



Sul sindacato giudiziale delle operazioni con parti correlate

On judicial review in related party transactions

ROBERTO SACCHI

Professore ordinario di Diritto commerciale

Università degli Studi di Milano

roberto.sacchi@unimi.it

ABSTRACT

Nello scritto si affronta la questione legata ai limiti del sindacato giudiziale sulle operazioni con parti correlate. In particolare, è discusso se si applichi la c.d. *business judgement rule*, che implica un arretramento dello scrutinio giudiziale. Dopo aver evidenziato gli equivoci in cui sovente si incorre nell'impostazione del problema, viene esaminato il rapporto fra qualità delle procedure in tema di operazioni con parti correlate e intensità del controllo dei giudici e si evidenzia il costo, in termini di indeterminatezza, della tesi che pone in rapporto di proporzionalità inversa qualità del processo e intensità del vaglio giudiziale. In alternativa si propone di subordinare l'applicazione della *business judgement rule* alla circostanza che le operazioni di maggiore rilevanza con soci correlati siano sottoposte all'assemblea con applicazione del meccanismo del c.d. *whitewash*, anche in presenza di parere favorevole degli amministratori indipendenti.

Parole chiave: operazioni con parti correlate; *b.j.r.*; applicazione; limiti



DOI: 10.54103/milanlawreview/19510

MILAN LAW REVIEW, Vol. 4, No. 1, 2023
ISSN 2724 - 3273

The paper deals with the limits of judicial review in related party transactions. It is discussed whether the so-called business judgment rule, which implies a backward shift in judicial scrutiny, applies. After pointing out the misunderstandings that are often incurred in the approach to the problem, the relationship between the quality of related party transaction procedures and the intensity of judicial scrutiny is examined. Building on this, the cost, in terms of vagueness, of the thesis that places the quality of the process and the intensity of judicial scrutiny in an inverse proportionality relationship is highlighted. Alternatively, it is suggested to apply the business judgment rule only in the case that transactions of greater significance with related shareholders are submitted to the shareholders' meeting, with application of the so-called whitewash mechanism, even in the presence of a favorable opinion of the independent directors.

Keywords: related party transactions; business judgement rule; application; limits

Il contributo è stato sottoposto a referaggio anonimo (doppio cieco)

This paper has been subjected to double-blind peer review

Sul sindacato giudiziale delle operazioni con parti correlate*

SOMMARIO: 1. Gli equivoci nell'impostazione del problema dell'applicabilità della *business judgment rule* alle operazioni con parti correlate. – 2. Il rapporto fra qualità delle procedure in tema di o.p.c. e intensità dello scrutinio giudiziale. – 3. (*Segue*) La tesi che configura questo rapporto in termini di proporzionalità inversa. – 4. Una soluzione alternativa.

1. Gli equivoci nell'impostazione del problema dell'applicabilità della *business judgment rule* alle operazioni con parti correlate

L'individuazione dei limiti del sindacato giudiziale sulle decisioni assunte dagli amministratori di s.p.a. presenta profili di grande delicatezza. Da un lato, l'esercizio del potere di impresa – a maggior ragione nelle grandi imprese, tendenzialmente destinate a operare adottando il tipo s.p.a. – può, data la presenza del rischio di impresa e la facilità di errori nell'effettuazione di scelte connotate da un elevato grado di incertezza e di complessità, arrecare gravi pregiudizi ai soci, a coloro che contrattano con l'impresa e agli altri *stakeholders*. Questo impone di non lasciare sguarnite di presidi giuridici le ipotesi in cui nella gestione dell'impresa si verificano patologie. Fra questi presidi un ruolo di particolare rilievo è svolto dalla responsabilità risarcitoria degli amministratori.

Dall'altro lato, però, vi è l'esigenza di evitare che lo scrutinio giudiziale – rimettendo in discussione *ex post*¹ l'operato degli amministratori – leda la libertà di impresa, che in Italia, come negli altri Paesi capitalistici, costituisce un valore di rilevanza centrale per l'ordinamento, protetto, sia pure in modo non assoluto, a livello costituzionale (art. 41 Cost., si veda pure l'art. 16 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione Europea).

Per questa ragione è di generale accettazione l'idea che le corti non possono spingersi a valutare l'opportunità imprenditoriale, entrando nel merito delle decisioni gestionali assunte. A questo obiettivo è funzionale la *business judgment*

* Questo lavoro costituisce lo sviluppo e l'aggiornamento della relazione presentata alla giornata di studi in tema di amministrazione delle società, tenuta a Bologna il 16 novembre 2018 in onore di Vincenzo Calandra Buonauro, uscirà anche nel volume che raccoglie gli atti dell'incontro e pure in questa sede è dedicato al ricordo di Vincenzo.

¹ Ovviamente è consolidata la tesi – pienamente condivisibile – che il giudice deve condurre la sua valutazione ponendosi nello scenario *ex ante*, ossia sulla base delle informazioni a disposizione degli amministratori (o che sarebbero state a loro disposizione se essi avessero adempito al loro dovere di diligenza e di agire in modo informato).

rule, che è stata elaborata negli U.S.A. e che ormai ha trovato ampio accoglimento (anche) in Italia.

La precisa identificazione dei confini dell'area di insindacabilità da parte dei giudici non è pacifica² e, tra l'altro, si è rilevato che la categoria concettuale in discorso assume un significato diverso negli U.S.A. e in Italia³. Tuttavia sulla funzione (tutela della libertà di impresa ed eliminazione di incentivi a una eccessiva cautela degli amministratori, essendo il rischio connaturato alle imprese⁴, salva l'esigenza di una sua gestione controllata) e sull'interesse da proteggere (si tratta dell'interesse alla insindacabilità sul piano dell'opportunità delle decisioni degli amministratori) con questa *rule* vi è ampia condivisione.

Se il tema della determinazione dell'ambito del controllo dei giudici sull'operato degli amministratori presenta in termini generali aspetti di delicatezza, questi si accentuano quando la questione viene posta con specifico riferimento alle operazioni con parti correlate, dato il maggiore rischio di comportamenti opportunistici legato alla correlazione con la controparte della società.

