

LA DISCIPLINA DELLE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE: ANALISI, PROBLEMATICHE E POSSIBILI SOLUZIONI

SOMMARIO: 1. Le fonti. – 2. La *Shareholder Rights Directive II* – 3. La definizione di parti correlate – 4. Gli oneri pubblicitari relativi alla conclusione di operazioni con parti correlate – 5. I casi di esenzione dalla disciplina sulle operazioni con parti correlate – 6. L'approvazione delle operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza – 6.1. L'approvazione delle operazioni di minore rilevanza – 6.2. Le operazioni di importo esiguo – 7. Osservazioni conclusive.

1. – La disciplina italiana delle operazioni con parti correlati è interamente contenuta all'interno del Regolamento Consob n. 17221/2010 «*contenente disposizioni in materia di operazioni con parti correlate*» (in seguito, per brevità, Regolamento OPC).

Infatti, con l'emanazione del d.lgs. n. 310 del 2004 (*Integrazioni e correzioni alla disciplina del diritto societario e al testo unico in materia bancaria e creditizia*) e la conseguente introduzione dell'art. 2391 *bis* c.c., il legislatore nazionale decise di conferire alla Consob il potere di dettare, mediante normativa regolamentare, i principi generali relativi alla trasparenza, alla correttezza formale e sostanziale, alla competenza decisionale, alla motivazione e alla documentazione delle operazioni con parti correlate⁽¹⁾. Tale disposizione, quindi, ha finalmente introdotto a livello di legislazione primaria l'obbligo di osservanza, da parte delle società, di regole procedurali per la conclusione di tali operazioni più stringenti e incisive, a tutela dell'interesse della società e dei suoi azionisti.

Prima di tale normativa, a partire dagli anni '90, erano già presenti delle disposizioni volte a disciplinare le operazioni con parti correlate che tuttavia non fornivano una regolamentazione unitaria e complessiva.

Più specificatamente, la Consob, in un primo momento, si era concentrata sulle operazioni con parti correlate con specifico riferimento agli

⁽¹⁾ Cfr. MIOLA, *Le operazioni con parti correlate*, in AA.VV., *Amministrazione e controllo nel diritto delle società – Liber amicorum Antonio Piras*, Torino, 2010, p. 634.

obblighi di *disclosure* e di controllo che le società quotate avrebbero dovuto rispettare in presenza di tali fattispecie. Infatti, con una Comunicazione del 1993 ⁽²⁾, l'Autorità di Vigilanza esortava le società di revisione contabile a prestare particolare attenzione a queste operazioni e a valutarne lo scopo, la natura, la ragionevolezza e la loro significatività sulla situazione economico, patrimoniale e finanziaria della società revisionata, in quanto dietro ad esse avrebbero potuto nascondersi attività gestorie non corrispondenti agli interessi della società ⁽³⁾.

Quattro anni più tardi, con un'altra Comunicazione ⁽⁴⁾ sempre in materia di controlli societari, la Consob raccomandava ai Consigli di Amministrazione di richiedere periodicamente informazioni agli amministratori esecutivi sull'esercizio delle loro deleghe, con riguardo particolare alle operazioni con parti correlate. Li esortava altresì a fornire, nella relazione degli amministratori sulla gestione *ex art.* 2428 c.c., una apposita e puntuale informazione su tali transazioni, esplicitando altresì l'interesse della società nella realizzazione di queste. Infine, si richiedeva ai collegi sindacali che la loro relazione fornisse una valutazione sulla completezza delle informazioni rese dagli amministratori in ordine alle predette operazioni e che indicasse l'interesse della società circa il loro compimento. Il fine di questa Comunicazione era, per l'appunto, quello di consentire che «l'azione di controllo di tali organi e soggetti perseguisse la massima efficacia e trasparenza nell'ottica della tutela dei patrimoni sociali e delle minoranze azionarie».

Successivamente, e ancora prima che si giungesse ad una disciplina uniforme sul tema mediante legislazione primaria o secondaria, – cosa che avverrà più di un decennio dopo – fu il primo Codice di Autodisciplina, pubblicato nel 1999 ⁽⁵⁾, a toccare la questione delle operazioni con parti correlate, seppur limitatamente a specifici profili.

L'art. 1, comma 2, lett. e) stabiliva che fosse compito del consiglio di amministrazione esaminare e approvare le operazioni aventi un significativo rilievo economico, patrimoniale e finanziario, con particolare riferimento alle operazioni con parti correlate; il Comitato autore del Codice,

⁽²⁾ CONSOB, *Comunicazione n. SOC/RM/93002422 del 31 marzo 1993*.

⁽³⁾ A norma dell'art. 1, comma 2, del d.p.r. 31 marzo 1975, n.136 (ora art. 155 del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 – TUF), era infatti previsto che la società di revisione comunicasse, nell'esercizio della propria funzione, i fatti che riteneva censurabili all'organo di controllo, in cui Consob faceva rientrare anche le operazioni con parti correlate.

⁽⁴⁾ CONSOB, *Comunicazione n. DAC/RM/97001574 del 20 febbraio 1997*.

⁽⁵⁾ Comitato per la *corporate governance* delle società quotate, *Codice di Autodisciplina*, ottobre 1999.

inoltre, raccomandava che la delega conferita agli amministratori esecutivi non si estendesse anche a tali operazioni, il cui esame e approvazione dovevano sempre rimanere nella competenza esclusiva del consiglio ⁽⁶⁾.

Tuttavia, all'art. 5 si prevedeva che per tutte le operazioni con parti correlate, atipiche e inusuali, che non fossero rientrate nella pertinenza del consiglio di amministrazione, avrebbero dovuto formare oggetto di adeguata informativa in favore di tutto il consiglio da parte degli amministratori delegati.

Infine, seguendo la direzione presa dalla Consob nella Comunicazione del 1997, il Comitato raccomandava che l'anzidetta *disclosure* da fornire all'assemblea fosse sufficientemente analitica, tale da permettere la comprensione dei vantaggi, per la società, di tali operazioni ⁽⁷⁾.

La versione successiva del Codice di Autodisciplina del 2002 ⁽⁸⁾, senza apportare modifiche a quanto scritto nel documento del 1999, inserì l'art. 11 («Operazioni con parti correlate»), incominciando così a conferire una disciplina generale a tale istituto, sebbene non ancora completa e soprattutto non vincolante. Infatti, oltre a toccare temi come la definizione di operazioni con parti correlate (di cui si tratterà *infra*) e come i criteri di *fairness* sostanziale e procedurale, l'articolo trattava da un lato delle misure che le società dovevano attuare nel caso in cui avessero intrattenuto un'operazione con uno dei suoi amministratori (art. 11, comma 2) e dall'altro della necessità che determinate operazioni con parti correlate, per via della loro natura, valore o altre caratteristiche, fossero concluse con l'assistenza di esperti indipendenti al fine di ricevere una consulenza finanziaria, legale o tecnica e una valutazione dei beni (art. 11, comma 3) ⁽⁹⁾.

A seguito di questi interventi, la Consob decise di intervenire sul tema e perciò inserì nel Regolamento Emittenti ⁽¹⁰⁾ l'art. 71 *bis* («Operazioni con parti correlate», ora abrogato) ⁽¹¹⁾, il quale si limitava a segnalare la

⁽⁶⁾ *Ibidem*, p. 32.

⁽⁷⁾ *Ibidem*, p. 32.

⁽⁸⁾ Comitato per la *corporate governance* delle società quotate, *Codice di Autodisciplina*, luglio 2002.

⁽⁹⁾ La SHRD2 prevede all'art. 9 *quater*, comma 4 che «quando l'operazione con parti correlate coinvolga un amministratore o un azionista, l'amministratore o azionista è escluso dall'approvazione o dalla votazione», mentre al comma 3 che un terzo indipendente possa predisporre «una relazione che valuti la correttezza e la convenienza dell'operazione dal punto di vista della società (...) e che illustri i presupposti su cui si basa e i metodi utilizzati».

⁽¹⁰⁾ CONSOB, *Regolamento Emittenti n. 11971 del 14 maggio 1999 di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 concernente la disciplina degli emittenti*, 1999.

⁽¹¹⁾ Articolo inserito con delibera Consob n.13616 del 12 giugno 2002 ma la cui

necessità di un rafforzamento degli obblighi di *disclosure* al fine di evitare un danno per il patrimonio aziendale e la diffusione di informazioni incomplete o scorrette relative all'emittente. A tale scopo, veniva imposto alle società emittenti di mettere a disposizione del pubblico un documento informativo conforme all'Allegato 3B del medesimo Regolamento ⁽¹²⁾, entro quindici giorni dalla conclusione dell'operazione.

Risulta chiaro, perciò, che l'eccessiva disorganicità della disciplina fece emergere il bisogno di razionalizzare l'applicazione delle regole di trasparenza e di correttezza, soprattutto mediante l'omogeneizzazione dei criteri di individuazione delle operazioni con parti correlate ⁽¹³⁾ e dunque che fosse fondamentale l'emanazione di un documento normativo generale ed omogeneo.

L'obiettivo del Regolamento OPC era perciò quello di fornire una normativa organica e completa dell'istituto delle operazioni con parti correlate. Il testo nella sua versione originaria, infatti, disciplinava:

- La definizione di "operazione" e di "parte correlata", nonché l'individuazione delle operazioni di maggiore rilevanza;
- Le informazioni sulle operazioni con parti correlate da fornire al pubblico;
- Le procedure che le società devono adottare, sia che si tratti di operazioni di maggior rilevanza che di operazioni di minore rilevanza, con una disciplina particolare per le società che hanno adottato il sistema di amministrazione e controllo dualistico;
- Le operazioni di competenza assembleare;
- I casi e le facoltà di esclusione;
- La disciplina per le operazioni tra una società e loro società controllate o collegate.

La Consob aveva quindi deciso di fissare una regolamentazione alquanto dettagliata, la quale avrebbe avuto come conseguenza quella di restringere la discrezionalità riservata ai regolamenti predisposti dalle singole società ⁽¹⁴⁾; dall'altro lato, però, erano stati previsti notevoli spazi di flessibilità e quindi di graduazione della disciplina, come la possibilità per i

entrata in vigore è stata posticipata al 1° gennaio 2003 con delibera Consob n. 13759/2002. L'articolo è stato abrogato dal 1° dicembre 2010 con delibera Consob n. 17221 del 2010, mediante la quale veniva adottato il Regolamento Operazioni Parti Correlate.

⁽¹²⁾ L'Allegato 3B regolava il contenuto dei documenti informativi relativi alle operazioni significative di acquisizione/cessione e alle operazioni con parti correlate.

⁽¹³⁾ MIOLA, *op. cit.*, p. 634.

⁽¹⁴⁾ L'analiticità delle disposizioni aveva fatto sorgere, in parte della dottrina (v. MIOLA, MONTALENTI, REGOLI) dubbi circa un eccesso di delega da parte della Consob.

singoli emittenti di introdurre previsioni più rigorose di quelle previste nel Regolamento OPC ⁽¹⁵⁾.

Allo stato attuale delle cose, si è in attesa dell'entrata in vigore della nuova versione del Regolamento OPC – che avverrà il 1° luglio 2021 –, alla luce delle modifiche ad esso apportate a seguito del recepimento della *Shareholder Rights Directive II* mediante d.lgs. n. 49/2019 ⁽¹⁶⁾.

La Consob ha in un primo momento emanato, in data 31 ottobre 2019, un documento per la consultazione con lo scopo di apportare «Modifiche al regolamento sulle operazioni con parti correlate, al regolamento mercati e al regolamento emittenti in materia di trasparenza delle remunerazioni, dei gestori degli attivi e dei consulenti in materia di voto in recepimento della direttiva (UE) 2017/828 (*Shareholder Rights Directive 2*)». Successivamente, il 10 dicembre 2020, con delibera n. 21264, la Consob ha finalmente adottato il nuovo testo del Regolamento OPC, che, come anzidetto, entrerà in vigore a partire dal 1° luglio 2021.

2. – La citata direttiva, che modifica la dir. 2007/36/CE (c.d. *Shareholder Rights Directive* o SHRD), si è resa necessaria a seguito della grave crisi economica del 2008, la quale aveva fatto emergere «numerose imperfezioni e debolezze nel governo societario degli istituti finanziari, dimostrando come ad un'eccessiva e imprudente assunzione di rischi in tali società si potesse accompagnare un corrispondente accumulo di rischi dell'intero sistema finanziario di più ampie proporzioni» ⁽¹⁷⁾.

Dopo un *iter* procedurale durato quasi 10 anni e la pubblicazione di diversi documenti ⁽¹⁸⁾, si è finalmente giunti all'emanazione della *Shareholder Rights Directive II* che, per raggiungere l'obiettivo del maggiore

⁽¹⁵⁾ MIOLA, *op.cit.*, p. 635.

⁽¹⁶⁾ Il termine di 180 giorni assegnato dall'art. 7 del decreto a Consob per l'adozione delle disposizioni di attuazione, con scadenza quindi al 7 dicembre 2019, era stato ritenuto di natura ordinatoria: cfr. VALENSISE BUI, *Operazioni con parti correlate: le nuove disposizioni Consob di recepimento della SHRD2 in corso di consultazione*, in *Diritto Bancario*, 8 novembre 2019, nota n. 1.

