora che della violazione delle procedure. Più critico è il caso di obblighi assolti solo in parte, e di approvazione intervenuta sulla base di informazioni ed elementi parziali e, dunque, in mancanza di una piena ponderazione dei reali rischi e conflitti insiti nell'operazione. La possibilità che l'impugnazione, in tali casi, sia disciplinata dal solo art. 2388 c.c. e, dunque, sia consentita ai soli amministratori assenti o dissenzienti o astenuti – ferma naturalmente la concorrente legittimazione dell'organo di controllo – potrebbe risultare rimedio insufficiente.

È stato infatti già in passato osservato<sup>184</sup> che, analogamente a quanto è previsto dall'art. 2391 c.c. in tema di impugnazione della delibera assunta in violazione degli obblighi di comunicazione ivi previsti, la legittimazione attiva andrebbe limitata agli amministratori (o consiglieri) assenti, dissenzienti o astenuti solo nel caso di puntuale ossequio agli obblighi informativi; in tutte le altre ipotesi, di assoluta o parziale inosservanza dei predetti obblighi, la legittimazione andrebbe estesa a tutti gli amministratori e, dunque, anche a coloro che abbiano espresso un

---

<sup>184</sup> M. VENTORUZZO, (nt. 1) 537.

voto favorevole o, prima ancora, un parere favorevole a causa di una carente o parziale informazione sull'operazione. Sempre richiamandosi all'art. 2391 c.c., l'impugnazione andrebbe proposta qualora da essa (meglio, dalla relativa esecuzione) possa derivare un danno alla società.

La lettura dell'art. 2391 c.c. giova, nell'attuale disamina, per l'identità di *ratio* che può ravvisarsi nella norma del codice e nelle disposizioni del Regolamento in tema di obblighi informativi e coinvolgimento degli indipendenti. Entrambi, l'art. 2391 c.c. ed il Regolamento, contengono prescrizioni volte ad assicurare che l'approvazione di determinate operazioni, potenzialmente rischiose per la società, intervenga sulla base di una piena e completa raffigurazione dei rischi, appunto, insiti nel relativo compimento. L'inosservanza degli obblighi di comunicazione è sanzionata allorché dall'esecuzione della delibera – che sia il riflesso dell'approvazione della operazione senza piena contezza dei pericoli in essa insiti – possa derivare per la società un danno. Nell'art. 2391 c.c., la violazione del "procedimento", in altre parole, assume rilevanza in presenza di un potenziale danno che l'esecuzione della decisione viziata potrebbe produrre. Il medesimo regime dovrebbe potersi applicare in presenza di analoghi "vizi del procedimento" che dovessero emergere con riferimento alla delibera di approvazione di un'operazione con parti correlate. Su tale punto, tuttavia, il Regolamento è silente (e nulla avrebbe potuto dire, pena l'eccesso di delega). Certo, in caso di concorrente applicazione dell'art. 2391 c.c. e del Regolamento, la delibera, ove carente rispetto agli obblighi di motivazione previsti dalla

norma codicistica, sarà impugnabile. In mancanza di tale sovrapposizione, sarà il solo art. 2388 c.c. a venire in rilievo.

Ai sensi di tale ultima disposizione, poi, l'eventuale annullamento della delibera per "vizio del procedimento" non comprometterebbe i diritti acquistati in buona fede dai terzi in esecuzione della delibera.

Appartengono alla categoria dei "vizi della delibera" le violazioni delle disposizioni del Regolamento che indicano specifici requisiti, o pre-requisiti, per la (valida) adozione della delibera, segnatamente, il parere degli indipendenti (art. 7, comma 1, lett. a); art. 8, comma 1, lett. c); par. 1.1, lett. a); par. 2.1, lett. c); par. 2.2 lett. d (ii) e par. 3.1, lett. d) dell'Allegato 2) e l'obbligo di motivazione in merito all'interesse della società al compimento dell'operazione ed alla convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni (art. 7, comma 1, lett. e); Par. 1.1, lett. e) e par. 3.1, lett. f) dell'Allegato 2).

La mancanza del parere, sia esso vincolante o meno, inficia la delibera, la quale, in quanto non conforme alle disposizioni di legge, sarà impugnabile ex art. 2388 c.c.. La delibera potrà subire medesima sorte anche nel caso in cui il parere ci sia ma, ad esempio, risulti carente sotto il profilo delle ragioni poste a suo fondamento? Così, ad esempio, un parere favorevole che poco o nulla si dilunghi sull'interesse della società al compimento dell'operazione e/o sulla convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni. Sotto il profilo formale, il parere risulta sprovvisto dei contenuti prescritti e tale carenza dovrebbe

ripercuotersi, inficiandola, sulla delibera di approvazione. Questa, tuttavia, ai sensi delle disposizioni del Regolamento pure dovrà dare adeguatamente conto delle motivazioni dell'operazione; alla relativa adunanza convocata per la adozione della delibera saranno stati, poi, verosimilmente presenti gli amministratori o consiglieri indipendenti che hanno espresso il loro parere favorevole e che potrebbero avere altresì votato la delibera medesima e, dunque, fatto proprie le motivazioni in questa contenute. Si potrebbe, in tali ipotesi, ove le carenze sotto il profilo formale non si risolvano in una riduzione dei presidi a tutela della trasparenza e correttezza, optare per un approccio di prevalenza della "sostanza" sulla "forma" e far salva la delibera adottata. Ciò, a maggior ragione, ove dalla relativa esecuzione non potesse derivare un pregiudizio alla società.

Va in più osservato che in materia di operazioni di maggiore rilevanza l'art. 8 del Regolamento introduce un limite legale ai poteri degli amministratori, mediante l'introduzione del parere preventivo vincolante per l'approvazione dell'operazione (art. 8, comma 1, lett. c); ed un eventuale limite convenzionale (statutario), nel caso di prevista preventiva autorizzazione assembleare, per l'approvazione dell'operazione in presenza di parere negativo. In ipotesi di delibera adottata in mancanza del parere o sulla base di un parere viziato, dovrebbero trovare applicazione, per l'opponibilità ai terzi, le disposizioni dell'art. 2388 c.c. Mentre, dovrebbe risultare applicabile in presenza di inosservanza delle limitazioni statutarie (e, dunque, in caso di mancanza o invalidità della delibera assembleare) la previsione di cui all'art. 2384 c.c., comma 2; per

l'effetto, la mancanza o invalidità dell'autorizzazione assembleare sarebbe opponibile ai soli terzi che abbiano agito intenzionalmente a danno della società.