In particolare, si discute se – in presenza di operazioni con parti correlate (di seguito "o.p.c.") nelle quali siano state seguite le procedure adottate dalla società e queste ultime siano conformi al Regolamento Consob adottato con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010, come successivamente modificato, da ultimo con la delibera n. 21624 del 10 dicembre 2020 (di seguito anche il "Regolamento Consob") – la *business judgment rule* si applichi allo scrutinio giudiziale sulle o.p.c.⁵ o se, invece, questo criterio non trovi spazio rispetto a tali operazioni⁶.

In senso favorevole alla prima tesi può essere addotto l'argomento che l'adozione e l'applicazione delle procedure per le o.p.c. presenta rilevanti costi imprenditoriali (diretti e indiretti) per la società. Questo – unitamente alla considerazione che le procedure sono appunto funzionali a evitare l'incremento

² Sui problemi che in proposito si pongono cfr. per tutti V. Calandra Buonauro, *L'amministrazione della società per azioni nel sistema tradizionale*, nel *Trattato di Diritto Commerciale*, fondato da Buonocore e diretto da Costi, sezione IV, tomo 4.VI, Giappichelli, Torino, 2019, pp. 286 ss.

³ In questo senso si veda P. Montalenti, *Le operazioni con parti correlate: questioni sistematiche e problemi applicativi*, in *Riv. dir. comm.*, 2015, I, p. 72.

⁴ Nel senso che «la propensione al rischio costituisce un connotato ineliminabile» dell'attività imprenditoriale cfr. V. Calandra Buonauro, (nt. 2), 288.

⁵ Cfr., ad es., M. Miola, *Le operazioni con parti correlate*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società – Liber Amicurum Antonio Piras*, Giappichelli, Torino, 2010, p. 650; P. Montalenti, (nt. 3), pp. 72 ss. (sia pure solo con riferimento alla *business judgment rule* "all'italiana"); M. Houben, *Operazioni con parti correlate e governo societario*, Giuffrè Francis Lefebvre, Milano, II ed., 2020, pp. 125 ss.; sul punto V. Calandra Buonauro, (nt. 2), 235 si esprime in termini dubitativi (ma si veda 230).

⁶ Cfr. A. Mazzoni, *Operazioni con parti correlate e abusi*, in *Il Testo Unico della Finanza – Un bilancio dopo 15 anni*, diretto da Annunziata, Egea, Milano, 2015, pp. 206 ss.

del rischio di comportamenti opportunistici, legati alla presenza della parte correlata – dovrebbe giustificare l'applicazione della *business judgment rule*.

Per motivare la disapplicazione della *business judgment rule* si è però rilevato che «nella disciplina delle operazioni con parti correlate, l'osservanza delle regole di trasparenza e di procedimentalizzazione è un mezzo che facilita l'ottenimento del fine, non un mezzo il cui corretto impiego è di per sé sufficiente a realizzare il fine»⁷.

Da questo Alberto Mazzoni ha desunto che «ciò che in realtà può dirsi comprato con l'ottemperanza formale [n.d.r., alla disciplina delle o.p.c.] è la presunzione relativa di legittimità, che è associata al rispetto dell'iter procedimentale prescritto dalla legge»⁸, senza che tale ottemperanza produca effetti sul livello di approfondimento del controllo dei giudici. Nel suo pensiero un ruolo importante per supportare la tesi contraria all'applicazione della *business judgment rule* è svolto dall'attribuzione al parere degli amministratori indipendenti di una estensione che giunge alla valutazione di merito⁹.

Al contrario, chi, come Paolo Montalenti, ritiene applicabile la *business judgment rule* (sia pure "all'italiana") alle o.p.c. collega questa posizione all'accoglimento dell'opinione che il parere del comitato di amministratori indipendenti non può sconfinare nella valutazione del merito (riservata al *plenum* del c.d.a.)¹⁰, interpretando restrittivamente (i) il riferimento nel Regolamento Consob (artt. 7.1.a. e 8.1.c.¹¹ e allegato 2, artt. 1.1.a., 2.1.c. e 3.1.d.¹²) all'interesse della società al compimento dell'operazione e alla convenienza (oltre che alla correttezza sostanziale) delle sue condizioni e (ii) la possibilità del comitato o.p.c. di valutare le soluzioni alternative¹³.

Come si vede, sul piano dell'impostazione, Alberto Mazzoni (contrario all'applicazione della *business judgment rule* alle o.p.c.) e Paolo Montalenti (favorevole invece all'applicazione di questo parametro) adottano un approccio

⁷ Così A. Mazzoni, (nt. 6), p. 203.

⁸ Così A. Mazzoni, (nt. 6), p. 204.

⁹ Così A. Mazzoni, (nt. 6), p. 208.

¹⁰ Cfr. P. Montalenti, (nt. 3), p. 72 s.

¹¹ In relazione, rispettivamente, alle operazioni di minore rilevanza e a quelle di maggiore rilevanza nelle società che adottano i sistemi di amministrazione e controllo tradizionale o monistico.

¹² In relazione, rispettivamente, alle operazioni di minore rilevanza, a quelle di maggiore rilevanza e a quelle strategiche in presenza di previsione statutaria *ex art. 2409-terdecies*, comma 1, lett. *f-bis* c.c. nelle società che adottano il sistema di amministrazione e controllo dualistico.

¹³ Cfr. P. Montalenti, (nt. 3), pp. 70 s. Per un'interpretazione restrittiva del contenuto del parere degli amministratori indipendenti, v. pure: V. Calandra Buonauro, (nt. 2), pp. 230; M. Miola, (nt. 5), pp. 655 ss.; A. Pomelli, *La disciplina Consob delle operazioni con parti correlate*, in *NLCC*, 2010, pp. 1358 ss.; S. Gilotta, *Interesse di gruppo e nuove regole sulle operazioni con parti correlate: una convivenza difficile*, in *Giur. comm.*, 2012, I, pp. 262 s., nota 21.

analogo e speculare, collegando la soluzione negativa o positiva del problema alla possibilità che il comitato o.p.c. entri o non entri nel merito dell'operazione.