⁽¹⁷⁾ ALVARO e LUPINI, *Le linee di azione della Commissione europea in materia di corporate governance e i riflessi sull'ordinamento italiano* in Consob, *Quaderni Giuridici*, n. 3, 2013, p. 59. Cfr. inoltre, il considerando n. 2 della SHRD2: «La crisi finanziaria ha messo in evidenza che, in molti casi, gli azionisti hanno sostenuto l'assunzione di rischi eccessivi a breve termine da parte dei dirigenti (...)».

⁽¹⁸⁾ Tra cui il Libro Verde della Commissione Europea del 5 aprile 2011 («Il quadro dell'Unione Europea in materia di governo societario»); il Piano d'azione della Commissione Europea del 12 dicembre 2012 («Diritto europeo delle società e governo societario – una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili»).

coinvolgimento degli azionisti ⁽¹⁹⁾, regola cinque specifiche aree problematiche:

– *identificazione degli azionisti*: la necessità di introdurre una disciplina in merito a questa fattispecie era dovuta al fatto che troppo spesso le società non sono in grado di identificare i loro azionisti e che l'identificazione di questi è «condizione preliminare per la comunicazione diretta tra gli azionisti e la società e pertanto è essenziale per facilitare l'esercizio dei diritti degli azionisti e l'impegno degli stessi» (*considerando* n. 4). A tal fine è dunque necessario che la società ottenga e conservi una serie di informazioni riguardo i propri azionisti. Il neo introdotto art. 3 *bis* («Identificazione degli azionisti») prevede quindi che gli Stati membri assicurino alle società il compito di identificare i propri azionisti, anche mediante la tempestiva comunicazione delle informazioni riguardanti l'identità degli azionisti da parte degli intermediari. L'identificazione è inoltre funzionale ad assicurare gli adempimenti di cui agli artt. 3 *ter* e 3 *quater* ⁽²⁰⁾;

– *impegno e trasparenza degli investitori istituzionali, dei gestori di attivi e dei consulenti in materia di voto* ⁽²¹⁾ (artt. 3 *octies*, *novies*, *decies*, *undecies*): gli investitori istituzionali e i gestori di attivi sono tenuti a sviluppare e comunicare al pubblico una politica di *engagement* e le modalità di attuazione di tale politica, o a comunicare le ragioni per cui hanno scelto di non adottarla (principio del *comply or explain*, art. 3 *octies*). Gli investitori istituzionali dovranno altresì comunicare al pubblico in che modo gli elementi principali della loro strategia di investimento e gli accordi con gli *asset managers* (termine inglese per «gestori di attivi») contribuiscono al rendimento a medio e lungo termine dei loro attivi (art. 3 *novies*). I gestori di attivi, invece, avranno l'obbligo di esporre in che modo la loro strategia di investimento e la relativa attuazione rispettino l'accordo stipulato con l'investitore istituzionale e come questa contribuisca al rendimento a medio e lungo termine degli attivi dell'investitore istituzionale (art. 3 *decies*). Infine, anche i *proxy advisors* saranno tenuti a comunicare al pubblico sia i criteri utilizzati per sviluppare e fornire le loro consulenze in materia di voto, sia in relazione all'adozione di codici di condotta (art. 3 *undecies*);

– *diritto di voto sulla remunerazione degli amministratori*: la remunerazione è uno degli strumenti principali a disposizione delle società per allineare i propri interessi a quelli degli amministratori; è quindi importante che gli azionisti possano esprimere i propri pareri sulla politica di

⁽²⁰⁾ MULA, *La revisione della Direttiva sui diritti degli azionisti: un nuovo approccio dell'UE alla corporate governance delle società quotate*, in *Riv. dir. banc.*, 2017, p. 3.

⁽²¹⁾ Anche qui si vedano le indicazioni dei *considerando* n. 1, 16, 25 e 26 della SHRD2.

remunerazione della società (*considerando* n. 28 della SHRD2). Per questo motivo, il nuovo art. 9 *bis* della Direttiva prevede il voto vincolante degli azionisti in assemblea generale sulla politica di remunerazione. Tuttavia il voto dell'assemblea generale potrà avere natura consultiva e, in caso di mancata approvazione, gli amministratori, alla successiva assemblea, dovranno presentare una politica modificata. Inoltre, gli azionisti avranno anche diritto a votare, *ex post* e in forma meramente consultiva, la relazione sulla remunerazione degli azionisti e la società dovrà spiegare nella relazione successiva di come ha tenuto conto della votazione dell'assemblea generale dell'anno precedente (art. 9 *ter*);

– *operazioni con parti correlate*: in ragione del rischio evidenziato dal Considerando n. 42 (tali operazioni «possono causare pregiudizio alle società e ai loro azionisti, in quanto possono offrire alla parte correlata la possibilità di appropriarsi di un valore appartenente alla società. È pertanto importante prevedere adeguate misure di salvaguardia per la tutela degli interessi delle società e degli azionisti») è stato introdotto l'art. 9 *quater* («trasparenza e approvazione delle operazioni con parti correlate»), che conferisce a ciascun Stato Membro la possibilità di stabilire quando ci si trovi davanti ad operazioni rilevanti, nel rispetto di una serie di criteri inseriti nell'articolo [art. 9 *quater*, comma 1, lett. *a*) e *b*)] e con l'obbligo di individuare uno o più indici quantitativi. È previsto inoltre che gli azionisti – parte correlata possano partecipare alla votazione, purché il diritto nazionale preveda adeguate misure di salvaguardia per tutelare gli interessi della società e degli azionisti che non sono parte correlata (art. 9 *quater*, comma 4). Infine, sono state aggiunte diverse ipotesi di esenzione (art. 9 *quater*, commi 5 e 6) e l'obbligo per le società di rendere note al pubblico le operazioni rilevanti concluse con una società controllata (art. 9 *quater*, comma 7).

Ad una prima lettura delle regole relative alle operazioni con parti correlate, si nota come il legislatore comunitario abbia concesso Stati membri un ampio spazio di movimento che non favorisce la realizzazione di una disciplina uniforme a livello europeo.

3. – Venendo al cuore della disciplina relativa alle operazioni con parti correlate, quanto disposto a livello nazionale dalla Consob risulta essere, per la maggior parte degli aspetti, in linea con quanto disciplinato dalla *Shareholder Rights Directive II*.

A dire il vero, si è detto che il recepimento della Direttiva avrebbe richiesto in Italia, come nel Regno Unito, modifiche meramente marginali

delle norme esistenti ⁽²²⁾, a differenza di altri paesi europei, come la Germania, che si sarebbero trovati dinanzi ad un “*challenging task*” ⁽²³⁾.

In precedenza una definizione di parti correlate si ritrova nella Comunicazione Consob n. 2064231 del 2002 ⁽²⁴⁾, resasi necessaria al fine di attuare il comma 3 dell’art. 71 *bis* del Regolamento Emittenti, il quale prevedeva che la Consob individuasse la nozione di parti correlate tenendo anche conto dei principi contabili riconosciuti in ambito internazionale.

L’intento sotteso era infatti quello di allinearsi sostanzialmente allo IAS 24, anche in vista dell’entrata in vigore del Regolamento n. 1606/2002 che prevedeva l’obbligo di applicazione dei principi contabili internazionali da parte delle società quotate dell’UE.

Con l’eliminazione del comma 3 dell’art. 71 *bis* mediante delibera Consob n. 14990 del 2005, una nuova nozione di parti correlate venne inserita all’interno dell’art. 2 del Regolamento Emittenti, definendole come «i soggetti definiti tali dal principio contabile internazionale concernente l’informativa di bilancio sulle operazioni con parti correlate, adottato secondo la procedura di cui all’articolo 6 del regolamento (CE) n.1606/2002», rinviando direttamente al contenuto dello IAS 24.

Successivamente l’Autorità di Vigilanza, nella prima bozza del Regolamento OPC, aveva finito per accogliere la soluzione dell’ormai abrogata lett. *b*), dell’art. 2 Regolamento Emittenti, facendo quindi diretto richiamo allo IAS 24.

Ciò, tuttavia, sollevò forti critiche da parte della dottrina ⁽²⁵⁾, che non riteneva appropriato che la disciplina delle operazioni con parti correlate fosse ancorata ai mutamenti futuri del principio contabile. Inoltre l’adozione di una definizione così ampia di parti correlate, rischiava di risultare esorbitante laddove fosse stata utilizzata non solo ai fini dell’informazione

⁽²²⁾ MULA, *op.cit.*, p. 6.

⁽²³⁾ TARDE, *Related Party Transaction in the Revised Shareholder Rights Directive*, in *OBLB – Oxford Business Law Blog*, 8 febbraio 2017, p. 4. In Germania, infatti, una disciplina che regolasse il rapporto tra le parti correlate e le società, sia sul piano informativo che su quello della *governance*, è sempre stata ritenuta superflua dal momento che le disposizioni volte ad affrontare specifiche manifestazioni del problema venivano considerate sufficienti. Dal 1° gennaio 2020, è entrata in vigore la legge di attuazione della seconda direttiva sui diritti degli azionisti (ARUG2 – *Entwurf eines Gesetz zur Umsetzung der zweiten Aktionärsrechtlichrichtlinie*) la quale, in tema di operazioni con parti correlate, ha stabilito la necessaria approvazione *ex ante* dell’organo di sorveglianza per la conclusione di operazioni che superano una certa soglia di rilevanza: §§ da 111a a 111c dell’AktG.

⁽²⁴⁾ CONSOB, *Comunicazione DEM/2064231 del 30 settembre 2002 – individuazione della nozione di parti correlate*.

⁽²⁵⁾ LIACE, *Le operazioni con parti correlate*, Milano, 2016, p. 9; MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate*, in *Giur. comm.*, 2011, p. 328.

contabile (questo infatti era lo scopo dello IAS 24), ma anche per l'applicazione della disciplina di correttezza sostanziale e procedurale, e dunque in termini di *governance* societaria ⁽²⁶⁾.

L'art. 1 dell'Allegato 1 del Regolamento OPC ha dunque così definito le parti correlate: «Un soggetto è parte correlata ad una società se:

- 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;
- è una società collegata della società;
- è una joint venture in cui la società è una partecipante;
- è uno dei dirigenti con responsabilità strategiche della società o della sua controllante;
- è uno stretto familiare di uno dei soggetti di cui alle lettere (a) o (d);
- 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;
- è un fondo pensionistico ⁽²⁷⁾ complementare, collettivo o individuale, italiano o estero, costituito a favore dei dipendenti della società, o di qualsiasi altra entità ad essa correlata».

Se si tiene tuttavia in considerazione la definizione di parte correlata fornita dal principio contabile IAS 24, risulterà chiaro che la Consob abbia sostanzialmente riprodotto quanto da quest'ultimo stabilito ⁽²⁸⁾ ⁽²⁹⁾.

⁽²⁶⁾ MIOLA, *op. cit.*, p. 642. Vi è tuttavia da evidenziare il fatto che le parti correlate come identificate dallo IAS 24 presentavano già margini di sovrapposizione e corrispondenza con quelle individuate dalla Consob nella Comunicazione di attuazione dell'art. 71 *bis* del Regolamento Emittenti, il quale stabiliva obblighi informativi per le società emittenti e dunque non si limitava ad essere applicato esclusivamente all'informazione contabile.

⁽²⁷⁾ La Consob, nella Comunicazione n. DEM/100078683 del 24 settembre 2010 (di qui in poi Comunicazione OPC) paragrafo 1.5, ha precisato che per essere parte correlata, il fondo pensione deve essere stato istituito o promosso dalla stessa società o deve essere un fondo sul quale questa sia in grado di esercitare un'influenza. Sono quindi esclusi quei fondi di cui beneficiano tutti o alcuni dipendenti.

⁽²⁸⁾ POMELLI, *Commento sub art. 2391 bis*, in MAFFEI ALBERTI, *Commentario breve al diritto delle società*, Milano, 2017, p. 746. La Consob quindi ha voluto evitare il rischio che una modifica dello IAS 24 per ragioni di natura meramente contabile avrebbe comportato un'alterazione automatica dell'ambito di applicazione della disciplina relativa alle operazioni con parti correlate, ritenendo superflue le ulteriori critiche presentate.

⁽²⁹⁾ La versione dello IAS 24 presa in riferimento dal Regolamento OPC è quella approvata con Reg. CE n. 1126/2008 del 3 novembre 2008.

Ad ogni modo, la *Shareholder Rights Directive II*, tra le varie modifiche apportate alla prima direttiva sui diritti degli azionisti, ha introdotto anche la definizione di parte correlata (art. 2, lett. *b*), SHRD2), conferendole lo stesso significato che ha nei principi contabili internazionali a norma del reg. (CE) n. 1606/2002 (ovviamente si fa riferimento allo IAS24).

A seguito di ciò, anche la Consob ha cambiato il proprio orientamento. Questa, infatti, nel Documento per la Consultazione del 2019 ha ritenuto di “tornare alle origini”, ossia di inserire un rinvio mobile ai principi contabili internazionali⁽³⁰⁾, con la conseguente eliminazione dell’Allegato n. 1.

L’art. 3, comma 1, lett. *a*) del Regolamento OPC, il quale prevedeva che per la definizione di “parti correlate” si dovesse fare riferimento all’Allegato n.1, ora invece dispone quanto segue: «parti correlate e operazioni con parti correlate: i soggetti e le operazioni definiti come tali dai principi contabili internazionali adottati secondo la procedura di cui all’articolo 6 del regolamento (CE) n. 1606/2002»⁽³¹⁾.