In linea di principio, muovendo oltre nella proposta analisi, la delibera carente sotto il profilo della motivazione pure è viziata e, quindi, impugnabile ex art. 2388 c.c. La specifica previsione dell'obbligo di motivazione nella delibera appare, per certi versi, ridondante; sui medesimi temi su cui la delibera dovrà motivare ci sarà stato un parere preventivo nel quale, evidentemente, si saranno dovute valutare le motivazioni addotte a sostegno dell'operazione dagli amministratori proponenti (è inverosimile, infatti, che il parere identifichi le ragioni e la bontà dell'operazione per il perseguimento degli interessi sociali). Poteva forse limitarsi la previsione di specifici obblighi di motivazione ai soli casi di delibera di approvazione dell'operazione in presenza di un parere negativo non vincolante.

A prescindere, comunque, dalle considerazioni di contorno ora espresse, anche con riferimento agli obblighi di motivazione della delibera si pone l'interrogativo in merito alle conseguenze della eventuale inosservanza, totale o parziale, di tali obblighi. Abbiamo affermato in tale ipotesi l'impugnabilità della delibera ex art. 2388 c.c.; ma valgono, con riguardo a tale "vizio", le medesime osservazioni più sopra svolte, in tema di violazione degli obblighi informativi, relativamente alla opportunità di una diversa graduazione del regime impugnatorio in tema di vizio di motivazione, sulla falsariga di quanto previsto dall'art. 2391 c.c., sia con

riguardo alla legittimazione ad impugnare che alla necessità che al vizio dell'atto deliberativo si accompagni anche una potenziale dannosità per la società dell'esecuzione della delibera.

Con esclusivo riguardo alle procedure da adottare nelle società governate con il sistema dualistico, alcune riflessioni a parte vanno svolte relativamente all'obbligo posto in capo ai consiglieri di sorveglianza<sup>185</sup> di comunicare eventuali interessi propri o di terzi di cui essi siano portatori rispetto all'operazione. Con tale previsione la Consob ha inteso estendere ai consiglieri interessati i medesimi obblighi di *disclosure* che l'art. 2391 c.c. pone in capo agli amministratori. In che misura l'inosservanza di tali obblighi, è lecito domandarsi, incide sull'approvazione di un'operazione con parte correlata? Costituisce in ogni caso un vizio – del procedimento, direi, non essendo specificata la sede in cui la comunicazione degli interessi va fatta (se in una delibera *ad hoc* del consiglio di sorveglianza, se nella delibera con cui si approva l'operazione) – che si riflette sull'approvazione dell'operazione? E se sì, in quale misura? Sempre, o solo nelle ipotesi in cui il comitato che ha valutato l'operazione è costituito da consiglieri di sorveglianza o quando il consiglio di sorveglianza partecipa all'approvazione dell'operazione *ex art. 2409 terdecies*, comma 1, lett. f, c.c.? E, ancora, per le conseguenze di tale mancanza il riferimento dovrà farsi, quanto ai rimedi, alle legittimazioni, all'impugnabilità, all'art. 2388 c.c. o, in via analogica, all'art. 2391 c.c.? L'espunto parziale del dettato del codice in tema di interessi degli amministratori impone, forse, uno sforzo di coordinamento in fase di puntualizzazione delle procedure (ad

---

<sup>185</sup>Obbligo che, osserva V. CARIELLO, (nt. 79), 94, appartiene a tutti i consiglieri di sorveglianza, e non solo a coloro chiamati a far parte del comitato di indipendenti.

esempio, mediante la previsione delle modalità, dei tempi e delle sedi per la *disclosure*), fermo restando che comunque gli interrogativi sugli effetti della violazione di tale specifico onere procedurale permangono.

Sin qui ci siamo occupati delle delibere consiliari, ma devono svolgersi alcune considerazioni anche in tema di vizi e impugnabilità delle delibere assembleari.

L'assemblea è, ai sensi del Regolamento, chiamata a deliberare in merito ad una proposta ad essa presentata dall'organo amministrativo, a conclusione di un *iter* da svolgersi secondo regole e principi conformi a quanto sancito negli articoli 7 e 8 del Regolamento.

Verrebbe a configurare un'ipotesi di annullabilità *ex art.* 2377, comma 2, c.c. il caso della delibera assembleare adottata in difetto di delibera. E darebbe vita a vizio analogo la delibera che dovesse apportare modifiche sostanziali tali da alterare il giudizio e le valutazioni espresse nel corso del procedimento che ha condotto alla formazione della proposta<sup>186</sup>, salva l'ipotesi – che non vi è ragione di escludere – che nella medesima seduta assembleare, nel corso del relativo dibattito, le modifiche siano positivamente scrutinate dagli amministratori e consiglieri indipendenti.

È legittimo poi interrogarsi su quali siano i riflessi degli eventuali vizi dell'*iter* procedimentale che ha condotto alla formazione della proposta che dovessero emergere successivamente alla delibera dell'assemblea.

---

<sup>186</sup>P. ABBADESSA, (nt. 152), 27.

Deve escludersi che l'intervenuta approvazione assembleare dell'operazione con parte correlata possa avere una portata sanante del vizio che dovesse rinvenirsi, a monte, nella fase di elaborazione della proposta su cui la volontà sociale si è formata. Viceversa, l'impugnazione, ai sensi dell'art. 2388 c.c. della delibera dell'organo amministrativo che dovesse concludersi con l'annullamento della stessa legittimerebbe anche la successiva impugnazione della delibera assembleare assunta sulla base di una proposta poi rivelatasi invalida; ma l'assemblea, in tale circostanza, potrebbe anche revocare la propria delibera<sup>187</sup>.

Sarà inoltre impugnabile, ex art. 2377 c.c., la delibera assembleare adottata ex art.11 comma 5 del Regolamento in casi di urgenza, nelle ipotesi di inosservanza degli accorgimenti procedurali ivi contemplati.