Chiarirò tra breve che condivido la convinzione che le caratteristiche delle procedure in materia di o.p.c. assumono una rilevanza centrale nella soluzione della questione in discorso. Credo, però, che la posizione dei due autorevoli studiosi sia viziata da un equivoco: la *business judgment rule* è un criterio per individuare il perimetro del sindacato giudiziale sugli atti degli amministratori ed è estranea al tema dell'ampiezza della valutazione da compiere ad opera del comitato o.p.c..

A questo proposito si è condivisibilmente rilevato che la *business judgment rule* è «uno *standard* di valutazione rivolto agli stessi giudici, al fine di preservare l'ambito di discrezionalità e opinabilità delle scelte nella gestione societaria unitariamente intesa, non invece per delimitare i rispettivi ambiti di valutazione tra le diverse figure che concorrono all'interno della società all'esercizio del potere gestionale. Ma, ancor più in radice, occorre soprattutto tenere presente che la *business judgment rule* ha come proprio campo di applicazione l'ambito del riesame giudiziale perché essa risponde, in ultima analisi, all'esigenza di governare le insidie di un giudizio espresso su scelte gestionali già compiute e di cui sono già visibili gli esiti. Quando invece occorre coordinare diversi ambiti di valutazione preventiva, all'interno della società, il problema attiene non più alla necessità di contenere gli effetti distorsivi del sindacato *a posteriori*, bensì soltanto alla delimitazione delle rispettive competenze»¹⁴.

In altre parole, la *business judgment rule* e la individuazione del perimetro della valutazione che va compiuta dal comitato o.p.c. attengono a piani differenti: la prima costituisce un parametro per lo scrutinio che le corti possono essere chiamate a compiere sugli atti degli amministratori; la seconda riguarda la distribuzione delle competenze in ambito endo-consiliare, ossia il problema se la valutazione di merito pieno spetti solo al *plenum* del c.d.a. o anche (oltre che all'organo amministrativo nel suo complesso) al comitato o.p.c.

2. Il rapporto fra qualità delle procedure in tema di o.p.c. e intensità dello scrutinio giudiziale

Quanto ora detto non esclude che, come anticipato, le caratteristiche delle procedure previste per le o.p.c. svolgano (ma sotto un profilo diverso da quello considerato dagli Autori il cui pensiero è stato richiamato *supra*) un ruolo centrale.

A questo proposito occorre tener presente che uno degli argomenti che giustificano la limitazione del sindacato giudiziale sulle decisioni degli amministratori è costituito dal normale allineamento di interessi tra soci e

¹⁴ Così D. Semeghini, *Valutazioni preventive e retrospettive sulle operazioni con parti correlate: spunti dalla comparazione con la giurisprudenza del Delaware*, in ODCC, 2016, pp. 187 s.

amministratori, allorché viene in considerazione la verifica dell'osservanza del *duty of care*.

Con l'adempimento di questo dovere, infatti, gli amministratori condividono con i soci l'interesse alla massimizzazione della creazione di valore per questi ultimi. Ciò avvantaggia non solo gli azionisti, ma pure gli amministratori, sia con riferimento all'ipotesi (normale, per gli amministratori esecutivi) che una componente del loro compenso sia variabile in funzione delle *performances* dell'impresa, sia perché, comunque, se la società ottiene buoni risultati questo migliora il capitale reputazionale dei suoi amministratori e la loro posizione nel mercato dei *managers*.

L'allineamento di interessi ora richiamato costituisce una delle ragioni per limitare, data l'assenza di motivi di sospetto, la valutazione da parte delle corti sugli atti degli amministratori. Il discorso, però, cambia quando oggetto di contestazione è (non la violazione del *duty of care*, ma) la violazione del *duty of loyalty*. In questo caso vi sono situazioni di conflitto di interessi e aumenta il rischio di abusi, per cui un controllo giudiziale più penetrante appare in sé ragionevole.

Le o.p.c., in se stesse, rientrano in questa categoria, dato che la controparte della società è correlata e questo potrebbe mettere a rischio il rispetto ad opera degli amministratori del *duty of loyalty*. Appunto per questo, l'art. 2391-bis c.c. e il Regolamento Consob prevedono l'adozione da parte degli emittenti di procedure da seguire nel compimento di o.p.c., che sono funzionali a contrastare il rischio di condotte opportunistiche.

A questo proposito, però, divengono determinanti le caratteristiche delle procedure in discorso. Solo se esse sono tali da azzerare (non ogni rischio di comportamenti abusivi, ma) l'incremento del rischio di comportamenti abusivi legato alla presenza della parte correlata risulta giustificata l'applicazione della *business judgment rule*.

In quest'ottica, l'approccio da adottare appare opposto a quello seguito, in modo speculare, ma analogo, da Alberto Mazzoni e Paolo Montalenti: l'accoglimento dell'opinione che estende al merito il parere rilasciato dal comitato o.p.c. non costituisce argomento per negare l'applicazione della *business judgment rule*, ma, al contrario, ne favorisce l'applicazione, dato che, in questo caso, le garanzie di contrasto di atteggiamenti opportunistici aumenterebbero grazie all'incremento del ruolo del comitato (il discorso, naturalmente, vale soprattutto per le operazioni di maggiore rilevanza, in relazione alle quali il parere favorevole degli amministratori indipendenti non correlati costituisce un requisito necessario ex art. 8.1.c. del Regolamento Consob, salvo il c.d. *whitewash*).

Tuttavia, la tesi che la valutazione del comitato o.p.c. potrebbe spingersi a considerare il merito "pieno" trova ostacoli significativi nel testo del Regolamento Consob. Questo, non tanto per la previsione della riserva in capo al consiglio di amministrazione della competenza a deliberare sulle operazioni di maggiore rilevanza (art. 8.1.a). La prescrizione regolamentare potrebbe infatti essere letta come diretta a escludere la possibilità che la decisione venga assunta da organi

delegati in cui siano presenti amministratori esecutivi sensibili agli interessi della parte correlata, per contrastare meglio il rischio di condotte abusive. Se si intende la prescrizione in questo senso, la sua *ratio* non è compromessa dalla competenza concorrente in ordine alla valutazione nel merito dell'operazione da parte del *plenum* dell'organo amministrativo e del comitato o.p.c.