Questa scelta è stata altresì confermata all’interno del nuovo Regolamento OPC: la nuova definizione di parti correlate e di operazioni con parti correlate, in concordanza con la SHRD2, entrerà perciò in vigore il 1° luglio 2021.

4. – Un altro tema di particolare rilevanza riguarda gli obblighi pubblicitari a cui le società sono assoggettate quando intendano e quando abbiano concluso un’operazione con parti correlate.

Tali doveri, infatti, sono strumentali e, forse meglio, essenziali al fine di tutelare i soci, soprattutto con particolare riguardo per gli azionisti di minoranza, i creditori e il mercato in sé.

La Consob, per tale motivo, con la pubblicazione del Regolamento OPC, ha ritenuto opportuno «valutare l’ipotesi di realizzare una revisione della previgente disciplina della trasparenza motivata, da un lato, dall’esigenza di superare le incertezze interpretative emerse dall’esperienza applicativa dell’art. 71 *bis* Regolamento Emittenti e, dall’altro, dalla necessità di

⁽³⁰⁾ Si ricordi come nel 2005 la lettera *b*) del Regolamento Emittenti rimandava allo IAS 24 per la definizione di parte correlata.

⁽³¹⁾ La Consob, nel Documento di consultazione OPC, ha deciso di inserire all’interno del Regolamento OPC un’Appendice dal titolo “*Definizioni di parti correlate e di operazioni con parti correlate e definizioni ad esse funzionali secondo i principi contabili internazionali*” in cui vengono riportate, al mero fine di facilitarne la ricerca e l’applicazione, le definizioni presenti all’interno dello IAS 24. Tale Appendice si ritroverà anche nella nuova versione del Regolamento OPC.

dare attuazione all'art. 154 *ter* TUF in materia di informazione periodica sulle operazioni rilevanti con parti correlate. È stata pertanto definita un'unica ipotesi di modifica del regime di trasparenza»⁽³²⁾.

Prendendo le mosse dalla disciplina della trasparenza extrasocietaria, l'art. 5 del Regolamento («*Informazione al pubblico sulle operazioni con parti correlate*») dà attuazione alle deleghe previste dall'art. 2391 *bis* c.c.⁽³³⁾, dall'art. 154 *ter* t.u.f., il quale richiede alla Consob di disciplinare il contenuto delle informazioni sulle operazioni rilevanti con parti correlate, e dall'art. 114 t.u.f., con riguardo alle informazioni privilegiate che gli emittenti quotati devono trasmettere al mercato⁽³⁴⁾, fornendo in tal modo una disciplina in grado di assicurare un'informativa immediata e periodica al mercato⁽³⁵⁾.

È rilevante notare come l'informazione al mercato sia stata prevista esclusivamente per le operazioni di maggior rilevanza, anche se realizzate da parte di società controllate italiane o estere: in tal caso le società dovranno predisporre, ai sensi dell'art. 114, comma 5, del t.u.f., un documento informativo redatto in conformità all'Allegato 4 (art. 5, comma 1), il quale elenca una serie alquanto analitica di informazioni da fornire. Tale documento informativo dovrà essere messo a disposizione del pubblico, presso la sede della società, unitamente agli eventuali pareri degli amministratori indipendenti e degli esperti indipendenti (art. 5, comma 5).

Per le società emittenti azioni quotate aventi l'Italia come Stato membro d'origine sorge anche l'onere di garantire, ai sensi dell'art. 154 *ter* t.u.f., commi 4 e 6, un'informativa periodica di tali operazioni all'interno della relazione intermedia sulla gestione e della relazione sulla gestione annuale, con specifico riferimento alle singole operazioni di maggior rilevanza concluse nel periodo di riferimento e su qualsiasi modifica o sviluppo delle

⁽³²⁾ CONSOB, *Relazione illustrativa sull'attività di analisi d'impatto della regolamentazione e sugli esiti della procedura di consultazione*, 25 giugno 2010, p. 7. Dopo il 2010 era stato emanato l'art. 71 *bis* del Regolamento Emittenti, che venne aspramente criticato da un lato per i forti dubbi interpretativi da esso sollevati, dall'altro per la conseguente sua scarsa applicazione (REGOLI, *Le operazioni con parti correlate infragruppo*, in AA.VV. *Le operazioni con parti correlate*, *Atti del Convegno Università Cattolica del Sacro Cuore, Piacenza, 19 novembre 2010*, Milano, 2010, p. 140).

⁽³³⁾ Anche in questo caso la dottrina ha visto un eccesso di delega da parte della Consob, in quanto la norma del codice civile si limitava a richiedere un intervento in materia di informazione endosocietaria (REGOLI, *cit.*; VENTORUZZO, *Commento all'art. 2391 bis del codice civile – operazioni con parti correlate*, in GHEZZI, *Amministratori. Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti, Bianchi, Ghezzi e Notari, Milano, 2005).

⁽³⁴⁾ LIACE, *op. cit.*, p. 47.

⁽³⁵⁾ POMELLI, *op. cit.*, p. 749.

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 (art. 5, comma 8).

La disciplina appena descritta è pienamente in linea, se non addirittura più specifica ⁽³⁶⁾ con quanto disposto dalla SHRD2 e infatti la Consob, nel Documento di Consultazione OPC, non ha inserito alcuna proposta di modifica dell'art. 5.

La Direttiva, ritenendo l'informativa di tali operazioni fondamentale (v. considerando n. 44), prevede infatti che «gli Stati membri assicurino che le operazioni rilevanti con parti correlate siano rese note al pubblico dalle società al più tardi al momento della loro conclusione» (art. 9 *quater*, comma 2) ed elenca una serie di informazioni essenziali da pubblicare, che sono in linea, ma con una più limitata gamma di obblighi informativi, con quanto stabilito dal Regolamento OPC.

La SHRD2 precisa inoltre che «gli Stati membri assicurano che le società rendano note al pubblico le operazioni rilevanti concluse tra la parte correlata della società e una controllata di tale società» (art. 9 *quater*, comma 7) e che «gli Stati membri assicurano che le operazioni concluse con la stessa parte correlata nel corso di un qualunque periodo di 12 mesi o nel medesimo esercizio e che non sono state soggette agli obblighi di cui ai paragrafi 2, 3, e 4 siano aggregate ai fini di detti paragrafi» (art. 9 *quater*, comma 8).

Queste ultime due disposizioni sono delle precisazioni che si ritrovano disciplinate in maniera analoga ai commi 1 (operazioni concluse anche da società controllate) e 2 (cumulo di operazioni con la medesima parte correlata) dell'art. 5 del Regolamento OPC.

Quanto invece agli obblighi pubblicitari endosocietari, si può notare come l'intensificazione dell'attività informativa interna sia stata uno degli elementi centrali del Regolamento OPC, in quanto volta, non meno della trasparenza nei confronti del mercato, a contrastare le ripetute operazioni di *mala gestio* degli amministratori, i quali, sapendo che il loro operato sarà sottoposto al vaglio degli azionisti, preferiscono in questo modo astenersi dal compiere operazioni che potrebbero incidere negativamente sia sulla loro reputazione che sulla stessa società ⁽³⁷⁾.

Con riguardo alle operazioni di minor rilevanza, si può distinguere tra un'informativa *ex ante* e una *ex post* ⁽³⁸⁾. La prima è disciplinata dall'art.

⁽³⁶⁾ CONSOB, *Documento di Consultazione OPC*, p. 6.

⁽³⁷⁾ MICHELLI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, Milano, 2016, p. 177-178.

⁽³⁸⁾ REGOLI, *op. cit.*, p. 146.

7, comma 1, lett. c), e regola quel flusso informativo che si deve instaurare tra gli amministratori esecutivi, il consiglio di amministrazione e il comitato parti correlate ogniqualvolta la società sia in procinto di concludere un'operazione con parti correlate. La completezza, l'adeguatezza delle informazioni e il congruo anticipo della loro trasmissione sono la *conditio sine qua non* del corretto funzionamento di questa disciplina. Se i primi due termini non sollevano dubbi, il "congruo anticipo" desta particolari inconvenienti, soprattutto per il fatto che la prassi ha dimostrato come questo termine non venga rispettato ⁽³⁹⁾.

In merito all'informativa *ex post*, si può notare come il verbale della deliberazione di approvazione dell'operazione debba essere adeguatamente motivato con riguardo alle ragioni che hanno spinto alla conclusione favorevole della trattativa (art. 7, lett. e). Inoltre, una volta conclusa l'operazione, la lett. f), dell'art. 7 stabilisce che sia fornita al consiglio di amministrazione e al collegio sindacale, almeno trimestralmente, una sorta di informativa di "riepilogo" sull'esecuzione delle operazioni con parti correlate.

Anche con riguardo alle operazioni di maggior rilevanza è possibile fare una distinzione tra informativa *ex ante* ed *ex post*. Partendo sempre dagli obblighi di trasparenza preventivi, l'art. 8, comma 1 fa espresso rinvio a quanto disciplinato dall'art. 7, lett. c). Oltretutto, l'art. 8, lett. b), quasi in ripetizione del richiamo all'articolo precedente, conferma che il comitato parti correlate prenda parte alla fase delle trattative e a quella istruttoria «attraverso la ricezione di un flusso informativo completo e tempestivo», salvo poi aggiungere la possibilità per quest'organo di richiedere ulteriori informazioni e formulare osservazioni. È chiaro come alla maggior importanza dell'operazione conseguano oneri più stringenti anche di *disclosure* interna.

Ci si potrebbe domandare se l'informazione di cui all'art. 8, lett. b), sia identica a quella che deve essere fornita al comitato *ex art. 7, lett. c)*, visto l'utilizzo di termini differenti: non vi è alcun dubbio sul ritenere tale flusso comunicativo sostanzialmente identico, poiché lo scopo di queste norme risulta essere uguale, ossia quello di conferire al comitato un quadro chiaro e preciso di tutti i dati dell'operazione su cui questo dovrà esprimere il proprio parere.

L'unica differenza che si può notare attiene al momento in cui l'informazione viene fornita: nel caso delle operazioni di minor rilevanza, il

⁽³⁹⁾ *Ibidem*, p. 147.

congruo anticipo deve essere calcolato rispetto alla convocazione del comitato che deve esprimere il parere, mente per le operazioni di maggior rilevanza l'informazione dovrà essere tempestiva per permettere al comitato stesso di prendere parte alle trattative dell'operazione, non appena, quindi, questa fase inizi (40).

Relativamente alle informazioni *ex post*, non vi è nulla d'aggiungere a quanto già detto per le operazioni di minor rilevanza, dal momento che l'art. 8, comma 1, espressamente richiama le lett. e) ed f), dell'art. 7.

La SHRD2 non si sofferma a disciplinare espressamente l'informativa di carattere endosocietario anche per via del fatto che non prevede l'obbligo del parere di un comitato interno per l'approvazione delle operazioni.

Tuttavia la relazione che valuti la correttezza e la convenienza dell'operazione di cui all'art. 9 *quater*, comma 3, che può essere redatta da organi interni della società, fa sì che questi ultimi siano informati con le stesse modalità previste dall'ordinamento nazionale (congruo anticipo, completezza e adeguatezza delle informazioni), così come nel caso in cui l'assemblea generale possa votare in merito alle operazioni rilevanti già approvate dall'organo gestorio o di vigilanza della società (art. 9 *quater*, comma 4).

5. – La Consob, fin dall'emanazione del Regolamento OPC nel 2010, aveva elencato una serie di ipotesi che, per particolari ragioni anche tra loro diverse, potessero essere escluse dalla disciplina regolamentare.

La *Shareholder Rights Directive II* ha ugualmente previsto delle esenzioni dalla normativa della direttiva, lasciando tuttavia agli Stati membri la discrezionalità di decidere se e in quale misura applicare tali sgravi procedurali per le società. Il legislatore comunitario al comma 6 dell'art. 9 *quater* individua cinque casi di esenzione:

– operazioni concluse tra la società e sue controllate, qualora queste ultime siano interamente partecipate dalla società o che nessun'altra parte correlata della società detenga un interesse nella controllata o a condizione che il diritto nazionale preveda un'adeguata tutela degli interessi della società, della controllata e dei rispettivi azionisti che non sono parte correlata, compresi gli azionisti di minoranza, in dette operazioni;

– tipologie di operazioni chiaramente definite per le quali il diritto nazionale richiede l'approvazione dell'assemblea generale degli azionisti, a

(40) *Ibidem*, p. 151.

condizione che tali disposizioni normative prevedano e tutelino specificamente il trattamento equo di tutti gli azionisti e gli interessi della società e degli azionisti che non sono una parte correlata, inclusi gli azionisti di minoranza;

– operazioni relative alla remunerazione degli amministratori o taluni elementi della remunerazione degli amministratori riconosciuta o dovuta in conformità dell'art. 9 *bis*;

– operazioni concluse da enti creditizi sulla base di misure volte a salvaguardare la loro stabilità, adottate dalle autorità competenti responsabili della vigilanza prudenziale ai sensi del diritto dell'Unione;

– operazioni offerte a tutti gli azionisti alle medesime condizioni, assicurando la parità di trattamento di tutti gli azionisti e la tutela degli interessi della società.