Spostando l'attenzione sull'altra categoria di delibere assembleari cui il Regolatore fa frequente ricorso, quelle non vincolanti (art. 13, comma 6, lett. b); par. 2.1, lett. d); par. 2.2, lett. d i); par. 3.1, lett. e), viene da domandarsi se esse siano o meno impugnabili. L'interrogativo sorge in considerazione della neutralità di tali deliberazioni rispetto alle sorti dell'operazione, l'efficacia della quale, indipendentemente dagli esiti

---

<sup>187</sup> Ciò, ove l'operazione con parte correlata fosse una fusione, potrebbe avvenire solo se l'iscrizione dell'atto di fusione presso i competenti Registri non sia intervenuta. Inoltre, l'invalidità della fusione derivanti da vizi del procedimento che dovesse emergere successivamente all'iscrizione dell'atto di fusione ai sensi dell'art. 2504 c.c. non potrà essere pronunciata (art. 2504 *quater* c.c.).



della consultazione assembleare, è conclamata in tutte le disposizioni del Regolamento che contemplano la delibera assembleare non vincolante<sup>188</sup>.

Cionondimeno non si ravvisano ragioni per escludere, con petizione di principio, che tali delibere possano soggiacere alle ordinarie regole in tema di invalidità delle delibere assembleari.

#### **4. La violazione degli obblighi informativi nei confronti del pubblico**

Nel perseguimento dell'obiettivo della trasparenza in merito alle operazioni con parti correlate, il Regolamento – s'è visto<sup>189</sup> – impone alla società significativi obblighi informativi verso il pubblico, ex art. 114, comma 5, TUF, aventi ad oggetto l'adozione o modifica delle procedure (art. 4, comma 8), l'approvazione delle operazioni di maggiore rilevanza (art. 5, commi 1 e 3), la conclusione di operazioni di minore rilevanza in presenza di parere contrario degli indipendenti (art. 7, comma 1, lett. g), gli esiti di voto delle approvazioni delle operazioni in casi di urgenza (art. 11, comma 5 e art. 13, comma 6, lett. e), l'approvazione di delibere-quadro, ove il prevedibile ammontare massimo delle operazioni superi la soglia di rilevanza delle operazioni, individuata nella procedura (art. 12, comma 2).

---

<sup>188</sup> Ritiene che tali delibere non siano impugnabili V. CARIELLO, (nt. 79), 114.

<sup>189</sup> *Supra*, Cap. V.

L'inosservanza degli obblighi informativi qui sinteticamente richiamati ricade nella sfera dell'art. 193 TUF, e comporta l'applicazione delle sanzioni amministrative ivi previste.

Ma potrebbe altresì verificarsi il caso che la violazione dei doveri informativi integri gli estremi della fattispecie di cui all'art. 187-ter TUF, dando vita ad un caso di manipolazione del mercato, sanzionato anch'esso mediante l'irrogazione di ben più pesanti sanzioni amministrative. L'illecito manipolatorio, di cui alla norma ora citata, dovrebbe ritenersi ricorrente ogniqualvolta la informazioni fornite (ma anche quelle, eventualmente omesse) siano suscettibili di fornire indicazioni false o fuorvianti in merito agli strumenti finanziari<sup>190</sup>.

## **5. Alcune riflessioni in tema di responsabilità degli amministratori**

Il mancato ossequio ai principi regolamentari e alle procedure che di essi sono attuazione espone – è scontato precisarlo – gli amministratori a responsabilità verso la società, verso i creditori sociali e verso i terzi, secondo le ordinarie regole di cui agli artt. 2392, 2393, 2393 *bis*, 2394 e 2395 del codice civile.

---

<sup>190</sup> In giurisprudenza, sul rapporto tra art. 193 TUF e art. 187-ter TUF, Cass. Civ. S.U., 30 settembre 2009, n. 20935, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, 2, 290 ss., con nota di R. VIGO, *Gruppo di società e manipolazione del mercato. Una pronuncia delle Sezioni Unite*. Sulle vicende poi approdate dinanzi alle Sezioni Unite, aventi ad oggetto la contestazione sia in sede amministrativa (ex art. 187-ter TUF) che penale (ex art. 185 TUF) dell'aggiotaggio informativo in relazione ad un reticente comunicato diffuso in ossequio ad una richiesta di informazione avanzata da Consob ex art. 114, comma 5, TUF, A. CRESPI, *Manipolazione del mercato e manipolazione di norme incriminatrici*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, 2, 107 ss.; G. LUNGHINI, *Manipolazione del mercato come difesa dell'impresa?*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, 2, 229 ss.

Il complesso assetto di compiti e funzioni proprie degli amministratori – indipendenti, esecutivi, non esecutivi – messo in campo dal Regolamento impone la verifica dei “diversi gradi” di responsabilità dei componenti dell’organo amministrativo coinvolti nel processo di approvazione di un’operazione con parte correlata. La modulazione delle responsabilità che si rinviene nella norma primaria in tema di responsabilità degli amministratori (art. 2392 c.c.) potrebbe difatti risultare ulteriormente accentuata ove la si applichi alle procedure per l’approvazione di operazioni con parti correlate, in ragione del coinvolgimento – a diverso titolo – di tutti gli amministratori nel relativo processo.

Ai sensi dell’art. 2392 c.c., va ricordato, grava su ciascun amministratore l’obbligo di adempiere i propri doveri con la diligenza richiesta “*dalla natura dell’incarico*” e “*dalle loro specifiche competenze*”. Il codice sancisce altresì la responsabilità solidale verso la società di tutti gli amministratori per i danni derivanti dall’inosservanza di tali doveri, “*a meno che si tratti di attribuzioni proprie del comitato esecutivo o di funzioni in concreto attribuite a uno o più amministratori*”. Come pure sono solidalmente responsabili gli amministratori che, essendo venuti a conoscenza di fatti pregiudizievoli, non hanno fatto quanto potevano per impedirne il compimento o eliminarne o ridurne le conseguenze dannose<sup>191</sup>.

---

<sup>191</sup> In generale, sull’art. 2392 c.c. e sui nuovi principi in tema di responsabilità degli amministratori a seguito della riforma del 2003, tra i numerosi contributi, A. DE NICOLA, *Commento all’art. 2392*, in P. MARCHETTI, L.A. BIANCHI, F. GHEZZI, M. NOTARI (diretto da),

Sul punto in esame viene in considerazione innanzitutto – in quanto tratto caratterizzante dell'intera disciplina – la posizione degli amministratori indipendenti e la responsabilità ad essi ascrivibile con riferimento, in particolare, ai pareri sull'operazione. Pareri nei quali gli indipendenti devono compiere valutazioni, ad un tempo gestionali e tecniche, sull'interesse della società al compimento dell'operazione e sulla convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni.