Una competenza concorrente quale quella ora ipotizzata appare però difficilmente sostenibile alla luce delle previsioni sui c.d. "presidi equivalenti" (artt. 7.1.d. e 8.1.d. del Regolamento Consob¹⁵). A questi presidi, infatti, non può essere attribuito un giudizio di pieno merito, quanto meno per la prescrizione dell'art. 2380-*bis*, comma 1 c.c.; dato che essi sono chiamati a svolgere il ruolo attribuito normalmente agli amministratori indipendenti non correlati, nel caso in cui questi ultimi non siano in numero sufficiente (due o tre, secondo che l'operazione sia di minore o di maggiore rilevanza), sembra che neppure gli amministratori indipendenti non correlati possano svolgere la loro valutazione in termini di apprezzamento del merito pieno dell'operazione.

In caso contrario, infatti, si creerebbe una asimmetria non giustificabile, sotto il profilo della diversità delle conseguenze per gli interessi da proteggere, fra l'ipotesi normale e quella dei presidi equivalenti. L'argomento pare prevalere su quello (di valore solo indiziario) che si potrebbe cercare di desumere dall'ipotesi in cui il motivato parere favorevole del comitato venga sostituito da modalità di approvazione dell'operazione che assicurino un ruolo determinante alla maggioranza degli amministratori indipendenti non correlati (art. 8.1.c. del Regolamento Consob).

Il limite posto all'estensione della valutazione del comitato non appare, tuttavia, di per se stesso, assumere un forte rilievo in senso contrario all'applicazione della *business judgment rule* alle o.p.c. Ciò non perché, comunque, gli amministratori indipendenti non correlati partecipano anche alla deliberazione assunta dal *plenum* del consiglio di amministrazione e, in quella sede, come ogni componente dell'organo collegiale in questione, esprimono una piena valutazione del merito¹⁶. In questo caso, infatti, la loro rilevanza numerica e il peso del loro voto sono meno significativi che in sede di rilascio del parere del comitato *ex art.* 8.1.c. del Regolamento Consob, composto interamente da amministratori indipendenti non correlati.

Piuttosto, a favore dell'adozione della *business judgment rule* nel sindacato giudiziario sulle o.p.c. potrebbe astrattamente deporre la considerazione che, anche senza giungere alla valutazione in termini assoluti della opportunità o non dell'operazione, la verifica da parte degli amministratori indipendenti e correlati che essa sia funzionale a un interesse che rientra fra quelli qualificabili come

¹⁵ Cfr. P. Valensise, *Conflitti d'interessi e parti correlate*, in *Il Testo Unico finanziario*, diretto da Cera e Presti, vol. 2, Zanichelli, Bologna, 2020, p. 2002.

¹⁶ L'argomento è invece utilizzato da A. Mazzoni, (nt. 6), pp. 207 s.

sociali¹⁷ e che essa viene realizzata a condizioni convenienti potrebbe costituire (in se stessa) un presidio sufficiente. Questo soprattutto se la verifica delle condizioni dell'operazione viene compiuta:

(i) anche quando esse sono di mercato¹⁸, dato che questo non esclude che l'operazione potrebbe non risultare utile alla società (ad es., acquisto di macchinari in presenza nel patrimonio sociale di cespiti analoghi in quantità sufficiente per i piani di sviluppo imprenditoriale definiti dagli organi delegati) o potrebbe essere compiuta a condizioni più vantaggiose di quelle di mercato, ad esempio per l'estrema importanza rivestita dall'operazione per il soggetto correlato che costituisce la controparte;

(ii) anche con una comparazione delle alternative, ogni qual volta esse presentino condizioni più convenienti, pure se la maggiore convenienza delle alternative non sia manifestamente rilevante¹⁹, atteso che qui la *business judgment rule* è inconferente per le ragioni indicate *supra*.

Costituisce, però, una ragione di (forte) perplessità sulla operatività della *business judgment rule* in presenza di o.p.c., la diversa incisività (evidenziata in dottrina²⁰), in termini di contrasto ai comportamenti abusivi, della normativa italiana rispetto alle posizioni a cui è giunta la giurisprudenza del Delaware in relazione a operazioni quali le *going private transactions* (fusione della controllata con la controllante o con altra controllata, con liquidazione delle partecipazioni dei soci di minoranza), nello scrutinio delle quali non viene utilizzato il parametro della *fairness*, bensì la *business judgment rule*.

Questo è stato segnalato anzitutto rispetto al diverso spazio riservato dalla normativa Consob agli amministratori indipendenti non correlati nelle trattative. È vero che il Regolamento Consob prevede un loro coinvolgimento nella fase istruttoria e in quella delle trattative. In particolare, l'art. 8.1.b. stabilisce, per le operazioni di maggiore rilevanza nelle società che adottano il sistema tradizionale o quello monistico²¹, che il comitato o uno o più dei suoi componenti dallo stesso

¹⁷ Secondo D. Semeghini, (nt. 14), p. 189 la verifica dell'interesse sociale da parte del comitato si traduce nella valutazione «se l'operazione sia coerente con gli obiettivi intermedi e strumentali che sono stati stabiliti dall'organo amministrativo – o, nei rispettivi ambiti di competenza, dal comitato esecutivo o dagli amministratori delegati – al fine di concretizzare il più generale perseguimento dello scopo sociale».

¹⁸ Cfr., ad es.: M. Ventrone, in *Amministratori*, a cura di Ghezzi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti e altri, Egea-Giuffrè, Milano, 2005, sub art. 2391-bis, p. 533. Cfr. pure M. Miola, (nt. 5), p. 653, ma ipotizzando (654) che il rispetto delle condizioni di mercato possa giustificare un allentamento delle prescrizioni.

¹⁹ In questo senso, invece, cfr. P. Montalenti, (nt. 3), p. 71.

²⁰ Cfr. D. Semeghini, (nt. 14), pp. 167 ss.

²¹ Analoghe previsioni sono dettate, nelle società che adottano il sistema dualistico, dagli artt. 2.1.b. e 3.1.b. dell'allegato 2 al Regolamento Consob rispettivamente per le operazioni di maggiore rilevanza e per quelle strategiche, in caso di applicazione dell'art. 2409-terdecies, comma 1, lett. f-bis.

delegati siano coinvolti tempestivamente nella fase delle trattative e in quella istruttoria, (i) attraverso la ricezione di un flusso informativo completo e (non più semplicemente tempestivo, ma²²) aggiornato, con facoltà di (ii) richiedere informazioni e di (iii) formulare osservazioni agli organi delegati e ai soggetti incaricati della conduzione delle trattative o dell'istruttoria.