Questa elencazione è già in larga misura in linea con alcuni dei casi di esclusione previsti dalla disciplina italiana ⁽⁴¹⁾. Infatti, all'art. 14, comma 2, si concede alle società di escludere dalla procedura per le operazioni con parti correlate, con eccezione dell'applicazione dell'art. 5, comma 8, del Regolamento OPC, tutte quelle operazioni con o tra società controllate, anche congiuntamente, nonché quelle con società collegate, qualora nelle società controllate o collegate controparti dell'operazione non vi siano interessi significativi di altre parti correlate della società.

La valutazione della significatività degli interessi di altre parti correlate è rimessa alle società, mediante le proprie procedure interne ⁽⁴²⁾. La Consob elenca tuttavia una serie di interessi significativi, risolvendo in questo modo i dubbi interpretativi che la disposizione solleva, soprattutto alla luce della rilevanza che tale facoltà di esonero può assumere al fine di garantire maggiore snellezza operativa all'interno dei gruppi di società ⁽⁴³⁾.

Il Regolamento OPC, sempre in linea con la SHRD2, prevede, all'art. 13, comma 3, lett. *b*) l'esenzione per le delibere in materia di remunerazione degli amministratori e consiglieri investiti di particolari cariche, nonché degli altri dirigenti con responsabilità strategiche, qualora la società abbia adottato una politica di remunerazione e una relazione riguardante

⁽⁴¹⁾ CONSOB, *Documento di Consultazione OPC*, p. 11-12.

⁽⁴²⁾ POMELLI, *op. cit.*, p. 764. L'art. 14, comma 2, precisa che non sono comunque interessi significativi «quelli derivanti dalla mera condivisione di uno o più amministratori o di altri dirigenti con responsabilità strategiche tra la società e le società controllate o collegate».

⁽⁴³⁾ *Ibidem*.

tale politica sia stata sottoposta all'approvazione o al voto consultivo dell'assemblea.

La Consob ha tuttavia proposto di apportare dei cambiamenti a tale articolo alla luce delle modifiche introdotte dal d.lgs. n. 49 del 2019 all'art. 123 *ter*, t.u.f. («*Relazione sulla politica in materia di remunerazione e sui compensi corrisposti*»): tale esenzione potrà essere applicata a condizione che la politica stessa di remunerazione sia stata approvata dall'assemblea⁽⁴⁴⁾. Inoltre, per assicurare massima coerenza con la Direttiva, il neo introdotto punto *iv*) dell'art. 13, Regolamento OPC, chiarisce che le assegnazioni dei compensi esentabili siano quelle "conformi" alla politica di remunerazione applicabile e che, ai fini di tale conformità, la quantificazione delle stesse remunerazioni deve essere fatta sulla base di criteri che non comportino valutazioni discrezionali⁽⁴⁵⁾.

Sebbene entrambe le modifiche siano state mantenute nella versione definitiva del Regolamento OPC, l'ultima proposta menzionata non appare tuttavia in linea con la SHRD2, la quale all'art. 9 *quater*, lett. *c*), subordina l'applicazione di tale esclusione all'unica condizione dell'approvazione della politica in assemblea. Il nuovo punto *iv*) rischia di comportare perciò un aggravio procedurale per le società italiane rispetto a quelle degli altri Stati membri, anche a causa della sua poca chiarezza in sede applicativa.

Inoltre, in attuazione della SHRD2, il Regolamento Emittenti prevede che la politica di remunerazione individui gli elementi della remunerazione a cui la società può derogare in tutti i casi eccezionali in cui tale distacco sia necessario per perseguire interessi a lungo termine e la sostenibilità e la capacità di stare sul mercato della società stessa (art. 123 *ter* t.u.f.). Non risulta chiaramente se queste circostanze eccezionali siano da ricomprendere tra le valutazioni discrezionali o meno⁽⁴⁶⁾.

⁽⁴⁴⁾ La proposta di modifica non ha tuttavia fatto esplicito riferimento all'art. 123 *ter*, t.u.f. al fine di mantenere una formulazione generica della disposizione e di consentire anche agli emittenti azioni diffuse che sottopongono la politica ad approvazione assembleare di applicare l'esenzione.

⁽⁴⁵⁾ Tale modifica è stata suggerita anche dall'esperienza applicativa della Consob circa la verifica della corretta applicazione del caso di esenzione in esame. Infatti, qualora le formulazioni della politica di remunerazione siano di carattere generico, meramente facoltative o intervengano modifiche rispetto alla politica, l'assegnazione del compenso verrà sottoposto alla disciplina per le operazioni con parti correlate (CONSOB, *Documento di Consultazione OPC*, p. 13-14).

⁽⁴⁶⁾ ASSONIME, *Osservazioni di Assonime e Confindustria alla consultazione del Ministero dell'economia e delle finanze, Dipartimento del tesoro, sullo schema di decreto legislativo per l'attuazione della direttiva (UE) 2017/828 che modifica la direttiva 2007/36/CE per*

Un altro caso coerente con la disciplina comunitaria è l'esenzione, prevista dall'art. 13, comma 1, del Regolamento OPC, della disciplina per le deliberazioni assembleari di cui all'art. 2389, commi 1 e 3, c.c., all'art. 2402 c.c. e all'art. 2409 *terdecies*, comma 1, lett. a), c.c.: tali esclusioni si giustificano per il fatto che in questi casi da un lato è già previsto il coinvolgimento dell'assemblea, dall'altro è applicabile l'art. 2373 c.c., che dispone la possibilità di annullare, nel caso in questione, tutte quelle deliberazioni potenzialmente lesive e assunte con il voto determinante dell'azionista o degli azionisti che rivestono cariche che gli permettono di decidere il compenso (47).

Proseguendo, la previsione alla lett. d), del comma 6, dell'art. 9 *quater* della SHRD2 era già prevista dall'art. 13, comma 4, del Regolamento OPC, riguardante le operazioni da realizzare sulla base di istruzioni con finalità di stabilità impartite da Autorità di Vigilanza, anche nel caso in cui queste istruzioni siano state fornite solamente alla capogruppo nell'interesse della stabilità del gruppo intero.

L'ultimo caso di esenzione disciplinato dalla Direttiva, relativo alle operazioni offerte a tutti gli azionisti alle medesime condizioni, sebbene non espressa esplicitamente all'interno del Regolamento OPC, era già indicata in via interpretativa nella Comunicazione OPC (48) tra i casi a cui la disciplina delle operazioni con parti correlate non si applica.

La Consob, al fine di adeguarsi alle disposizioni della SHRD2 e di costruire un sistema coerente tra tutte le ipotesi di esenzione, ha inserito all'interno dell'art. 13 del Regolamento OPC il comma 1 *bis*: «Le disposizioni del presente Regolamento non si applicano alle seguenti operazioni deliberate dalle società e rivolte a tutti gli azionisti a parità di condizioni: a) gli aumenti di capitale in opzione, anche al servizio di prestiti obbligazionari convertibili, e gli aumenti di capitale gratuiti previsti dall'art. 2442 c.c.; b) le scissioni in senso stretto, totali o parziali, con criterio di attribuzione delle azioni proporzionale; c) le riduzioni del capitale sociale mediante rimborso ai soci previste dall'art. 2445 c.c. e gli acquisti di azioni proprie ai sensi dell'articolo 132 t.u.f.».

Bisogna precisare come nella Comunicazione OPC si parli solo di esclusione per gli aumenti di capitale in opzione e le scissioni in senso stretto proporzionali: per identità di *ratio* sono stati altresì incluse le ulte-

quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti, 1/2019, p. 18-19.

(47) POMELLI, *op. cit.*, p. 762-763.

(48) CONSOB, *Documento di Consultazione OPC*, p. 14.

riori operazioni appena indicate. È chiaro che, con riguardo agli aumenti di capitale e alle scissioni, le operazioni che beneficiano dell'esenzione non sono quelle a cui l'emittente eventualmente prenda parte, ma quelle deliberate dalla stessa società ⁽⁴⁹⁾.

Appurato quindi che quanto disposto dal legislatore comunitario è già coerentemente regolamento a livello nazionale, restano le ulteriori ipotesi che per l'Autorità di Vigilanza possano rientrare nell'ambito di esenzione della disciplina delle operazioni con parti correlate:

– Operazioni in caso d'urgenza, sia di competenza dell'organo amministrativo (art. 13, comma 6), sia di competenza assembleare, limitatamente a urgenze collegate a situazioni di crisi aziendale (art. 11, comma 5). Tale esenzione è stata introdotta per permettere alle società di poter derogare, mediante espressa clausola statutaria, alla disciplina procedurale delle operazioni con parti correlate nei casi di operazioni urgenti, comprese le crisi aziendali e anche se compiute tramite società controllate ⁽⁵⁰⁾, salvo garantire in ogni caso la piena trasparenza della transazione, in quanto tale esenzione può essere utilizzata come potenziale strumento di fuoriuscita dalla medesima disciplina di operazioni anche di notevole importanza ⁽⁵¹⁾.

Sebbene questa fattispecie non venga presa in considerazione dalla SHRD2, alla luce dell'eccezionalità delle operazioni urgenti ⁽⁵²⁾, del criterio di proporzionalità rispetto alle caratteristiche delle operazioni previsto dal legislatore ⁽⁵³⁾ e delle numerose accortezze informative comunque applicabili ai casi d'urgenza, si ritiene possibile mantenere tale ipotesi di esenzione ⁽⁵⁴⁾.

La Consob, affinché tale articolo sia pienamente conforme alla Direttiva, ha specificato nella nuova versione del Regolamento OPC che, laddove l'operazione sia di maggior rilevanza e non di competenza assembleare, questa debba essere comunque approvata dall'organo gestorio. In tal modo si assicura il coinvolgimento e l'approvazione preventivi dell'or-

⁽⁴⁹⁾ *Ibidem*.

⁽⁵⁰⁾ CONSOB, *Comunicazione OPC*, par. 20.2.

⁽⁵¹⁾ HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e operazioni con soggetti collegati: confini e sovrapposizioni. Le interferenze soggettive e oggettive nelle banche quotate*, in *Banca, Borsa, Titoli di Credito*, 2014, p. 501.

⁽⁵²⁾ La Consob rileva come tali ipotesi di esenzione abbiano avuto, dalla pubblicazione del Regolamento OPC, un'applicazione alquanto limitata (CONSOB, *Documento di Consultazione OPC*, p. 15, nt. 22).

⁽⁵³⁾ Cfr. art. 2391 *bis*, comma 3, lett. *b*), c.c.

⁽⁵⁴⁾ CONSOB, *Documento di Consultazione OPC*, p. 15. Anche Assonime è dell'idea di condividere la posizione della Consob.

gano di amministrativo nel suo *plenum*, dal momento che l'art. 9 *quater*, comma 4, della SHRD2 richiede che tutte le operazioni rilevanti con parti correlate siano approvate dall'assemblea generale o dall'organo di amministrazione⁽⁵⁵⁾. Resta ferma la possibilità di derogare a tutte le altre disposizioni procedurali.

– Operazioni che rientrano nell'ambito applicativo dell'art. 136 t.u.b. («*Obbligazioni degli esponenti bancari*»). Tale esenzione prevista dall'art. 13, comma 5, del Regolamento OPC segue una *ratio* diversa: dal momento che tali operazioni sono soggette, ai sensi della normativa bancaria, a specifici requisiti deliberativi più stringenti, come l'approvazione unanime del consiglio di amministrazione e il voto favorevole dell'organo di controllo, la disciplina del Regolamento OPC si ritiene implicitamente assorbita da questa.

Vi è infine l'ultimo caso di esenzione dalla disciplina sulle operazioni con parti correlate: le operazioni concluse nell'ordinaria attività e a normali condizioni di mercato.

Anche la SHRD2 prevede all'art. 9 *quater*, comma 5, che i presidi procedurali e di trasparenza non si applichino «alle operazioni concluse nell'ordinaria attività e a normali condizioni di mercato». È tuttavia necessario che l'organo gestorio o di vigilanza istituisca una procedura interna per valutare periodicamente la corretta qualificazione delle operazioni esentate, ferma la possibilità degli Stati membri di escludere tale esenzione.

Questa fattispecie era già disciplinata nel Regolamento OPC all'art. 13, comma 3, lett. *c*), il quale, anche nella nuova versione, stabilisce che possono essere escluse «le operazioni ordinarie che siano concluse a condizioni equivalenti a quelle di mercato *standard*», fermi comunque alcuni oneri di *disclosure* per le operazioni di maggiore rilevanza.

La ragione di una tale previsione risiede sia in un'esigenza deflattiva analoga a quella prevista per le operazioni di importo esiguo (v. *infra*), sia nella volontà per le società di calibrare gli oneri di adempimento alla luce dei costi che essi determinano, con riguardo ad operazioni che comportano rischi minori alla tutela degli interessi degli azionisti⁽⁵⁶⁾.

Il Regolamento OPC definisce sia le operazioni ordinarie come «le operazioni che rientrano nell'ordinario esercizio dell'attività operativa e

⁽⁵⁵⁾ Si nota dunque come il coinvolgimento del *plenum* del consiglio di amministrazione venga ritenuto imprescindibile nel caso delle operazioni di maggior rilevanza, anche se urgenti.