Il grado di diligenza richiesto agli indipendenti sarà, evidentemente, elevato, in considerazione della centralità del ruolo loro attribuito ai fini della disciplina in esame e, ancor prima, per le esigenze di protezione e garanzia che l'incarico in generale ad essi conferito (di cui la funzione consultiva in tema di operazioni con parti correlate è un aspetto) mira a soddisfare. La valutazione della responsabilità alla luce delle specifiche competenze implicherà, in ossequio alle indicazioni fornite in dottrina sulla portata del secondo criterio di cui all'art. 2392 c.c.<sup>192</sup>, la necessaria indagine sulle professionalità degli amministratori indipendenti e sulla relazione di tale professionalità rispetto all'operazione da porre in essere. In altre parole, rispetto a ciascuna operazione, se e quando rivelatasi dannosa, andranno identificate le competenze necessarie (ad es., legali, finanziarie o tecniche) e peculiari di ciascun indipendente avuto riguardo alle caratteristiche dell'operazione, onde valutare il livello di diligenza richiesto.

---

*Commentario alla riforma delle società*, F. GHEZZI (a cura di), *Amministratori. Artt. 2380-2396 c.c.*, Milano, 2005, 545 ss.; P. MONTALENTI, (nt. 119), 833 ss., ove ampi riferimenti bibliografici.

<sup>192</sup> DE NICOLA, (nt. 191), 556; P. MONTALENTI, (nt. 191), 839.

Ma ancora a monte, e forse più di ogni altro aspetto, andrà verificato quanto le valutazioni degli indipendenti si siano basate su un agire informato e meditato e su un'adeguata ponderazione anche delle proprie competenze rispetto all'operazione e, quindi, della possibilità o meno di svolgere in prima persona la valutazione richiesta ai sensi del Regolamento. Sotto tale ultimo profilo, potrebbe costituire fonte di responsabilità la scelta di non avvalersi, per la formazione del parere, di esperti indipendenti, ove l'operazione presentasse particolari complessità per il vaglio delle quali nessuno degli indipendenti, in base alla professionalità di ciascuno, si rivelasse poi adeguato.

Risulta, poi, particolarmente enfatizzato nell'impianto regolamentare il potere/dovere di agire informati, non tanto nelle operazioni di minore rilevanza – ove si applicano i principi generali dell'art. 2381, comma 6, c.c. – ma per le operazioni di maggiore rilevanza ove, in aggiunta alle prescrizioni del codice di cui alla norma da ultimo richiamata, si affianca la facoltà dei componenti il comitato degli indipendenti di richiedere informazioni e formulare osservazioni agli organi delegati e, in generale, alle linee aziendali coinvolte nell'operazione anche al di fuori della sede consiliare, dunque. Sì che gli amministratori indipendenti il cui parere si sia poggiato su un'informazione incompleta e parziale andranno esenti da responsabilità, sotto tale profilo, sol provando che le carenze informative non sono dipese da loro inerzia nel sollecitare il flusso di una completa informazione.

La specifica investitura degli indipendenti a sindacare dell'interesse della società all'operazione e della convenienza e correttezza delle relative condizioni non esime gli altri amministratori, esecutivi e non, da responsabilità relativamente a questi temi. La ponderazione sul merito dell'operazione incombe, infatti, sull'organo deliberante<sup>193</sup>, con obbligo altresì di motivazione nella delibera. All'assolvimento di tale doveri devono intendersi funzionalmente rivolti gli obblighi di trasmissione di informazioni complete ed adeguate che il Regolamento contempla. Ciò deve stare necessariamente a significare che ogni amministratore – come è normale – deve svolgere un'autonoma ed informata istruttoria sull'operazione proposta, anche a prescindere dal parere favorevole espresso dagli amministratori indipendenti. Il che implica che dei danni cagionati da un'operazione con parte correlata non risponderanno solo gli indipendenti, ove il loro parere favorevole sia risultato il frutto di un operato colpevole e negligente, ma anche gli altri amministratori, esecutivi e non, che l'operazione abbiano approvato, ove dovesse emergere che da parte loro vi sia stata violazione del dovere di un prudente ed informato apprezzamento del merito dell'operazione e della rispondenza dello stesso all'interesse sociale. Non potranno, in altre parole, gli altri amministratori fare affidamento sul parere favorevole degli indipendenti e acriticamente approvare un'operazione, sol perché positivamente valutata dagli indipendenti<sup>194</sup>. La dialettica indipendenti/organo deliberante, che il

---

<sup>193</sup> Che, probabilmente, nella pratica sarà sempre l'intero organo amministrativo, anche in caso di operazioni di minore rilevanza.

<sup>194</sup> In termini in qualche misura difformi, A. POMELLI, (nt. 48), 657, il quale osserva che *«se diligentemente e correttamente predisposto, [il] parere dovrebbe poter fornire uno «scudo protettivo» nei giudizi di responsabilità contro gli amministratori e consiglieri che abbiano approvato l'operazione asseritamente contraria all'interesse sociale, agli amministratori e consiglieri che lo abbiano predisposto diligentemente e in buona fede e*

Regolamento traccia esplicitamente per il caso del parere non favorevole, deve parimenti aversi in caso di parere positivo, potendo (meglio, dovendo) l'organo deliberante (il più delle volte, il *plenum* del consiglio di amministrazione o del consiglio di gestione) discostarsi dal parere favorevole degli indipendenti, se questo dovesse risultare in qualche modo carente, senza confidare sulla possibilità di potere da esso e, soprattutto, dalle motivazioni recate in delibera, prendere le distanze.