Si tratta tuttavia di un coinvolgimento di carattere solo informativo²³, senza possibilità di assunzione di un ruolo attivo nelle trattative e nell'istruttoria. Ciò, se riduce i rischi che un forte coinvolgimento in queste fasi possa far perdere agli amministratori non correlati il distacco dalla gestione che presidia la loro indipendenza, riduce, però, la loro possibilità di contrastare comportamenti abusivi di amministratori esecutivi condizionati dal soggetto correlato, con il quale l'operazione viene compiuta dalla società.

Soprattutto, si è segnalato che nelle *going private transactions*, quando la controparte correlata sia un socio di controllo, occorre – per l'applicazione della *business judgment rule* e non dell'*entire fairness standard* – l'approvazione della maggioranza dei soci non correlati, mentre l'assenza del voto contrario della maggioranza dei soci non correlati votanti²⁴ è richiesta dal Regolamento Consob solo nel caso di avviso contrario degli amministratori indipendenti e, quindi, al requisito è attribuita la funzione (ben diversa²⁵) di consentire il compimento dell'operazione di maggiore rilevanza nonostante l'avviso contrario degli amministratori indipendenti²⁶.

In questa situazione l'idoneità delle procedure a contrastare efficacemente il maggior rischio di condotte abusive legato alle o.p.c. è quindi fondato essenzialmente sul ruolo degli amministratori indipendenti²⁷. Questo istituto è di derivazione statunitense. Non è necessario in questa sede affrontare la questione

²² A seguito delle modifiche introdotte nel Regolamento Consob con la delibera della Commissione n. 21624 del 10 dicembre 2020.

²³ Cfr. V. Calandra Buonauro, (nt. 2), p. 229. Per una lettura restrittiva del ruolo del comitato/ dei suoi delegati nel corso delle trattative e dell'istruttoria cfr. per tutti P. Valensise, (nt. 15), pp. 1992 ss.

²⁴ La rilevanza del voto contrario della maggioranza dei soci non correlati votanti può essere subordinata dalle procedure alla presenza in assemblea di soci non correlati che rappresentino almeno una determinata quota del capitale sociale con diritto di voto, comunque non superiore al 10 %. Cfr. l'art. 11.3 del Regolamento Consob per le operazioni di maggiore rilevanza di competenza assembleare, richiamato dall'art. 8.2 per le altre operazioni di maggiore rilevanza.

²⁵ Cfr. D. Semeghini, (nt. 14), p. 167.

²⁶ Sui problemi che si pongono in relazione al funzionamento del c.d. *whitewash* v. M. Notari, *La "sterilizzazione" del voto nelle società per azioni: appunti in tema di "whitewash" e dintorni*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, I, pp. 743 ss.

²⁷ Sui problemi che si pongono in relazione al ruolo svolto nel nostro ordinamento degli amministratori indipendenti cfr., per tutti, D. Regoli, ad es. *Gli amministratori indipendenti*, in *Il nuovo diritto delle società - Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da Abbadessa e Portale, Utet giuridica, Milanofiori Assago, 2006, vol. 2, pp. 385 ss.

se la diversità di contesto (anche culturale) fra Stati Uniti e Italia determini - e, in caso di risposta affermativa, in che misura - un minor tasso di effettività delle sanzioni giuridiche e, prima ancora, di quelle di mercato in caso di patologie nell'operato degli amministratori indipendenti.

È sufficiente, infatti, richiamare la nota diversità esistente (tutt'ora, benché la concentrazione degli assetti proprietari sia in diminuzione nel nostro Paese) nella struttura dell'azionariato delle società quotate nei due sistemi per comprendere che la normale presenza di un socio di controllo forte fa sì che, nel nostro ordinamento, il principale conflitto di interessi endosocietario tutt'ora sia quello fra soci di controllo e soci di minoranza (e non fra soci e *managers*, come negli U.S.A.) e questo rischia di condizionare l'operato degli amministratori indipendenti, che in prevalenza sono espressi da soci di controllo²⁸.

Soprattutto le considerazioni qui esposte autorizzano (quanto meno) forti dubbi sull'idoneità della normativa italiana in materia di o.p.c., incentrata sull'istituto appena richiamato, a determinare quell'effetto di azzeramento (ripeto, non del rischio di comportamenti opportunistici - il che sarebbe irrealistico - ma) dell'incremento del rischio di comportamenti opportunistici legato alle o.p.c. Questo effetto di azzeramento, come si è detto, appare necessario per giustificare (quanto meno nei casi di correlazione concernente i soci, che implicano maggiori pericoli di condotte abusive) l'applicazione della *business judgment rule* alle o.p.c.

3. (Segue) La tesi che configura questo rapporto in termini di proporzionalità inversa

Nella piena consapevolezza dei pericoli collegati alla utilizzazione di questo più blando parametro di scrutinio giudiziale per le o.p.c. e, al tempo stesso, nel tentativo di salvaguardare uno spazio per tale criterio (in sé fisiologico nel sistema capitalistico), in dottrina²⁹ si è proposto di spostare l'attenzione sulla qualità del processo che ha condotto all'approvazione dell'operazione «in una prospettiva, sostanzialmente, di "compensazione" tra il rigore del controllo sulla qualità di questo *iter* e rigore del controllo sulla convenienza dell'operazione», per cui «potrebbe ben darsi che il parere favorevole del comitato degli amministratori non correlati sia sufficiente per sottoporre l'operazione a un trattamento equivalente a quello applicabile con la *business judgment rule*, evitando cioè ogni valutazione sul merito dell'operazione in sé, salvo il limite teorico

²⁸ Cfr. in questo senso M. Ventoruzzo, *La nuova disciplina delle operazioni con parti correlate: tutela degli investitori e governance delle società quotate*, in *Banche italiane e governo dei rischi - Imprese, famiglie, regole*, a cura di Bracchi e Masciandaro, Edibank, Roma, 2008, p. 418, con considerazioni che appaiono mantenere un carattere di attualità nonostante l'evoluzione (allo stato, solo parziale) del quadro degli assetti proprietari in Italia.