⁽⁵⁶⁾ LIACE, *op. cit.*, p. 32.

della connessa attività finanziaria» (art. 3, comma 1, lett. *b*) ⁽⁵⁷⁾, sia le condizioni equivalenti a quelle di mercato o standard, definite come «condizioni analoghe a quelle usualmente praticate nei confronti di parti non correlate per operazioni di corrispondente natura, entità e rischio, ovvero basate su tariffe regolamentate o su prezzi imposti ovvero quelle praticate a soggetti con cui l'emittente sia obbligato per legge a contrarre a un determinato corrispettivo» (art. 3, comma 1, lett. *e*) ⁽⁵⁸⁾. Si noti come per l'applicabilità di quest'istituto non si faccia distinzione tra operazioni di maggiore e di minore rilevanza, essendo sufficiente che l'operazione sia caratterizzata da «ordinarietà» ⁽⁵⁹⁾.

Già prima dell'emanazione della SHRD2 altri ordinamenti comunitari erano giunti alle medesime conclusioni del Regolamento OPC: nel Regno Unito vengono infatti escluse dalla disciplina delle operazioni con parti correlate le “*transactions of a revenue nature in the ordinary course of business*” (*Listing Rule* n. 11); il diritto francese, similmente, esenta tutte quelle “*opérations courantes et conclues à des conditions normales*”, fermi tuttavia, come in Italia, gli obblighi informativi al consiglio di amministrazione e ai revisori della società (*Code de commerce* francese, art. 225-38).

Il Regolamento OPC, prima dell'emanazione della delibera Consob n. 21624, non prevedeva la procedura interna richiesta dalla Direttiva per valutare periodicamente il rispetto delle condizioni relative all'esenzione per le operazioni di carattere ordinario, procedura a cui le parti correlate devono astenersi.

Per sopperire a tale lacuna e adeguare la regolamentazione nazionale a quella comunitaria, la Consob aveva proposto, nel Documento di Consul-tazione, una modifica all'art. 4 del Regolamento OPC in cui si prevedeva lo svolgimento di tali verifiche. Più precisamente, oltre ad identificare i casi di esenzione, le società dovevano stabilire «le modalità e i tempi con i

⁽⁵⁷⁾ La Comunicazione OPC chiarisce che per attività operativa bisogna intendere l'insieme delle attività generatrici di ricavi della società e di tutte le altre attività di gestione che non siano classificabili come “di investimento” o “finanziarie” (par. 3.2); mente il riferimento alla connessa attività finanziaria permette di estendere l'esenzione anche a operazioni astrattamente qualificabili come finanziarie, nella misura in cui queste siano accessorie allo svolgimento dell'attività operativa, con l'esclusione dei finanziamenti ottenuti per compiere operazioni non appartenenti all'attività operativa (par. 3.3).

⁽⁵⁸⁾ Per valutare se un'operazione si possa considerare come ordinaria, bisognerà prendere in considerazione l'attività concretamente svolta dalla società, la ripetizione regolare della medesima operazione e la sua dimensione, i termini e le condizioni contrattuali, comprese le caratteristiche del corrispettivo, la natura della controparte (Comunicazione OPC, par. 3.4).

⁽⁵⁹⁾ HOUBEN, *op. cit.*, p. 497.

quali gli amministratori o i consiglieri indipendenti che esprimono pareri sulle operazioni con parti correlate valutano almeno annualmente la corretta applicazione dei casi di esenzione. Per le operazioni di maggior rilevanza, la predetta valutazione è effettuata in via preventiva».

L'Autorità di Vigilanza era dunque andata ben oltre il dettato del legislatore comunitario, ampliando la valutazione periodica a tutti i casi di esenzione, giustificando quest'estensione sulla scorta dell'esperienza applicativa che ha mostrato livelli di criticità anche in relazione all'applicazione degli altri casi di esenzione ⁽⁶⁰⁾. Tali verifiche periodiche quindi, a detta della Consob, risultavano essenziali per limitare i rischi di una distorta applicazione del Regolamento OPC.

In più, tale controllo doveva essere effettuato preventivamente se i casi di esenzione si fossero rivolti ad operazioni di maggior rilevanza, tenuto conto che in questi casi i rischi di una scorretta attuazione di tali benefici procedurali avrebbero avuto ricadute potenziali maggiori.

I soggetti destinatari di tale compito erano gli amministratori indipendenti già previsti dagli artt. 7 ed 8 del Regolamento OPC: in tal modo si assicurava da un lato la non partecipazione delle parti correlate alla valutazione di tali operazioni, come richiesto dalla SHRD2; dall'altro, però, non veniva imposto, con conseguente aggravio procedurale, un coinvolgimento dell'intero organo amministrativo ⁽⁶¹⁾.

Tale proposta della Consob si configurava come un caso di *goldplating* in quanto la sua permanenza non risulta sufficientemente motivata ⁽⁶²⁾ e, a seguito delle critiche sollevate dal mercato, l'Autorità di vigilanza ha deciso di fare un passo indietro e di eliminare la valutazione *ex ante* e di limitare tale controllo solo al caso di esenzione previsto per le operazioni ordinarie. Nella nuova versione dell'art. 4, comma 1, lettera *e-bis*), dunque, gli amministratori indipendenti «verificano la corretta applicazione delle condizioni di esenzione alle operazioni di maggiore rilevanza definite ordinarie e concluse a condizioni di mercato o standard [...]».

6. – La Consob, seppur riprendendo una definizione di “operazioni con parti correlate” slegata da ogni parametro valoriale o di carattere economico come quella del principio contabile internazionale IAS 24, tuttavia ha adottato nel Regolamento OPC una disciplina più complessa e più specifica, distinguendo tali operazioni in tre categorie: le operazioni

⁽⁶⁰⁾ CONSOB, *Documento di Consultazione OPC*, p. 12.

⁽⁶¹⁾ CONSOB, *Documento di Consultazione OPC*, p. 13.

⁽⁶²⁾ ASSONIME, *op. cit.*, pp. 9-10.

con parti correlate di maggior rilevanza, quelle di minor rilevanza e quelle di importo esiguo. La coesistenza di più procedure a seconda del tipo di operazione che ci si trova davanti e di soluzioni regolamentari che si intrecciano tra di loro, ha spinto parte della dottrina a criticare questa impostazione, foriera di difficoltà nella sua interpretazione e concreta applicazione ⁽⁶³⁾.

Partendo dalle operazioni di maggiore rilevanza, la Direttiva, all'art. 9 *quater*, concede ampio margine agli stati membri per la definizione di queste operazioni, in quanto prevede che «nella definizione di operazioni rilevanti, gli Stati Membri stabiliscono uno o più indici quantitativi legati all'impatto dell'operazione sulla situazione finanziaria, sui profitti, sugli attivi, sulla capitalizzazione, incluso il capitale, o sul fatturato della società ovvero tengono conto della natura dell'operazione e della posizione della parte correlata» (art. 9 *quater*, comma 1, SHRD2).

Inoltre, per una corretta definizione è necessario che gli Stati membri tengano in considerazione «a) l'influenza che le informazioni relative all'operazione potrebbero avere sulle decisioni economiche degli azionisti della società; b) il rischio che scaturisce dall'operazione per la società e per i suoi azionisti che non sono una parte correlata, compresi gli azionisti di minoranza» (art. 9 *quater*, comma 1, SHRD2). Si può dunque affermare come il legislatore europeo non si sia spinto fino al punto di dare una definizione univoca delle operazioni rilevanti, ma abbia solamente fornito delle "linee guida" che gli Stati membri devono seguire nel disciplinare tale fattispecie.

L'art. 9 *quater* prevede inoltre la possibilità, a discrezione degli Stati membri, che la società pubblici «una relazione che valuti la correttezza e la convenienza dell'operazione (rilevante, *N.d.A.*) dal punto di vista della società e degli azionisti che non sono una parte correlata, inclusi gli azionisti di minoranza, e che illustri i presupposti su cui si basa e i metodi utilizzati» (art. 9 *quater*, comma 3, SHRD2).

La Direttiva individua anche una serie di soggetti ritenuti competenti a predisporre tale relazione:

- un terzo indipendente;

⁽⁶³⁾ Letteralmente, è stato definito in AA.VV., "Le operazioni con parti correlate. Atti del convegno, Università del Sacro Cuore, Piacenza, 19 novembre 2011", "bizantino" da SANTO-SUOSSO, "roccocò" da FERRO-LUZZI e "barocco" da LIBONATI, precisando per l'appunto che "uno dei maggiori problemi che si pone nell'ambito del diritto societario italiano è quello di non capire che l'approccio minimalista è un sintomo di efficienza, l'approccio barocco, quasi sempre, non lo è".

- l'organo di amministrazione o di vigilanza della società;
- il comitato per il controllo interno o altro comitato composto in maggioranza da amministratori indipendenti.

Ovviamente, vi è il rischio che uno di tali individui, soprattutto un amministratore non indipendente, sia parte correlata della società: sarebbe contrario alla *ratio* della stessa norma consentire ad una parte correlata di redigere tale relazione, il contenuto della quale questa sia interessata a influenzare in senso positivo. Perciò, il legislatore comunitario ha precisato che «gli Stati membri assicurano che le parti correlate non partecipino alla preparazione della relazione» (art. 9 *quater*, comma 3, SHRD2).

Un ultimo punto regolato dalla SHRD2 riguarda la procedura di approvazione delle operazioni rilevanti, punto focale dell'intera disciplina delle operazioni con parti correlate dal momento che questa costituisce la base fondamentale per la tutela degli azionisti di minoranza e di tutti gli altri soci non correlati, ma anche dei creditori e di ogni altro soggetto che entri a contatto con la società. Il comma 4, dell'art. 9 *quater*, stabilisce quanto segue: «Gli Stati membri assicurano che le operazioni rilevanti con parti correlate siano approvate dall'assemblea generale o dall'organo di amministrazione o di vigilanza della società, conformemente a procedure che impediscono alla parte correlata di trarre vantaggio dalla sua posizione e che tutelano in modo adeguato gli interessi della società e degli azionisti che non sono una parte correlata, compresi gli azionisti di minoranza.

Gli Stati membri possono disporre che gli azionisti nell'assemblea generale abbiano il diritto di votare in merito alle operazioni rilevanti con parti correlate che sono state approvate dall'organo di amministrazione o di vigilanza della società.

Qualora l'operazione con parti correlate coinvolga un amministratore o un azionista, l'amministratore o l'azionista è escluso dall'approvazione o dalla votazione.

Gli Stati membri possono consentire all'azionista che è una parte correlata di partecipare alla votazione, purché il diritto nazionale preveda adeguate misure di salvaguardia che si applicano prima o in occasione della procedura di votazione per tutelare gli interessi della società e degli azionisti che non sono una parte correlata, inclusi gli azionisti di minoranza, impedendo alla parte correlata l'approvazione dell'operazione nonostante il parere contrario della maggioranza degli azionisti che non sono una parte correlata o nonostante il parere contrario della maggioranza degli amministratori indipendenti».

Il legislatore comunitario quindi, pur conferendo agli Stati membri dei margini di scelta circa le modalità di approvazione delle operazioni di

maggior rilevanza, pone come elemento imprescindibile la correttezza sostanziale e procedurale dell'operazione al fine di tutelare tutti quei soggetti diversi dalle parti correlate.

Venendo ora ad analizzare la normativa nazionale, quanto regolato dall'Autorità di Vigilanza nel 2010 si pone in stretta assonanza con le disposizioni europee, come se in Italia si fosse anticipato di qualche anno l'intenzione del legislatore comunitario.

L'art. 4 del Regolamento OPC prevede che i consigli di amministrazione o di gestione delle società debbano adottare delle procedure che, tra l'altro, identifichino le operazioni di maggior rilevanza, con l'obbligo di includervi quelle che superino determinate soglie previste dall'Allegato n. 3 dello stesso Regolamento.

Quindi tali operazioni sono, oltre a quelle che il consiglio di amministrazione della società voglia comunque considerare come tali, tutte quelle ipotesi in cui almeno uno dei seguenti indici di rilevanza, applicabili a seconda della specifica operazione, risulti superiore alla soglia del 5% ⁽⁶⁴⁾:

– Indice di rilevanza del controvalore: è il rapporto tra il controvalore dell'operazione e il patrimonio netto ricavato dallo stato patrimoniale della società pubblicato più di recente, oppure, 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 ⁽⁶⁵⁾;

– Indice di rilevanza dell'attivo: è il rapporto tra il totale attivo dell'entità oggetto dell'operazione e il totale attivo della società, tenendo sempre conto il più recente stato patrimoniale pubblicato.

– Indice di rilevanza delle passività: è il rapporto tra il totale delle passività dell'entità acquisita e il totale attivo della società. Anche in questo caso i dati da utilizzare devono essere tratti dal più recente stato patrimoniale pubblicato dalla società; ove possibile, analoghi dati devono essere utilizzati per la determinazione del totale delle passività della società o del ramo di azienda acquisiti (art. 1.1., Allegato n. 3, lett. c). Quest'ultimo indice riguarda le operazioni di fusione societaria o di acquisizione o cessione di rami d'azienda ⁽⁶⁶⁾.

⁽⁶⁴⁾ Questi criteri sono stati mutuati dal diritto societario di matrice anglosassone (v. *Listing Rules*, 10.2).