Diverso il ruolo di chi abbia esercitato propriamente i doveri di intervento ex art. 2392, comma 2, c.c. e di chi abbia fatto constare il proprio dissenso. Come noto, l'art. 2392, comma 3, c.c. contiene un'esimente da responsabilità a favore dell'amministratore che, *"essendo immune da colpa abbia fatto annotare senza ritardo il suo dissenso nel libro delle adunanze e delle deliberazioni del consiglio"*. La responsabilità per i danni derivanti dal compimento di un'operazione con parte correlata la cui approvazione sia intervenuta in spregio dell'assolvimento dei doveri di diligenza sanciti *ex lege* non verrebbe a colpire gli indipendenti che avessero espresso parere contrario all'operazione, sempre che possano comunque dare prova di avere diligentemente assolto ai doveri di

---

*a quelli che, non coinvolti nel concepimento e proposizione dell'operazione e disinteressati, abbiano ragionevolmente e in buona fede votato a favore facendo affidamento su di esso"*. Si ritiene di non condividere tale ultima affermazione e, quindi di escludere che gli altri amministratori (diversi da chi ha proposto l'operazione e dagli indipendenti che l'hanno preventivamente valutata) possano andare esenti da responsabilità solo perché abbiano fatto affidamento sul parere preventivo *"se diligentemente e correttamente predisposto"*. Peraltro, se l'operazione dovesse poi risultare contraria all'interesse sociale, delle due l'una: o di ciò, in ossequio alla diligenza richiesta, gli amministratori si sarebbero dovuti accorgere e, quindi, non approvare l'operazione ovvero dichiararsi contrari al suo compimento, o, se nonostante l'informato e prudente apprezzamento nell'intero iter procedimentale la potenziale dannosità dell'operazione non è emersa, alcuna responsabilità dovrebbe essere ascritta agli amministratori.

intervento per impedirne il compimento o eliminarne o mitigarne gli effetti pregiudizievoli. Dovrebbe far constare il proprio dissenso, poi, in occasione dell'adunanza consiliare per l'approvazione dell'operazione, l'indipendente membro del comitato che in caso di formazione secondo logiche collegiali del parere positivo abbia votato contro la valutazione positiva dell'operazione.

Come già messo in luce<sup>195</sup>, l'arbitrario e strumentale utilizzo della funzione consultiva da parte degli indipendenti potrebbe essere fonte di responsabilità. Così, in caso di pareri negativi fondati su giudizi arbitrari ovvero di comportamenti ostruzionistici in fase di trattativa ed istruttoria dell'operazione, gli indipendenti potrebbero essere chiamati a rispondere dei danni procurati impedendo il compimento dell'operazione ovvero prolungandone i tempi per il relativo perfezionamento. Ed anche in presenza di parere negativo, ove l'operazione fosse genuinamente nell'interesse della società, incomberebbe agli altri amministratori l'obbligo di attivare tutti i meccanismi prescritti nel Regolamento e recepiti nelle procedure per portare avanti l'operazione nonostante l'avviso contrario degli indipendenti.

Conclusivamente, sotto il profilo della responsabilità degli amministratori, l'impianto regolamentare, sia pur con diversi gradi di coinvolgimento, chiama tutti i componenti dell'organo amministrativo a valutare il merito dell'operazione, e sfrutta, talvolta potenziandoli, i principi, oramai generali, dell'agire informato per configurare in capo a

---

<sup>195</sup> A. POMELLI, (nt. 48), 657.



ciascun amministratore un proprio ed autonomo obbligo di vagliare la bontà dell'operazione. A tale aspetto fa, tuttavia, da contraltare l'eccesso di procedimentalizzazione che potrebbe, nella realtà, rendere oltremodo oneroso il compito di chi – società, socio, creditore o terzo – venisse pregiudicato dal compimento di un'operazione con parte correlata e volesse sostenere una violazione da parte degli amministratori degli obblighi di diligenza loro imposti. Il potenziale attore si troverebbe a dover affrontare una difesa che, in prima battuta, invocherebbe l'avvenuto rispetto di tutti i passaggi di cui alle procedure<sup>196</sup>. Il rischio, in altre parole, è che con la sola dimostrazione di aver "spuntato" tutti i punti della "check list" per le operazioni con parti correlate gli amministratori potrebbero fornire facile prova del loro operato, e toccherebbe all'attore in giudizio l'onere di provare che, ciononostante, la decisione è stata assunta in sostanziale spregio delle necessarie cautele e verifiche e senza il rispetto dei canoni di ragionevolezza e prudenza. Onere della prova che – non si fa fatica a cogliere – risulta particolarmente "diabolico", ove ci si trovi di fronte alla presunzione di correttezza formale e sostanziale dell'operazione, quale effetto dell'osservanza delle procedure e, soprattutto, del parere favorevole sull'operazione.

## 6. (Segue) dell'organo di controllo

Gli organi di controllo sono direttamente chiamati in causa dalla norma primaria (art. 2391 *bis* c.c.) e, di conseguenza, dal Regolamento

---

<sup>196</sup> Ed ha, infatti, ragione A. POMELLI (nt. 48), 657, quando discorre di «*scudo protettivo*» a proposito dei pareri favorevoli e, aggiungerei, a proposito delle procedure, in genere.

(art. 4, comma 6) per vigilare sulla conformità delle procedure adottate ai principi indicati dalla disciplina regolamentare e sulla loro osservanza, con obbligo di riferire annualmente in assemblea in merito all'attività di vigilanza svolta.

L'inadempimento a tali doveri rientrerà nel novero delle violazioni di cui all'art. 2407 c.c. e 2409 *terdecies* c.c.<sup>197</sup>.

Si tratterà, evidentemente, di responsabilità concorrente e solidale con gli amministratori, derivante dalla violazione degli specifici doveri di vigilanza recati dalla disciplina in esame che presuppongono, appunto, una condotta illecita o omissiva dei gestori.

Più pregnante sarà la responsabilità dell'organo di controllo, nelle società con sistema dualistico, in caso di approvazione di operazioni (di maggiore o minore rilevanza) strategiche, per le quali vi sia per statuto la concorrente competenza deliberativa dell'organo di controllo ex art. 2409 *terdecies*, comma 1, *f bis* c.c. Qui, come già in generale messo in luce con riferimento alla speciale competenza deliberativa di cui il codice consente di investire il consiglio di sorveglianza<sup>198</sup>, ferma l'iniziativa del consiglio di gestione, l'organo di controllo è compartecipe dell'approvazione (come

---

<sup>197</sup> Su entrambi, P. MAGNANI, *Commento all'art. 2407*, in P. MARCHETTI, L.A. BIANCHI, F. GHEZZI, M. NOTARI (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, F. GHEZZI (a cura di), *Collegio Sindacale. Controllo contabile. Artt. 2397-2409 septies c.c.*, Milano, 2005, 257 ss; ID., *Commento all'art. 2409 terdecies*, in P. MARCHETTI, L.A. BIANCHI, F. GHEZZI, M. NOTARI (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, F. GHEZZI (a cura di), *Amministratori. Artt. 2409 octies - 2409 noviesdecies c.c.*, Milano, 2005, 135 ss.