²⁹ Cfr. D. Semeghini, (nt. 14), pp. 178 ss., dal quale (rispettivamente, p. 179 e pp. 180 s.) sono tratte anche le citazioni letterali che seguono nel testo.

dell'irrazionalità. Ma questo esito potrebbe essere raggiunto solo a seguito di un vaglio particolarmente esigente sull'operato del comitato: da un lato, non sarebbe sufficiente per i convenuti limitarsi alla dimostrazione dello svolgimento del procedimento, senza alcun riscontro sulla sua qualità (in termini di indipendenza e diligenza); dall'altro, la dimostrazione da parte dell'attore di vizi nel procedimento dovrebbe essere sufficiente a far tornare in considerazione la convenienza dell'operazione, in misura proporzionale alla gravità di tali carenze».

La tesi ora richiamata presenta l'indubbio merito di cogliere l'importanza del rapporto fra rigore delle procedure concernenti le o.p.c. e arretramento del sindacato giudiziale sulle stesse e di impostare questo rapporto, correttamente, in termini di proporzionalità inversa tra intensità del controllo effettuato nell'ambito delle procedure e approfondimento dello scrutinio da parte dei giudici rispetto alla decisione adottata: quanto più intenso è il primo, tanto più limitato può essere il secondo.

In questo modo l'Autore che l'ha formulata evita (e anzi segnala) l'equivoco precedentemente evidenziato (§1), che vizia l'impostazione accolta da autorevole dottrina nell'itinerario argomentativo seguito per affermare o negare l'utilizzazione della *business judgment rule* nel sindacato delle corti sulle o.p.c.

La posizione ora in esame, tuttavia, al di là della finezza delle argomentazioni che la sorreggono, presenta l'inconveniente pratico di lasciare un elevato grado di indeterminatezza. Infatti non è agevolmente percepibile *ex ante* qual è il criterio che consente di distinguere, in modo chiaro, i casi in cui la qualità del processo seguito nell'adozione della decisione giustifica l'applicazione della *business judgment rule* da quelli in cui il deficit qualitativo rende necessaria l'adozione di un vaglio giudiziale di *fairness*.

Ciò introduce un elemento di incertezza sulla stabilità della decisione e sui rischi (in termini di eventuali azioni di responsabilità) ai quali gli amministratori si espongono assumendola, dato che gli amministratori al momento in cui prendono la decisione non sono posti nella condizione di prevedere con ragionevole certezza se l'eventuale sindacato giudiziale successivo verrà condotto sulla base della *business judgment rule* o della *fairness* e già questo può compromettere uno degli obiettivi perseguiti con la *business judgment rule*, ossia quello di evitare che gli amministratori possano essere incentivati a tenere un linea di condotta eccessivamente prudente.

A questo si aggiunga che l'incertezza determinata dall'eventuale accoglimento della tesi ora in esame può riguardare anche la stabilità degli effetti della deliberazione con la quale la decisione è stata assunta e dell'operazione che ne costituisce l'esecuzione. Risulta, infatti, condivisibile l'opinione che collega l'invalidità (quanto meno come annullabilità) della delibera alla violazione della normativa in tema di o.p.c.³⁰.

³⁰ Cfr.: V. Calandra Buonauro, (nt. 2), p. 234; M. Ventoruzzo, (nt. 18), pp. 536 s.; M. Miola, (nt. 5), p. 636.

Occorre precisare che questo vale per la deliberazione consiliare e per quella assembleare (quando l'operazione rientra nella competenza assembleare e quando, pur non rientrandovi, l'assemblea viene comunque coinvolta per superare il parere sfavorevole del comitato o per le ragioni che si indicano *infra*), sia per la violazione dell'art. 2391-*bis* c.c., sia per la violazione della normativa regolamentare dettata dalla Consob, atteso che nell'art. 2377, comma 2, c.c. il riferimento alla legge va inteso in senso sostanziale e non formale.

A sua volta, la violazione della disciplina regolamentare si può verificare non solo se le procedure adottate dalla società per le loro caratteristiche non sono conformi a questa disciplina, ma anche se le procedure in se stesse rispettano le prescrizioni della Consob e in concreto sono violate con riferimento a una o più operazioni³¹. È vero che le regole contenute nelle procedure in materia di o.p.c. dettate dalla società ovviamente non costituiscono leggi, neppure in senso sostanziale; tuttavia la loro violazione, quando esse sono coerenti con la normativa legislativa e regolamentare, può tradursi in inosservanza anche di queste ultime, il che esime dal rilevare che quando una deliberazione – consiliare o anche assembleare (in quest'ultimo caso, di carattere autorizzatorio) – attiene (anche) a decisioni gestorie, l'inosservanza della normativa concernente l'attività gestoria si traduce in vizio della deliberazione, produttivo della sua invalidità.

Si deve anche tenere presente che, in coerenza con l'autorevole insegnamento dell'Amico che qui viene ricordato³², l'opponibilità ai terzi (nelle o.p.c., anzitutto, al soggetto correlato che è controparte contrattuale della società) della violazione (nelle varie ipotesi appena elencate) della normativa sulle o.p.c. è regolata non dall'art. 2384, comma 2, c.c., ma dal regime (a seconda che si tratti di deliberazione consiliare o assembleare) disposto dagli artt. 2388, comma 5, e 2377, comma 7, c.c., il che determina una minore protezione dell'affidamento, data la differenza fra il parametro della buona fede, considerato dalle disposizioni menzionate da ultimo³³ e il requisito dell'intenzionalità accolto nell'art. 2384, comma 2, c.c.³⁴.

³¹ Nel senso che la violazione delle regole adottate dalla società può determinare l'invalidità della deliberazione cfr. M. Ventoruzzo, (nt. 18), p. 536.

³² Cfr. V. Calandra Buonauro, *Il potere di rappresentanza degli amministratori di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società - Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, (nt. 27), pp. 673 ss., sulle ragioni per le quali la violazione dei limiti legali dei poteri degli amministratori implica l'applicazione degli artt. 2377, comma 7, e 2388, comma 5, c.c., mentre solo in presenza di violazione dei limiti statutari opera l'art. 2384, comma 2, c.c.