⁽⁶⁵⁾ Per le banche invece è il rapporto tra il controvalore dell'operazione e il patrimonio di vigilanza tratto dal più recente stato patrimoniale pubblicato (consolidato, se redatto).

⁽⁶⁶⁾ SALAFIA, *Le operazioni con parti correlate: il Regolamento Consob*, in *Società*, 2010, p. 727.

In ogni caso, è fatta salva la possibilità per la società di predisporre ulteriori soglie di rilevanza inferiori rispetto a quelle anzidette per ricomprendere una serie di determinate operazioni (e.g. operazioni che possono incidere sull'autonomia gestionale della società come la cessione di attività immateriali, vedi marchi e brevetti, per le quali il mero valore del corrispettivo potrebbe sottostimarne l'effettiva rilevanza) (art. 1.3., Allegato n. 3) (67). Dunque, per quanto riguarda le disposizioni relative all'individuazione di queste operazioni, vi è una piena corrispondenza con la disciplina della *Shareholder Rights Directive II*.

L'importanza di individuare le operazioni rilevanti risiede nel fatto che queste sono assoggettate ad un particolare regime procedurale, ritenuto speciale in quanto più stringente rispetto a quello generale delle operazioni di minor rilevanza (68).

L'art. 8 del Regolamento OPC disciplina le procedure per le operazioni di maggiore rilevanza per le società che adottano i sistemi di amministrazione e controllo tradizionale o monistico. Vi è innanzitutto un dovere da parte della società che adotta tali procedure interne di prevedere una riserva di competenza a deliberare, circa queste operazioni, in capo al *plenum* del consiglio di amministrazione (lettera a), che dovrà perciò motivare la convenienza e la correttezza sostanziale dell'operazione, oltre all'interesse della società al compimento della stessa (69). Viene quindi escluso che la competenza decisoria possa essere delegata al comitato esecutivo, all'amministratore delegato o a qualsiasi altro esponente aziendale (70). Tale decisione potrà essere assunta solo a seguito del coinvolgimento di un comitato (o di uno o più componenti dello stesso) «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'i-

(67) Un ulteriore esempio potrebbe essere quello di operazioni che comportano la cessione del controllo di società controllate che, pur non superando la soglia del 5% siano tuttavia particolarmente significative per la rilevanza strategica dell'attività da loro svolta.

(68) MICHIELI, *op. cit.*, p. 110. Ciò tuttavia non vieta alle società di applicare alle operazioni di minore rilevanza i criteri relativi a quelle di maggior rilevanza. Oltre a queste due procedure, abbiamo già visto all'interno del par. 5 che ve ne sono altre "specifiche".

(69) POMELLI, *op. cit.* p. 756.

(70) LIACE, *op. cit.*, p. 21. Sul punto è stato osservato che sarebbe opportuno inserire tra le ipotesi di divieto di delegare al comitato esecutivo determinate prerogative del consiglio di amministrazione, indicate nell'art. 2381 c.c., anche la decisione dell'organo amministrativo di effettuare operazioni di maggiore rilevanza con parte correlata. Sul punto si veda BUSANI, *Assemblee 2011: passivity rule, parti correlate e Dsbr*, in *Società*, 2011, p. 71.

strutturata» (lettera *b*) (71). Quest'organo potrà essere appositamente costituito dal consiglio di amministrazione (che ne designerà i componenti di volta in volta o per tutto il periodo di carica del consiglio) (72) o essere già esistente (e.g. il comitato controllo e rischi previsto dall'art. 7 del Codice di Autodisciplina o il comitato per il controllo sulla gestione ex art. 2409 *octiesdecies* c.c.): condizione necessaria è che sia composto esclusivamente da amministratori indipendenti non correlati, in un numero non inferiore a tre. La lett. *d*) dell'art. 8 infatti prevede che qualora nel comitato non vi siano almeno tre amministratori indipendenti non correlati, la società debba assicurare presidi equivalenti a quelli previsti dalle lett. *b*) e *c*) a tutela della correttezza sostanziale dell'operazione (73).

Al termine della fase delle trattative o della fase istruttoria, il comitato parti correlate, pienamente informato di tutti gli elementi necessari per poter esercitare consapevolmente le proprie funzioni, emetterà un parere sulla operazione che l'organo gestorio intende concludere. Quest'ultimo approverà tale operazione previo motivato parere favorevole del comitato «sull'interesse della società al compimento dell'operazione, nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni, oppure, in alternativa, che siano applicate altre modalità di approvazione dell'operazione che assicurino un ruolo determinante alla maggioranza degli amministratori indipendenti non correlati» (74) (lettera *c*). Si tratta chiaramente di un parere vincolante, che potrà essere emesso anche solo dalla maggioranza del comitato, non essendone richiesta l'approvazione unanime (75).

Nel caso in cui il comitato sia di avviso contrario (76) alla conclusione dell'operazione, la Consob ha stabilito che, se previsto all'interno dello

(71) Si tratta di un "coinvolgimento informativo" (POMELLI) e dunque non conferisce necessariamente al comitato poteri di gestione della trattativa.

(72) POMELLI, *op. cit.*, p. 756.

(73) La Consob ha individuato alcuni presidi equivalenti al paragrafo 15.2 della Comunicazione OPC.

(74) Come ad esempio l'approvazione direttamente da parte del consiglio di amministrazione con doppie maggioranze o *quorum* rafforzati che attribuiscono un ruolo determinante agli amministratori indipendenti (Comunicazione OPC, paragrafo 16.1).

(75) STELLA RICHTER jr, *Regole delle procedure per le operazioni con parti correlate e modificazioni statutarie conseguenti*, in AA.Vv. *Le operazioni con parti correlate, Atti del Convegno Università Cattolica del Sacro Cuore, Piacenza, 19 novembre 2010*, Milano, 2010, p. 52.

(76) La Comunicazione OPC, al par. 16.2 precisa che il termine "avviso contrario" sia volutamente ampio in quanto include non solo le modalità di approvazione dell'operazione previste dall'art. 8 del Regolamento, ma anche «qualunque altra modalità di espressione da parte degli amministratori indipendenti che le società abbiano deciso di adottare nell'asse-

statuto della società, il consiglio di amministrazione possa ugualmente approvarla. È tuttavia necessaria l'autorizzazione, ai sensi dell'art. 2364, comma 1, n. 5) c.c., da parte dell'assemblea, che delibera conformemente a quanto previsto dall'art. 11, comma 3, dello stesso Regolamento OPC (art. 8, comma 2). In questo caso si applicherà la procedura c.d. di *whitewash*.

Con riguardo alle previsioni della SHRD2, sembra che anche in questo caso il Regolamento OPC fosse giunto ad una disciplina conforme con la Direttiva già prima della sua emanazione. Tra le opzioni fornite dal legislatore comunitario in merito ai soggetti tenuti all'approvazione delle operazioni rilevanti (assemblea generale, organo di amministrazione o di vigilanza), la Consob aveva già optato per il consiglio di amministrazione.

Inoltre, la relazione sulla correttezza e convenienza dell'operazione nella SHRD2, seppure introducibile a discrezionalità degli Stati membri e senza che si specifichi la natura vincolante o meno, può essere ricondotto al parere che il comitato parti correlate dovrà presentare: la Direttiva infatti stabilisce che la relazione può essere predisposta anche dal comitato per il controllo interno o altro comitato composto in maggioranza da amministratori indipendenti.

Infine, le procedure volte ad impedire che amministratori o soci correlati partecipino all'approvazione dell'operazione di maggior rilevanza sono pienamente rispettate.

Ciononostante, la Consob ha presentato, nel Documento di Consultazione 2019, alcune modifiche al Regolamento OPC per allinearlo a quanto previsto dall'art. 9 *quater* della Direttiva, mantenendo tuttavia gli elementi di flessibilità già previsti dalla regolamentazione nazionale e preservando, ove possibile, una disciplina di consolidata applicazione da parte degli operatori, ma allo stesso tempo apportando ulteriori interventi sulla scorta dell'esperienza applicativa che la stessa Autorità di Vigilanza ha maturato dal 2011 fino ad oggi ⁽⁷⁷⁾.

Il primo adattamento relativo alle operazioni di maggior rilevanza riguarda la disciplina procedurale relativa all'astensione degli amministratori coinvolti: la Consob precisa, infatti, che tutti gli amministratori che siano una controparte dell'operazione o che siano correlati a quest'ultima

gnare alla maggioranza di tali amministratori (o ai soggetti chiamati ad esprimersi in forza dei presidi alternativi, qualora applicabili) un ruolo determinante nell'approvazione dell'operazione». È da questo inciso che si può confermare quanto detto sopra circa la vincolatività del parere dei soggetti utilizzabili quali presidi alternativi.

(77) CONSOB, *Documento di consultazione OPC*, p. 4.

dovranno astenersi dal prendere parte alla fase delle trattative e alla fase istruttoria delle operazioni con parti correlate, come precisato dall'art. 9 *quater*, par. 4, comma 3, della Direttiva (78).

Il secondo, invece, prevede l'inserimento di una presunzione di rilevanza dell'operazione, nel caso in cui non sia determinabile il controvalore massimo dell'operazione (importo massimo ricevibile o pagabile ai sensi dell'accordo), facendo comunque salva la possibilità per le società di motivare che tale qualificazione risulti manifestamente ingiustificata in considerazione di specifiche circostanze (79).

Si ricordi che già nei lavori preparatori del Regolamento OPC, la Consob aveva proposto una tale previsione (tuttavia di carattere assoluto e non relativo come quella su menzionata), ispirandosi alla disciplina inglese delle *Listing Rules* della *Financial Conduct Authority* (80), salvo poi escluderla a seguito della pubblica consultazione con il mercato. La prassi tuttavia ha richiesto l'inserimento di una tale norma poiché l'impossibilità di determinare il controvalore massimo di un'operazione ha condotto in concreto alla sottovalutazione della rilevanza di operazioni che successivamente si sarebbero rilevate di importo significativo.

Infine, si precisa all'art. 8 del Regolamento OPC che il comitato debba essere coinvolto «tempestivamente (...)»: puntualizzazione di un obbligo già esistente nel Regolamento OPC resasi necessaria in quanto l'esperienza applicativa ha mostrato, in diversi casi, il coinvolgimento tardivo degli indipendenti nelle trattative.

Se la prima e la terza modifica sono state mantenute nel nuovo Regolamento OPC, la disposizione relativa alla presunzione di rilevanza dell'operazione non è stata confermata nella versione definitiva del documento.

6.1. – Il Regolamento OPC dà una definizione di operazioni di minore rilevanza “in negativo”, in quanto le definisce come «le operazioni con parti correlate diverse dalle operazioni di maggior rilevanza e dalle operazioni di importo esiguo eventualmente individuate ai sensi dell'art. 13» [art. 3, lett. c)]. Inoltre, la procedura che regola l'approvazione di queste operazioni ha carattere generale rispetto a quello speciale per le operazioni

(78) Tale definizione è in linea sia con quanto espresso dai principi contabili internazionali, sia con la direzione seguita dal Regolamento OPC con riguardo agli amministratori che possono entrare a far parte del comitato parti correlate per esprimere il proprio parere sull'operazione ma anche con riguardo ai soci di minoranza il cui voto è determinante ai fini dell'utilizzo del sistema di *whitewash*.

(79) *Ivi*, p. 16.

(80) Cfr. *Listing Rules* 10, calcolo del *consideration test*.

rilevanti: si tratta di due procedimenti che se da un lato spesso combaciano ⁽⁸¹⁾, dall'altro invece divergono per il grado di vincolatività della disciplina. Infatti, se per le operazioni di minor rilevanza si può parlare di una procedura semplificata, per quelle di maggior rilevanza si ha a che fare con una procedura aggravata.

L'art. 7 del Regolamento OPC (*Procedure per le operazioni di minore rilevanza per le società che adottano i sistemi di amministrazione e controllo tradizionale o monistico*) stabilisce che anche in questo caso sia necessario che un comitato composto esclusivamente da amministratori non esecutivi e non correlati, esprima un parere motivato sull'interesse della società al compimento dell'operazione e sulla convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni, senza però fare riferimento alla partecipazione alla fase istruttoria o delle trattative (lettera *a*): sarà discrezione della società decidere se i soggetti che compongono il comitato possano prendere parte sin dall'inizio alla procedura di approvazione dell'operazione o solo in una fase successiva.

Come per le operazioni di maggior rilevanza, persiste anche qui il limite riguardante il divieto di pronunciarsi sull'opportunità e vantaggioosità dell'operazione quale migliore strategia per soddisfare l'interesse sociale, trattandosi di una prerogativa di esclusiva competenza dell'organo gestorio.

Ciò che diverge rispetto alla procedura per le operazioni rilevanti è che in questo caso non è necessario che tutti i componenti del comitato siano indipendenti, ma solo la maggior parte, e, soprattutto, il loro parere non è vincolante per gli amministratori.

Inoltre, si ricava dalla lett. *d*) che il comitato possa essere formato da solo due componenti, purché entrambi amministratori indipendenti e non correlati. Se assenti, la società dovrà adottare specifici presidi equivalenti.