<sup>198</sup> U. TOMBARI, *Sistema dualistico e potere di "alta amministrazione" del consiglio di sorveglianza*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, I, 722; V. CARIELLO, *Il sistema dualistico. Vincoli tipologici e autonomia statutaria*, seconda edizione, Milano, 2009, 256.

della mancata approvazione) e di ciò è corresponsabile con il consiglio di gestione, ma non per un difetto di vigilanza *ex post* sulla gestione e sulla scelte imprenditoriali strategiche, bensì per il negligente esercizio della funzione di vigilanza *"di legalità e di merito ex ante sulla gestione strategica dell'impresa e [di] compartecipazione nella gestione strategica dell'impresa"*<sup>199</sup>.

Nell'ipotesi considerata, come negli altri casi considerati dalla disciplina regolamentare in cui il comitato di indipendenti con funzioni consultive si componga di consiglieri di sorveglianza, si assiste ad una scomposizione più o meno marcata delle responsabilità all'interno dello stesso organo. Più marcata, ove l'operazione con parte correlata non rientri nell'area delle funzioni di indirizzo strategico del consiglio di sorveglianza, venendo in tale ipotesi la posizione dei consiglieri indipendenti facenti parte del comitato quasi ad isolarsi (per effetto della titolarità originaria loro ascrivibile della funzione consultiva<sup>200</sup>) rispetto a quella degli altri consiglieri, con assoggettamento dei primi all'attività di vigilanza dei secondi. Meno marcata ove il consiglio di sorveglianza, in virtù della competenza ascrittagli *ex art. 2409 terdecies*, comma 1, lett. f) *bis*, partecipi all'approvazione dell'operazione con parte correlata.

Anche il collegio sindacale potrebbe vedere ampliato, per effetto delle disposizioni delle procedure, l'ambito delle proprie responsabilità, ove esso dovesse venire chiamato a rendere sull'operazione il preventivo motivato parere, non vincolante, sull'interesse della società al compimento

<sup>199</sup> Le parole in corsivo nel testo sono di V. CARIELLO, (nt. 198), 259.

<sup>200</sup> Al riguardo, si veda *supra*, Cap. IV, § 3.3.

dell'operazione nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle condizioni o, prima ancora, ove dovesse essere coinvolto nella fase dell'istruttoria e delle trattative<sup>201</sup>. Per la fase dell'approvazione dell'operazione, inoltre, i componenti del collegio sindacale, ove abbiano un interesse, per conto proprio o di terzi, nell'operazione medesima, ne devono dare notizia agli altri sindaci, precisandone la natura, i termini, l'origine e la portata<sup>202</sup>. Di fronte all'attuazione di tali indicazioni di matrice Consob dovremmo necessariamente venire ad affermare una compartecipazione del collegio sindacale nell'attività gestionale facente capo agli amministratori ed una conseguente responsabilità in caso di imprudente ed avventata ponderazione del merito dell'operazione. Tutto ciò, però, stride con la natura dell'organo di cui stiamo discorrendo e, soprattutto, dell'incarico di controllo e vigilanza di cui lo stesso è investito. Perché, nel caso di specie, si tratta di qualcosa di più del "controllo gestionale" che compete ex art. 2403 c.c.; si tratta, invero, di "valutazione gestionale" e di compartecipazione all'assunzione di decisioni imprenditoriali<sup>203</sup>. Si propongono, poi, con riferimento alla fattispecie dell'"interesse" dei sindaci gli stessi interrogativi più sopra sollevati<sup>204</sup> (ed ai quali, per non ripetersi, si rimanda) sull'analogia previsione inserita per i consiglieri di sorveglianza.

---

<sup>201</sup> Ciò in recepimento delle indicazioni provenienti dalla Consob (Comunicazione, par. 15.1 e par. 15.2).

<sup>202</sup> Così la Comunicazione, par. 15.1 e par. 15.2.

<sup>203</sup> Non senza peraltro, in proposito, interrogarsi circa la legittimità che un tale ampliamento dell'incarico del collegio sindacale possa aversi per effetto di procedure che, nello specifico, attuerebbero neppure il Regolamento ma le indicazioni e gli orientamenti per la relativa applicazione.

<sup>204</sup> Cfr. *supra*, in questo Capitolo, § 3.

## Bibliografia

P. ABBADESSA, *L'assemblea nella s.p.a.: competenza e procedimento nella legge di riforma*, in *Giur. Comm.*, 2004, I, 542 ss.;

P. ABBADESSA, *Profili topici della nuova disciplina della delega amministrativa*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber Amicorum Gian Franco Campobasso, P. ABBADESSA, G.B. PORTALE (diretto da), 2, *Assemblea-Amministrazione*, Milano, 2006, 489 ss.;

P. ABBADESSA, *Assemblea ed operazioni con parti correlate (prime riflessioni)*, in *Le operazioni con parti correlate*, Atti del Convegno Università Cattolica del Sacro Cuore, Piacenza 19 novembre 2010, V. CARIELLO (a cura di), 17 ss.;

P. ABBADESSA, A. MIRONE, *Le competenze dell'assemblea nelle s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2010, 2-3, 269 ss.;

F. ANCHINI, *Sub art. 2502*, in *Commentario breve al diritto delle società*, A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), Milano, 2011, 1473 ss.;

M. BAGLIONI, G. GRASSO, *Operazioni con parti correlate: il Regolamento Consob*, in *Società*, 2010, 6, 727 ss.;

F. BONELLI, *Gli amministratori di s.p.a. dopo la riforma delle società*, Milano, 2004;

V. BUONOCORE, *Le nuove forme di amministrazione nelle società di capitali non quotate*, in *Giur. Comm.*, 2003, I, 389 ss.;

V. BUONOCORE, *Adeguatezza, precauzione, gestione, responsabilità: chiose sull'art. 2381, commi terzo e quinto, del codice civile*, in *Giur. Comm.* 2006, I, 5 ss.;

A. BUSANI, *Parti Correlate: modifiche statutarie e nuove procedure decisionali*, in *Società*, 2010, 1103 ss.;

A. BUSANI, *Assemblee 2011: passivity rule, parti correlate e Dshr*, in *Società*, 1, 2011, 65 ss.;

V. CARIELLO, *Direzione e coordinamento di società e responsabilità: spunti interpretativi iniziali per una riflessione generale*, in *Riv. soc.* 2004, 1227 ss.;

V. CARIELLO, *Il sistema dualistico. Vincoli tipologici e autonomia statutaria*, seconda edizione, Milano, 2009.

V. CARIELLO, *L'organizzazione interna del consiglio di sorveglianza, in Amministrazione e controllo nel diritto delle società*, Liber Amicorum Antonio Piras, Torino, 2010, 323 ss.