³³ Tra l'altro, la circostanza che la controparte contrattuale della società sia correlata può in fatto aumentare la probabilità che essa venga ritenuta dai giudici in mala fede. Cfr. V. Calandra Buonauro, (nt. 2), p. 234.

³⁴ Per vero F. Bonelli, *Atti estranei all'oggetto sociale e poteri di rappresentanza*, in *Giur. comm.*, 2004, I, p. 942, ha cercato di svalutare la differenza fra le due ipotesi, ma il suo tentativo non convince per le ragioni illustrate, con la sua consueta lucidità, da Vincenzo; cfr. V. Calandra Buonauro, (nt. 32), p. 671.

Alla luce di quanto detto, l'indeterminatezza del criterio selettivo accolto dalla tesi che collega, con un rapporto di proporzionalità inversa, qualità del processo seguito per assumere la decisione sull'operazione e intensità del vaglio giudiziale non solo può determinare effetti non desiderabili (in termini di eccessiva cautela³⁵) sull'operato degli amministratori, ma può anche risultare pregiudizievole per la sicurezza dei traffici.

4. Una soluzione alternativa

In alternativa, si potrebbe prendere in considerazione l'ipotesi di subordinare l'applicazione della *business judgment rule* nello scrutinio dei giudici sulle o.p.c. alla circostanza che le operazioni di maggiore rilevanza (quanto meno, quando la correlazione riguarda soci) siano sottoposte all'assemblea con applicazione del meccanismo del c.d. *whitewash*³⁶.

In questo modo:

- da un lato, il requisito a cui è collegato l'arretramento del sindacato giudiziale appare connotato da un sufficiente grado di determinatezza, il che consente di evitare gli inconvenienti pratici a cui potrebbe dare adito la pur interessante costruzione dottrinale esaminata in precedenza;

- dall'altro, l'assenza del voto contrario della maggioranza dei soci non correlati votanti pare idonea a determinare l'effettivo azzeramento dell'incremento del rischio di condotte abusive legato alle o.p.c. e a giustificare l'equiparazione sul piano sostanziale fra il caso delle o.p.c. (nonostante esso in sé ponga un potenziale problema di *duty of loyalty*) e quello in cui venga in considerazione la violazione del *duty of care*, con conseguente utilizzazione del parametro di revisione giudiziale accolto in quest'ultima ipotesi, ossia, appunto la *business judgment rule*.

Si potrebbe obiettare che, al di fuori delle o.p.c. di competenza assembleare, la posizione appena esposta rischia di avere scarso impatto pratico, perché rilevarebbe solo nel caso, improbabile³⁷, nel quale gli amministratori sottopongano la questione all'assemblea in presenza del parere contrario (del comitato) degli

³⁵ Non va dimenticato che il rischio è connaturato all'impresa (cfr. V. Calandra Buonauro, (nt. 2), p. 288) e che una gestione virtuosa non evita i rischi, ma li governa in maniera adeguata.

³⁶ Per questa prospettiva cfr. E. Ghio, *Business judgment rule e operazioni con parti correlate: un confronto fra Italia e Stati Uniti*, tesi di laurea discussa nell'a.a. 2018 /2019 nell'Università degli Studi di Milano.

³⁷ Per la considerazione che «non è chi non veda quanto questo percorso [n.d.r.: quello del c.d. *whitewash*] sia irto di ostacoli, di incognite e di potenziali rischi», per cui «è facile prevedere che il ricorso all'istituto sarà scarso se non nullo» cfr. P. Montalenti, *Le operazioni con parte correlate*, in *Giur. comm.*, 2011, I, p. 332.

amministratori indipendenti³⁸, ove ciò sia previsto dalle procedure accolte dalla società *ex art. 8.2 del Regolamento Consob*.

Il rilievo viene, però, superato se si ritiene che gli amministratori possano sottoporre il compimento dell'operazione all'autorizzazione dell'assemblea ordinaria (con previsione del c.d. *whitewash*) anche se vi sia il parere favorevole (del comitato) degli amministratori indipendenti. Per ammettere questa possibilità non è necessario ricorrere alla teoria delle competenze implicite dell'assemblea (tra l'altro non è affatto detto che le o.p.c. presentino una rilevanza di livello tale da giustificare, secondo la teoria in discorso, l'intervento assembleare), nè è necessario prendere posizione sulla questione (alla quale, per vero, sarei propenso a rispondere affermativamente, anche se non posso qui darne conto sul piano della motivazione) se sia compatibile con le previsioni degli artt. 2364, comma 1, n. 5 e 2380-bis, comma 1, c.c. la facoltà degli amministratori di sottoporre all'autorizzazione dell'assemblea ordinaria questioni gestionali pure in assenza di previsioni statutarie.

È infatti sufficiente che le procedure in tema di o.p.c. e lo statuto sociale³⁹ prevedano che gli amministratori possano chiedere l'autorizzazione assembleare *ex art. 2364, comma 1, n. 5 c.c.* per le o.p.c., anche in presenza di parere favorevole degli amministratori indipendenti non correlati. Non ignoro che la possibilità di recepire nello statuto le regole sulle procedure in materia di operazioni con parti correlate è stata talora negata in dottrina, con la motivazione che, altrimenti, la loro modificazione verrebbe sottratta all'organo amministrativo, mentre la competenza sulla configurazione di queste regole è attribuita a quest'organo (*rectius*, al *plenum* di questo organo) dall'art. 2391-bis, comma 1, c.c.⁴⁰

Anche qualora si condivida l'esigenza che ispira la tesi in questione, essa non pare messa a rischio da una clausola statutaria che lasci gli amministratori pienamente arbitri in ordine alla scelta se richiedere l'autorizzazione assembleare, sebbene il parere del comitato sia stato favorevole al compimento dell'operazione. Tra l'altro, se la procedura in tema di o.p.c. (e lo statuto, per evitare il problema teorico prima richiamato) lascia gli amministratori liberi di decidere se sottoporre l'operazione con parte correlata all'autorizzazione dell'assemblea ordinaria

³⁸ La compatibilità con il meccanismo del c.d. *whitewash* della *business judgment rule*, anche nella prospettiva di chi accoglie l'opinione contraria, in termini generali, alla utilizzazione per le o.p.c. del criterio in discorso, è sostenuta, pur se in forma dubitativa, da D. Semeghini, (nt. 14), p. 168, nota 57 (in relazione alle operazioni di competenza assembleare) e 180 s., nota 85 (in relazione alle altre operazioni, quando vi è il parere contrario degli amministratori indipendenti).