Vista la diversa composizione del comitato a seconda dell'operazione, sarà la società a decidere se costituire due comitati distinti: ovviamente, se la società ha un numero di amministratori indipendenti tale da istituire un comitato di soli indipendenti (non correlati), sarà molto probabile trovare un unico comitato a cui la società affiderà tanto le competenze dell'art. 7, quanto quelle dell'art. 8 del Regolamento OPC; viceversa, dovrà adottare soluzioni specifiche di volta in volta nel rispetto di queste disposizioni ⁽⁸²⁾.

⁽⁸¹⁾ Per l'appunto, l'art. 8 del Regolamento OPC prevede che si applichino le lett. *b*), *c*), *e*) e *f*), dell'art. 7, dello stesso Regolamento, relativo alle procedure per le operazioni di minore rilevanza.

⁽⁸²⁾ STELLA RICHTER jr., *op. cit.*, p. 57.

Il Regolamento OPC prosegue stabilendo che il comitato possa farsi assistere, a spese della società, da uno o più esperti indipendenti ⁽⁸³⁾ di propria scelta (per esprimere valutazioni ad esempio su profili legali, finanziari, fiscali dell'operazione) (lett. *b*), salva la possibilità per la società di fissare un ammontare massimo di spesa per ogni singola operazione con riguardo ai servizi resi da questi soggetti (art. 7, comma 2). In ogni caso, il parere del comitato non potrà mai risolversi in una semplice sottoscrizione dell'eventuale parere degli esperti indipendenti ⁽⁸⁴⁾.

Anche con riguardo alle operazioni di minor rilevanza, è necessario che al comitato operazioni parti correlate siano fornite informazioni complete ed adeguate con congruo anticipo. Si specifica che se le condizioni dell'operazione siano definite equivalenti a quelle di mercato o standard, la documentazione predisposta dovrà contenere elementi di riscontro oggettivi (lettera *c*) ⁽⁸⁵⁾.

Inoltre, ove applicabile, i verbali delle deliberazioni di approvazione dovranno recare adeguata motivazione in merito all'interesse della società al compimento dell'operazione, nonché alla convenienza e alla correttezza sostanziale delle relative condizioni (lettera *e*).

Si nota quindi che la disciplina delle operazioni di minore rilevanza non incide sulla competenza decisionale, in quanto, sebbene il parere sia obbligatorio, questo non ha natura vincolante. Tali operazioni, per di più, potranno ugualmente essere concluse dal comitato esecutivo o da amministratori delegati (o da altri soggetti, come il direttore generale), senza la necessità dell'approvazione da parte del *plenum* del consiglio di amministrazione. In tal caso, ai fini di un bilanciamento della situazione, la società dovrà adempiere a degli obblighi di *disclosure* più rigorosi.

È stato sottolineato come la disciplina della Consob sulle operazioni di minor rilevanza sia di regime minimo e nemmeno di carattere tassativo, dato che, come detto precedentemente, nulla vieta di applicare a queste operazioni il regime delle operazioni di maggior rilevanza, o solo alcune disposizioni previste per queste o, addirittura, di prevedere regimi ancor più rigorosi ⁽⁸⁶⁾.

⁽⁸³⁾ L'indipendenza degli esperti indipendenti deve essere accertata dallo stesso comitato.

⁽⁸⁴⁾ POMELLI, *op. cit.*, p. 754.

⁽⁸⁵⁾ Ossia in tutti quei casi in cui le condizioni dell'operazione siano analoghe a quelle applicate usualmente nei confronti di parti non correlate per operazioni di natura o corrispettivo corrispondente.

⁽⁸⁶⁾ LIACE, *op.cit.*, pp. 19-20.

Sebbene la *Shareholder Rights Directive II* stabilisca che le operazioni con parti correlate sono in grado di causare pregiudizio alle società e ai loro azionisti, in quanto possono offrire alla parte correlata la possibilità di appropriarsi di un valore appartenente alla società e pertanto è importante prevedere adeguate misure di salvaguardia per la tutela degli interessi degli emittenti e dei soci (*considerando* n. 42 della SHRD2), questa Direttiva nulla disciplina con riguardo alle operazioni di minor rilevanza. È lasciata, perciò, piena libertà agli Stati membri di decidere se sottoporre o meno anche queste operazioni al regime – seppur con dei margini meno stringenti, come accade in Italia – previsto per le operazioni con parti correlate.

La Consob, nel Documento di Consultazione, ha apportato alcune modifiche all'art. 7 del Regolamento OPC, questa volta non alla luce dell'attuazione nel nostro ordinamento della SHRD2 – cosa alquanto ovvia – ma come conseguenza dell'esperienza della stessa Autorità di Vigilanza con riguardo all'applicazione della disciplina regolamentare degli ultimi 10 anni.

Il comma 1, lett. *a*), dell'art. 7 ad oggi prevede, prima dell'approvazione dell'operazione, il rilascio del parere del comitato parti correlate, comprendendo anche tutti quei casi in cui l'approvazione dei termini e delle condizioni dell'operazione sia progressiva.

Tuttavia, la prassi ha dimostrato come vi siano stati dei casi in cui, prima dell'approvazione definitiva dell'operazione nel suo complesso, fosse intervenuta un'approvazione parziale di alcuni degli elementi essenziali della stessa da parte degli amministratori titolari di questo potere (il caso più rilevante riguarda l'approvazione preventiva del corrispettivo) senza il previo parere del comitato degli amministratori indipendenti ⁽⁸⁷⁾. La Consob, per risolvere tale incongruenza, ha deciso, modificando la lett. *a*) dell'articolo, di precisare che il parere degli amministratori indipendenti debba essere fornito anche prima della eventuale definizione preventiva con la controparte dei termini essenziali dell'operazione. Si è inoltre aggiunta la previsione che tali pareri debbano essere allegati ai verbali delle riunioni del comitato stesso, visto che l'esperienza applicativa ha rilevato come talvolta questi non fossero stati redatti in forma scritta e in più mancassero o fossero inadeguate le verbalizzazioni delle valutazioni del comitato ⁽⁸⁸⁾.

⁽⁸⁷⁾ CONSOB, *Documento di Consultazione OPC*, p. 18.

⁽⁸⁸⁾ Queste disposizioni sono state traslate anche all'interno dell'art. 8, comma 1, lett. *c*), relativo alle operazioni di maggiore rilevanza, e all'Allegato 2, che disciplina, come vedremo, l'approvazione delle operazioni con parti correlate nel sistema dualistico.

Se quest'ultima modifica è stata confermata all'interno della nuova versione del Regolamento OPC, il riferimento ai termini essenziali dell'operazione è stato eliso, e la lettera dell'art. 7, comma 1, lett. *a*) – oltre all'obbligo di allegazione del parere al verbale – è rimasta identica alla prima versione del Regolamento OPC.

La seconda modifica intende invece chiarire un obbligo già esistente nel Regolamento OPC in capo al comitato, ma che la Consob ha ritenuto necessario esplicitare alla luce del suo mancato rispetto o inadeguata applicazione ⁽⁸⁹⁾. Si tratta della necessità di verificare preventivamente l'indipendenza degli esperti di cui il comitato richiede l'assistenza, tenendo conto delle relazioni indicate nel paragrafo 2.4, dell'Allegato 4, del Regolamento OPC (art. 7, comma 1, lett. *b*) ⁽⁹⁰⁾.

Infine, vi è l'aggiunta al comma 1, art. 7, della lettera *d bis*): questa norma, relativa all'astensione dalla votazione dell'operazione degli amministratori coinvolti nella stessa, si è resa necessaria per adeguarsi all'art. 9 *quater*, par. 4, comma 3, della SHRD2, il quale prevede che «qualora l'operazione con parti correlate coinvolga un amministratore o un azionista, l'amministratore o l'azionista è escluso dall'approvazione o dalla votazione». Tale previsione risulta essere identica a quanto precedentemente detto con riguardo alle operazioni di maggiore rilevanza. L'art. 7, lett. *d bis*), viene infatti richiamata dall'art. 8 del Regolamento OPC.

6.2 – La terza categoria in cui la Consob ha deciso di suddividere le operazioni con parti correlate si tratta di quelle transazioni il cui importo venga ritenuto di carattere esiguo.

La prima versione del Regolamento non dà una specifica definizione di tale istituto, prevedendo esclusivamente che «le procedure possono individuare criteri per l'identificazione di operazioni di importo esiguo alle quali non applicare le disposizioni del presente regolamento» (art. 13, comma 2) e dunque nessun obbligo procedurale o informativo ⁽⁹¹⁾.

⁽⁸⁹⁾ CONSOB, *Documento di Consultazione OPC*, p. 19.

⁽⁹⁰⁾ L'Allegato 4, par. 2.4 stabilisce che si indichino le eventuali relazioni economiche, patrimoniali e finanziarie tra gli esperti indipendenti e la società emittente e chi la controlla, le società da questa controllate, le società sottoposte a comune controllo e gli amministratori delle predette società.

⁽⁹¹⁾ Si fa salva l'eventuale inclusione delle informazioni sull'operazione nei comunicati stampa ai quali si applica l'art. 6 del Regolamento OPC, il quale prevede che nel comunicato relativo all'operazione soggetta agli obblighi dell'art. 17 del Reg. (UE) 596/2014 – relativo agli abusi di mercato – vengano indicate gli elementi essenziali dell'operazione stessa.

Dalla lettura di questo articolo, appare dunque che veniva concessa alle società un'ampia libertà nello scegliere i criteri che individuavano tali operazioni⁽⁹²⁾. Questi, perciò, potevano essere di vario tipo: "fissi", rapportando l'esiguità ad un determinato controvalore monetario, o di natura "variabile", attraverso l'utilizzo di calcoli percentuali, come avviene per le stesse operazioni di maggior rilevanza; infine il criterio poteva anche avere un carattere "misto", facendovi rientrare, ad esempio, le operazioni concluse con specifiche parti correlate entro certe soglie quantitative⁽⁹³⁾.

La Comunicazione OPC precisa che le società, nell'identificare la "soglia di esiguità", hanno l'onere di tenere in considerazione che l'esenzione sia funzionale ad escludere tutte quelle operazioni che non comportano a prima vista alcun apprezzabile rischio per la tutela degli investitori (soprattutto con riguardo agli azionisti di minoranza), pur essendo concluse con una parte correlata⁽⁹⁴⁾.

Di più difficile comprensione è il passaggio successivo, in cui la Consob ritiene che sia più opportuno, nel definire tali soglie dimensionali, che le società facciano affidamento, laddove possibile, non a grandezze di tipo percentuale ma a valori assoluti, in quanto più facili da individuare, seppure precisando che tale giudizio non possa prescindere dalle dimensioni dell'impresa. Tale controsenso sembra altresì ampliarsi con la previsione che permette alle società di individuare diverse soglie di esiguità a seconda del tipo di operazione o della categoria di parte correlata coinvolta⁽⁹⁵⁾.

Rimane tuttavia fondamentale che la soglia di esiguità sia correttamente predisposta, per evitare il rischio che determinate transazioni, seppure rilevanti per la società, non si vedano sottoposte alla disciplina prevista per le operazioni con parti correlate. Gli organi di controllo delle società dovranno soprattutto prestare particolare attenzione a possibili elusioni della disciplina mediante frazionamenti di operazioni che consentano di beneficiare di tale esenzione, nonostante il loro valore complessivo le avrebbe fatte ricondurre tra le operazioni di maggior rilevanza.

Coerentemente con quanto detto sulle operazioni di minor rilevanza, la *Shareholder Rights Directive* nulla prevede neanche per le operazioni di importo esiguo, lasciando anche in questo caso ampio margine agli Stati

⁽⁹²⁾ LIACE, *op. cit.*, p. 23.

⁽⁹³⁾ *Ibidem*. Con riferimento all'ordinamento inglese, la *Listing Rule n.11 (Related party transactions)* esclude dalla disciplina delle operazioni con parti correlate tutte le "small transactions", ossia tutte quelle operazioni in cui ogni "percentage ratios" è inferiore o uguale a 0,25%.

⁽⁹⁴⁾ CONSOB, *Comunicazione OPC*, par. 19.

⁽⁹⁵⁾ *Ibidem*, MONTALENTI, *op. cit.*, p. 334.

membri nella scelta di modulare la procedura prevista per le operazioni con parti correlate a seconda della loro influenza sul patrimonio della società.

Ciononostante, la Consob, evitando sempre di darle una specifica definizione, ha provveduto a migliorare la disciplina delle operazioni d'importo esiguo, sempre sulla base delle valutazioni effettuate a seguito della propria esperienza applicativa.

La prassi ha infatti fatto porre all'Autorità di Vigilanza l'attenzione sulla circostanza che, non essendo state previste dalle società soglie di importo esiguo differenziate, l'individuazione di una medesima soglia che venisse applicata sia alle operazioni con persone giuridiche sia alle operazioni, concluse anche indirettamente, con persone fisiche abbia comportato, con riferimento a queste ultime categorie, l'inclusione nell'esenzione di operazioni di importo rilevante in ragione del tipo di controparte.

Alla luce di quanto appena detto, e tenuto in considerazione la «fisiologica e opportuna fissazione di soglie di esiguità in applicazione della facoltà di esclusione prevista all'art. 13, comma 2, del Regolamento»⁽⁹⁶⁾, la Consob ha deciso di apportare tali modifiche:

- l'applicazione dell'esenzione in esame e la fissazione delle soglie di esiguità non sono più opzionali per le società;
- nell'individuare le soglie di esiguità, le procedure adottate dalle società devono prevedere soglie differenziate tenendo conto almeno della natura della controparte⁽⁹⁷⁾.