V. CARIELLO, *Operazioni con parti correlate e sistema dualistico*, in *Le operazioni con parti correlate*, Atti del Convegno Università Cattolica del Sacro Cuore, Piacenza 19 novembre 2010, V. CARIELLO (a cura di), 121 ss.;

G.E. COLOMBO, *La formazione del bilancio*, in *Trattato delle società per azioni. Bilancio d'esercizio e consolidato*, 7\*, Torino, 1994, 383 ss.;

CONSOB, *Disciplina regolamentare di attuazione dell'art. 2391 bis del codice civile in materia di operazioni con parti correlate* – Primo documento di Consultazione 9 aprile 2008;

CONSOB, *Disciplina regolamentare di attuazione dell'art. 2391 bis del codice civile in materia di operazioni con parti correlate* – Secondo documento di Consultazione 3 agosto 2009;

CONSOB, *Relazione illustrativa sull'attività di analisi d'impatto della regolamentazione e sugli esiti della procedura di consultazione* del 23 giugno 2010;

CONSOB, Comunicazione n. DEM/10078683 del 24 settembre 2010;

CONSOB, Comunicazione n. DEM/10094530 del 15 novembre 2010;

A. CRESPI, *Manipolazione del mercato e manipolazione di norme incriminatrici*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, 2, 107 ss.;

P. DAL SOGLIO, *Sub art. 2359*, in *Commentario breve al diritto delle società*<sup>2</sup>, A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), Padova, 2011, 435;

P. DAL SOGLIO, *Sub art. 2497*, in *Commentario breve al diritto delle società*<sup>2</sup>, A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), Padova, 2011, 1386 ss.;

A. DE NICOLA, *Commento all'art.2381*, in P. MARCHETTI, L.A. BIANCHI, F. GHEZZI, M. NOTARI (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, F. GHEZZI (a cura di), *Amministratori. Artt.2380-2396 c.c.*, Milano, 2005, 100 ss.;

A. DE NICOLA, *Commento all'art. 2392*, in P. MARCHETTI, L.A. BIANCHI, F. GHEZZI, M. NOTARI (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, F. GHEZZI (a cura di), *Amministratori. Artt. 2380-2396 c.c.*, Milano, 2005, 545 ss.;

F. DENOZZA, *I requisiti di indipendenza*, 2005, disponibile all'indirizzo internet [www.nedcommunity.it](http://www.nedcommunity.it);

A. DYCK, L. ZINGALES, *Private benefits of control: an International comparison*, Working Paper, disponibile su SSRN: <http://papers.ssrn.com/abstract=296107>;

L. ENRIQUES, P. VOLPIN, *Corporate Governance Reforms in Continental Europe*, in *Journal of Economic Perspectives*, vol. 21, 2007, 117 ss.;



S. ESPOSITO, *Le operazioni con parti correlate: regole sulla trasparenza e sul governo societario*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2010, 3, 851 ss;

P. FERRO-LUZZI, *Osservazioni al II Documento di Consultazione*, 2009, 4-5, disponibile sul sito della Commissione, all'indirizzo [http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/consultazione\\_parti\\_correlate\\_20080803\\_osservazioni\\_ferro\\_luzzi.pdf](http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/consultazione_parti_correlate_20080803_osservazioni_ferro_luzzi.pdf), 5.

F. GALGANO, *Direzione e coordinamento di società*, in *Commentario del codice civile Scialoja-Branca*, Bologna, 2005, 65 ss.;

F. GHEZZI, *Commento all'art.2409 septiesdecies*, in P. MARCHETTI, L.A. BIANCHI, F. GHEZZI, M. NOTARI (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, F. GHEZZI (a cura di), *Sistemi alternativi di amministrazione e controllo. Artt.2409 octies-2409 noviesdecies c.c.*, Milano, 2005, 197 ss.;

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 ss.;

S. JOHNSON, R. LA PORTA, F. LOPEZ DE SILANES, A. SHLEIFER, *Tunneling*, in *American Economic Review*, vol. 90, 2000, 22 ss.;

M. KOHLBECK, B. MAYHEW (2004), *"Agency Costs, Contracting, and Related Party Transactions"*, Working Paper, disponibile su SSRN: <http://ssrn.com/abstract=592582>;

R. KRAAKMAN, J. ARMOUR, P. DAVIES, L. ENRIQUES, H. HANSMANN, G. HERTIG, K. HOPT, H. KANDA, E. ROCK, *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, Second Edition, Oxford, 2009;

R. LA PORTA, F. LOPEZ DE SILANES, A. SHLEIFER, R. VISHNY, *Legal Determinants of External Finance*, in *The Journal of Finance*, vol. LII, 3, 1997;

B. LIBONATI, *L'impresa senza equilibrio*, disponibile all'indirizzo internet [www.lavoce.info](http://www.lavoce.info);

G. LUNGHINI, *Manipolazione del mercato come difesa dell'impresa?*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, 2, 229 ss.;

P. MAGNANI, *Commento all'art. 2407*, in P. MARCHETTI, L.A. BIANCHI, F. GHEZZI, M. NOTARI (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, F. GHEZZI (a cura di), *Collegio Sindacale. Controllo contabile. Artt. 2397-2409 septies c.c.*, Milano, 2005, 257 ss;

P. MAGNANI, *Commento all'art. 2409 terdecies*, in P. MARCHETTI, L.A. BIANCHI, F. GHEZZI, M. NOTARI (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, F. GHEZZI (a cura di), *Amministratori. Artt. 2409 octies – 2409 noviesdecies c.c.*, Milano, 2005, 135 ss.