³⁹ Evitando così l'obiezione che le procedure concernenti le o.p.c. non possono introdurre il sistema di c.d. *whitewash*, mossa da chi - come P. Montalenti, (nt. 37), p. 333 - ritiene che le autorizzazioni assembleari devono necessariamente essere previste nello statuto.

⁴⁰ Cfr. M. Miola, (nt. 5), p. 636, nota 34. In senso contrario si vedano invece, ad es.: M. Ventrizzo, (nt. 18), p. 523; M. Stella Richter jr, *Le procedure per le operazioni con parti correlate*, in *Riv. soc.*, 2011, p. 75.

(allora, con ricorso al meccanismo del c.d. *whitewash*) anche quando vi è il parere favorevole del comitato, l'eventuale iniziativa di portare la questione in assemblea in presenza di parere favorevole non sembra comportare il rischio delle potenziali reazioni negative del mercato legato, nella fattispecie prevista dagli artt. 8.2. e 11.3. del Regolamento Consob, all'esistenza di un parere negativo del comitato.

Questo non significa che il coinvolgimento dell'assemblea non possa comportare inconvenienti. A parte i costi diretti inerenti allo svolgimento dell'assemblea di una società quotata, occorre tener conto del fatto che l'operazione potrebbe presentare profili di riservatezza aziendale e informare di essa l'assemblea e il mercato potrebbe determinare conseguenze indesiderabili sia sul piano imprenditoriale, sia per il rischio di determinare turbative di mercato (legate all'operazione in sé, non al parere del comitato, come nei casi degli artt. 8.2. e 11.3. del Regolamento Consob).

Tuttavia, se la procedura in tema di o.p.c. adottata dalla società riserva agli amministratori la decisione se richiedere l'autorizzazione assembleare quando vi è il parere favorevole degli amministratori indipendenti non correlati, è rimessa ai primi, in piena coerenza con le scelte di sistema dell'ordinamento, la valutazione se sia maggiore questo potenziale inconveniente o il vantaggio in termini imprenditoriali rappresentato dalla possibilità di evitare l'eventuale effetto di incentivo a "ingessare" la gestione collegato alla prospettiva dell'applicazione (in assenza del ricorso all'assemblea e al c.d. *whitewash*) nel possibile vaglio giudiziale successivo del criterio della *fairness*, anziché della *business judgment rule*.

Bibliografia

F. Bonelli, *Atti estranei all'oggetto sociale e poteri di rappresentanza*, in *Giur. comm.*, 2004, I, pp. 924 ss.

V. Calandra Buonauro, *L'amministrazione della società per azioni nel sistema tradizionale*, nel *Trattato di Diritto Commerciale*, fondato da Buonocore e diretto da Costi, sezione IV, tomo 4.VI, Giappichelli, Torino, 2019

V. Calandra Buonauro, *Il potere di rappresentanza degli amministratori di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società - Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da Abbadessa e Portale, Utet giuridica, Milanofiori Assago, 2006, vol. 2, pp. 657 ss.

E. Ghio, *Business judgment rule e operazioni con parti correlate: un confronto fra Italia e Stati Uniti*, tesi di laurea discussa nell'a.a. 2018 /2019 nell'Università degli Studi di Milano

S. Gilotta, *Interesse di gruppo e nuove regole sulle operazioni con parti correlate: una convivenza difficile*, in *Giur. comm.*, 2012, I, pp. 254 ss.

- M. Houben, *Operazioni con parti correlate e governo societario*, Giuffrè Francis Lefebvre, Milano, II ed., 2020
- A. Mazzoni, *Operazioni con parti correlate e abusi*, in *Il Testo Unico della Finanza – Un bilancio dopo 15 anni*, diretto da Annunziata, Egea, Milano, 2015, pp. 201 ss.
- M. Miola, *Le operazioni con parti correlate*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società – Liber Amicurum Antonio Piras*, Giappichelli, Torino, 2010, pp. 625 ss.
- P. Montalenti, *Le operazioni con parti correlate: questioni sistematiche e problemi applicativi*, in *Riv. dir. comm.*, 2015, I, pp. 63 ss.
- P. Montalenti, *Le operazioni con parte correlate*, in *Giur. comm.*, 2011, I, pp. 319 ss.
- M. Notari, *La “sterilizzazione” del voto nelle società per azioni: appunti in tema di “whitewash” e dintorni*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, I, pp. 743 ss.
- A. Pomelli, *La disciplina Consob delle operazioni con parti correlate*, in *NLCC*, 2010, pp. 1333 ss.
- D. Regoli, *Gli amministratori indipendenti*, in *Il nuovo diritto delle società - Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da Abbadessa e Portale, Utet giuridica, Milanofiori Assago, 2006, vol. 2, pp. 385 ss.
- D. Semeghini, *Valutazioni preventive e retrospettive sulle operazioni con parti correlate: spunti dalla comparazione con la giurisprudenza del Delaware*, in *ODCC*, 2016, pp. 139 ss.
- M. Stella Richter jr, *Le procedure per le operazioni con parti correlate*, in *Riv. soc.*, 2011, pp. 64 ss.
- P. Valensise, *Conflitti d’interessi e parti correlate*, in *Il Testo Unico finanziario*, diretto da Cera e Presti, vol. 2, Zanichelli, Bologna, 2020, pp. 1949 ss.
- M. Ventoruzzo, *La nuova disciplina delle operazioni con parti correlate: tutela degli investitori e governance delle società quotate*, in *Banche italiane e governo dei rischi – Imprese, famiglie, regole*, a cura di Bracchi e Masciandaro, Edibank, Roma, 2008, pp. 411 ss.
- M. Ventoruzzo, in *Amministratori*, a cura di Ghezzi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti e altri, Milano, Egea-Giuffrè, 2005, *sub art. 2391-bis*, pp. 501 ss.