P. MARCHETTI, *Il potere decisionale gestorio nella S.p.A.*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, CIAN G. (a cura di), Padova, 2004, 469 ss.;

M. MAUGERI, *Le operazioni con parti correlate nei gruppi societari*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2010, 3, 887 ss.;

G. MERUZZI, *L'informativa endo-societaria nella società per azioni*, in *Contr. Impr.*, 2010, 737 ss.;

M. MIOLA, *Le operazioni con parti correlate*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*, Liber Amicorum Antonio Piras, Torino, 2010, 631 ss.;

P. MONTALENTI, *Corporate Governance, consiglio di amministrazione, sistemi di controllo interno: spunti per una riflessione*, in *Riv. Soc.*, 2002, 818 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 Gian Franco Campobasso, P. ABBADESSA, G.B. PORTALE (diretto da), 2, *Assemblea-Amministrazione*, Milano, 2006, 833 ss.;

P. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate tra efficienza gestionale nei gruppi e rischi di conflitti di interessi: quale disciplina?* relazione tenuta

al Convegno organizzato dal Centro Nazionale di prevenzione e difesa sociale e dalla Fondazione Courmayeur, sul tema *La crisi finanziaria: banche, regolatori, sanzioni*, Courmayeur, 25-26 settembre 2009, disponibile all'indirizzo [http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/consultazione\\_parti\\_correlate20090803\\_osservazioni\\_montalenti.pdf](http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/consultazione_parti_correlate20090803_osservazioni_montalenti.pdf), 7-8.

M. MOZZARELLI, *Appunti in tema di rischio organizzativo e procedimentalizzazione dell'attività imprenditoriale*, in *Amministrazione e Controllo nel diritto delle società*, Liber Amicorum Antonio Piras, Torino, 2010, 728 ss.;

M. NOTARI, J. BERTONE, *Commento all'art. 2359*, in P. MARCHETTI, L.A. BIANCHI, F. GHEZZI, M. NOTARI (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, M. NOTARI (a cura di), *Azioni. Artt. 2346-2362 c.c.*, Milano, 2005, 665 ss.;

A. PISANI MASSAMORMILE, *Invalidità delle delibere consiliari*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber Amicorum Gian Franco Campobasso, P. ABBADESSA, G.B. PORTALE (diretto da), 2, *Assemblea-Amministrazione*, Milano, 2006, 513 ss.;

A. PISANI MASSAMORMILE, *Appunti sugli amministratori indipendenti*, in *Riv. Dir. Soc.*, 2/2008, 248 ss.;

A. POMELLI, *La disciplina Consob delle operazioni con parti correlate*, in *Le Nuove Leggi Civili Commentate*, 2010, 1333 ss; Id., *Sub art. 2391 bis*, in *Commentario breve al diritto delle società*, Maffei Alberti (a cura di), Milano, 2011, 636 ss.;

G.B. PORTALE, *Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber Amicorum Gian Franco Campobasso, P. ABBADESSA, G.B. PORTALE (diretto da), 2, *Assemblea-Amministrazione*, Milano, 2006, 5 ss.;

G. PRESTI, F. MACCABRUNI, *Gli amministratori indipendenti: mito e realtà nelle esperienze anglosassoni*, in AGE 2003, 97 ss.;

D. REGOLI, *Gli amministratori indipendenti*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber Amicorum Gian Franco Campobasso, P. ABBADESSA, G.B. PORTALE (diretto da), 2, *Assemblea-Amministrazione*, Milano, 2006, 385 ss.;

D. REGOLI, *Gli amministratori indipendenti tra fonti private e fonti pubbliche e statuali*, in *Riv. Soc.*, 2008, 408 ss.;

R. RORDORF, *Gli amministratori indipendenti*, in *Giur. Comm.*, 2007, 2, 143 ss.

R. RORDORF, *Importanza e limiti dell'informazione nei mercati finanziari*, in *Giur. Comm.*, 2002, I, 773 ss.

G. ROSSI, *Le c.d. regole di «corporate governance» sono in grado di incidere sul comportamento degli amministratori?*, in *Riv. Soc.*, 2001, 12 ss.;

M. RYNGAERT, S. THOMAS (2007), *“Related Party Transactions: Their Origins and Wealth Effects”* Working Paper, disponibile su SSRN: <http://ssrn.com/abstract=970689>;

V. SALAFIA, *L’informativa societaria e l’efficienza del mercato*, in *Società*, 1999, 9, 1029 ss.;

V. SALAFIA, *Le operazioni con parti correlate*, in *Società*, 6, 2010, 735 ss.;

N. SALANITRO, *Nozione e disciplina degli amministratori indipendenti*, in *Banca, borsa, tit. credito*, 2008, 1, 1 ss.;

G. SBISÀ, *Responsabilità della capogruppo e vantaggi compensativi*, in *Contr. e impr.*, 2003, 591 ss.;

L. SCHIUMA, *Il sistema dualistico. I poteri del consiglio di sorveglianza e del consiglio di gestione*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber Amicorum Gian Franco Campobasso, P. ABBADESSA, G.B. PORTALE (diretto da), 2, *Assemblea-Amministrazione*, Milano, 2006, 685 ss.;

M. STELLA RICHTER, *Le procedure per le operazioni con parti correlate*, in *Riv. Soc.*, 2011, 1, 64 ss.;

U. TOMBARI, *Verso uno "statuto speciale" degli amministratori indipendenti (Prime considerazioni sul d. lgs. n. 303/2006 e sulle modifiche al Regolamento Consob in materia di emittenti)*, in *Riv. Dir. Soc.* 3/2007, 51 ss.;

U. TOMBARI, *Sistema dualistico e potere di "alta amministrazione" del consiglio di sorveglianza*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, I, 709 ss.;

M. TONELLO, *Corporate governance e tutela del risparmio*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, diretto da F. GALGANO, XXXV, Padova, 2006, 234 ss.;

M. VENTORUZZO, *Commento all'art. 2388*, in P. MARCHETTI, L.A. BIANCHI, F. GHEZZI, M. NOTARI (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, F. GHEZZI (a cura di), *Amministratori. Artt. 2380-2396 c.c.*, Milano, 2005, 299 ss.;

M. VENTORUZZO, *Commento all'art. 2391*, in P. MARCHETTI, L.A. BIANCHI, F. GHEZZI, M. NOTARI (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, F. GHEZZI (a cura di), *Amministratori. Artt. 2380-2396 c.c.*, Milano, 2005, 423 ss.;

M. VENTORUZZO, *Commento all'art. 2391 bis*, in P. MARCHETTI, L.A. BIANCHI, F. GHEZZI, M. NOTARI (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*,

F. GHEZZI (a cura di), *Amministratori. Artt. 2380-2396 c.c.*, Milano, 2005, 501 ss.;

R. VIGO, *Gruppo di società e manipolazione del mercato. Una pronuncia delle Sezioni Unite*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, 2, 290 ss. (nota a Cass. Civ., S.U., 30 settembre 2009, n. 20935);

G.M. ZAMPERETTI, *Il dovere di informazione degli amministratori nella governance della società per azioni*, Milano, 2005, 336 ss.;