Una prima analisi della disciplina regolamentare a seguito dell'emanazione della SHRD2 e del Documento di Consultazione OPC ha fatto emergere alcune perplessità. È stato osservato come l'ambito di applicazione oggettivo della Direttiva ricomprenda esclusivamente le operazioni di maggior rilevanza e, dal momento che dall'art. 2391 *bis* c.c., come modificato, non emerge una chiara limitazione del perimetro oggettivo degli obblighi informativi e procedurali, persistere nel mantenimento di un ambito di applicazione più esteso rispetto a quello previsto dal legislatore comunitario costituisce a tutti gli effetti un caso di *goldplating*, il quale, per sussistere, necessita di una motivazione adeguata che in questo caso risulta assente⁽⁹⁸⁾.

⁽⁹⁶⁾ CONSOB, *Documento di consultazione OPC*, p. 17.

⁽⁹⁷⁾ Nella proposta della Consob, l'art. 4, comma 1, lett. a) dovrebbe essere: «le procedure identificano (...) le operazioni di importo esiguo fissando criteri differenziati in considerazione almeno della natura della controparte».

⁽⁹⁸⁾ ASSONIME, *op. cit.*, p. 28.

Quanto appena detto si giustifica anche alla luce della disciplina di altri Stati membri: la Francia, nella trasposizione della SHRD2 all'interno del *Plan d'Action pour la Croissance et la Transformation des Entreprises*, ha previsto un'unica soglia di rilevanza qualitativa, al cui superamento si applicano gli obblighi informativi e procedurali, salvo i casi di esenzione; la Germania, nell'ARUG II, ha invece introdotto un'unica soglia quantitativa, al di sopra della quale anche in questo caso trovano applicazione i medesimi obblighi informativi e procedurali.

Il sistema italiano risulta perciò alquanto più analitico e più avanzato rispetto a quello degli altri Stati membri e l'eliminazione dal Regolamento OPC delle norme riguardanti le operazioni di minor rilevanza e di importo esiguo, se da un lato solleverebbe le società dagli oneri relativi a tale disciplina, dall'altro, tuttavia, potrebbe spianare la strada ad una minor tutela per gli azionisti che non controllano la società e ad una approssimativa e incompleta informazione a tutti i soggetti in rapporto con l'emittente e al mercato in generale.

7. – Ultime considerazioni riguardano il dubbio se la regolamentazione sia completa e coerente o se, in futuro, sarà necessario apportare delle modifiche o delle integrazioni.

Partendo dalla normativa comunitaria, si può notare che lo scopo primario della SHRD2 fosse appunto – ed è il nome stesso della Direttiva a ricordarcelo – il rafforzamento del coinvolgimento degli azionisti all'interno della vita gestoria dell'emittente.

Lo stesso *considerando* n. 14 chiarisce, infatti, che «un impegno efficace e sostenibile degli azionisti costituisce uno dei pilastri del modello di governo societario delle società quotate, basato su un sistema di pesi e contrappesi tra i diversi organi e i diversi portatori di interesse. Il maggiore coinvolgimento degli azionisti nel governo societario delle società rappresenta una delle leve che possono contribuire a migliorare i risultati finanziari e non finanziari delle società, anche per quanto riguarda i fattori ambientali, sociali e di governo, in particolare ai sensi dei principi di investimento responsabile sostenuti dalle Nazioni Unite. In aggiunta, il maggiore coinvolgimento di tutti i portatori di interesse, in particolare dei dipendenti, nel governo societario è un fattore importante per garantire che le società quotate adottino un approccio più a lungo termine, che deve essere incoraggiato e preso in considerazione».

Le regole comunitarie in tema di operazioni con parti correlate non sembrano tuttavia in linea con tale affermazione: abbiamo visto infatti come all'assemblea, e quindi agli azionisti, non sia stata conferita una

funzione di primo rilievo all'interno di questo istituto, lasciando appunto piena facoltà agli Stati membri di inserire nei propri ordinamenti le regole più consone alla struttura maggiormente utilizzata dalle proprie società.

Si potrebbe dunque parlare di una scelta "a-politica" da parte del legislatore comunitario, in quanto ha preferito adottare una soluzione che inglobasse le diverse posizioni già assunte precedentemente dagli Stati membri, esentando così questi ultimi dall'obbligo di introdurre specifici adattamenti nelle proprie legislazioni. Così facendo, però, è stata compromessa definitivamente la possibilità di conferire un ruolo attivo e centrale agli azionisti nella gestione della società di cui fanno parte.

La soluzione migliore, tuttavia non accolta, che avrebbe altresì concretamente realizzato gli scopi che la Direttiva si era prefissata, era già stata individuata dalla Commissione Europea all'interno della Proposta di modifica della dir. 2007/36/CE presentata al Parlamento Europeo e al Consiglio Europeo il 9 aprile 2014: in questo documento, infatti, si prevedeva che le operazioni di maggiore rilevanza avrebbero dovuto essere approvate esclusivamente dall'assemblea.

Una presa di posizione del genere – questa sì classificabile come politica – se fosse stata adottata nella versione finale della SHRD2, avrebbe da un lato coinvolto attivamente gli azionisti, dall'altro si sarebbe conformata alla tendenza di matrice comunitaria che da qualche anno intende perseguire un'armonizzazione rafforzata per aumentare la cooperazione tra gli Stati membri in quelle aree che erano state tralasciate a causa delle particolarità nazionali ⁽⁹⁹⁾.

Non si comprende perciò la ragione, se non quella della divergenza di vedute dei diversi Stati membri, dell'adozione di una scelta così debole e inefficace a livello comunitario (almeno alla luce dell'effettiva partecipazione dei soci nella fase di approvazione delle operazioni con parti correlate) su un tema così delicato e ricco di ripercussioni negative per gli azionisti – specialmente quelli di minoranza – e, di conseguenza, per il mercato intero.

Per l'appunto, non ci si può convincere del fatto che il legislatore europeo abbia deciso di perseguire questa direzione per conferire agli Stati membri i vantaggi derivanti da una normativa di minima armonizzazione, e

⁽⁹⁹⁾ SERGAKIS, *The Law of Capital Markets in the EU: disclosure and enforcement*, London, Mcmillan Education UK, 2018, p. 16. L'autore, infatti, spiega che se all'inizio dell'esperienza europea riguardante la regolamentazione dei mercati finanziari, l'armonizzazione minima veniva preferita alla luce della necessità di evitare confusione tra gli investitori ed eccessivi costi di adeguamento a tale disciplina, «*nowadays, the EU law of capital markets testifies to a clear preference for more harmonization – either through maximum harmonization Directives or through Regulations*».

cioè la maggiore adattabilità delle regole ai contesti nazionali, un più ampio spazio di discrezionalità per l'introduzione delle costanti innovazioni regolamentarie, nonché l'incoraggiamento ad una competizione tra gli Stati membri per rendere i propri ordinamenti più appetibili agli investitori⁽¹⁰⁰⁾: disciplinare l'istituto delle operazioni con parti correlate si è infatti reso necessario per impedire che venissero conclusi degli affari che avrebbero potuto pregiudicare l'esistenza stessa delle società e la reputazione dell'intero mercato comunitario.

Siamo perciò di fronte ad una disciplina la cui finalità non appare più essere quella del coinvolgimento attivo degli azionisti nelle scelte determinati per il corretto funzionamento delle società, ma ad una regolamentazione che, avendo perso di vista il proprio obiettivo di partenza, pretende esclusivamente che gli Stati membri adottino una normativa efficace per prevenire tutti quei rischi connessi alle operazioni con parti correlate.

Con riferimento, invece, alla disciplina nazionale, possiamo affermare di come il Regolamento OPC abbia raggiunto un livello di analiticità e complessità non riscontrabile in altri ordinamenti europei: seppure la sua struttura sia fin da subito apparsa in parte macchinosa, questa è riuscita a rispondere in maniera solida ad un problema, quello delle operazioni con parti correlate, alquanto radicato all'interno del nostro ordinamento, soprattutto nel contesto dei gruppi societari.

A tal riguardo, il principale elemento di novità e di discussione introdotto dalla Consob risulta essere il ruolo assegnato agli amministratori indipendenti all'interno del comitato parti correlate, dal momento che la loro funzione coinvolge necessariamente tutte le operazioni con parti correlate e, di riflesso, la gestione del conflitto di interessi che si crea all'interno dell'emittente.

La forte attenzione che quest'istituto ha suscitato tra gli studiosi è probabilmente dovuta al fatto che prima dell'emanazione del Regolamento OPC non si potesse parlare di un ruolo effettivamente ricoperto dagli amministratori indipendenti, essendo questi stati relegati ai margini della struttura di *corporate governance*. In più, a primo impatto si riteneva che si trattasse di una ripresa dagli ordinamenti anglosassoni che, tuttavia, mal si conciliava con la disciplina del legislatore italiano.

Oltre a quanto appena detto, la figura dell'amministratore indipendente e i compiti a questo assegnati all'interno del comitato parti correlate non risultano privi di dubbi e perplessità.

⁽¹⁰⁰⁾ SERGAKIS, *op. cit.*, p. 15.

Infatti, se da un lato parte della dottrina ha ritenuto non necessaria la presenza di tali amministratori nella procedura di approvazione delle operazioni con parti correlate ⁽¹⁰¹⁾, dall'altro l'indipendenza, loro caratteristica imprescindibile, si connota di una forte fragilità ⁽¹⁰²⁾.

Si aggiunga, inoltre, che gli stessi Paesi che per primi hanno introdotto tale figura nei propri ordinamenti, non hanno fornito prove certe del fatto che la loro presenza nei consigli di amministrazione comporti un miglioramento della *performance* societaria o dell'efficienza delle scelte gestorie assunte.

Ci si deve dunque domandare se la scelta assunta dalla Consob sia stata effettivamente la migliore o se, invece, la valutazione dell'interesse della società al compimento dell'operazione nonché della convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni, non sarebbe dovuta essere conferita ad un diverso soggetto.

La letteratura ⁽¹⁰³⁾ si è infatti posta l'interrogativo se l'organo di sorveglianza delle società non avesse già una posizione più consona per svolgere le funzioni del comitato parti correlate, eliminando oltretutto le incertezze che quest'ultimo solleva. I sindaci, infatti, sono titolari di un più generale dovere di vigilanza «della legge e dello statuto, sul rispetto dei principi di corretta amministrazione ed in particolare sull'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile adottato dalla società e sul suo concreto funzionamento» (art. 2403 c.c.). Sebbene il legislatore non abbia precisato cosa si debba intendere per principi di corretta amministrazione, questa è stata definita come una clausola generale attraverso la quale passa una verifica sulla gestione diligente degli amministratori, e quindi su tutti i profili dell'amministrazione relativi alla specificità dimensionale-qualitativa dei singoli emittenti, con l'unico limite delle scelte di merito in senso stretto ⁽¹⁰⁴⁾.

Per queste ragioni, i sindaci sarebbero stati in grado di assumere il ruolo del comitato parti correlate, potendo infatti vigilare sulla conformità

⁽¹⁰¹⁾ MIOLA, *op. cit.*, p. 655; RIMINI, *Gli amministratori indipendenti nella proposta di regolamentazione Consob in materia di operazioni con parti correlate*, in *Giur. comm.*, 2009, p. 594.

⁽¹⁰²⁾ MICHIELI, *Gli amministratori indipendenti nel comitato parti correlate*, in *Giur. Comm.*, 2014, p. 1044.

⁽¹⁰³⁾ MICHIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, p. 162; IRRERA, *Profili di corporate governance della società per azioni tra responsabilità, controlli e bilancio*, Milano, 2009, p. 127.

⁽¹⁰⁴⁾ FORTUNATO, *I "controlli" nella riforma del diritto societario*, in *Riv. società*, 2003, p. 872.

dell'operazione con parte correlata al principio di corretta amministrazione. In più, non sarebbero nemmeno state necessarie le disposizioni relative alla composizione dell'organo competente ad esprimere il proprio parere, dal momento che tutti i sindaci delle società quotate devono per disposizione di legge possedere il requisito di indipendenza.

L'unico limite a questa scelta si riscontra nell'anticipazione del controllo del collegio sindacale ad un momento precedente a quello del confronto interno tra gli stessi amministratori, con la conseguenza che quest'ultimo possa venire influenzato da un parere motivato da soggetti a cui non competono funzioni gestorie.

Ad ogni modo, la SHRD2 non sembra porsi in contrasto con la possibilità di conferire all'organo di controllo le funzioni del comitato parti correlate. La Direttiva, infatti, se da un lato prevede espressamente che la relazione che valuti la correttezza e la convenienza dell'operazione possa essere predisposta dall'organo di vigilanza della società (art. 9 *quater*, comma 3), dall'altro concede agli Stati membri la possibilità di conferire a quest'organo addirittura il potere di approvare l'operazione (art. 9 *quater*, comma 4). A tal riguardo, non si dimentichi tuttavia che la Consob, disciplinando i presidi equivalenti al parere del comitato parti correlate⁽¹⁰⁵⁾, abbia già previsto che il collegio sindacale si possa sostituire a questo, e dunque, fornire il proprio parere sulla correttezza e convenienza dell'operazione.

L'Autorità di Vigilanza, nella proposta di modifica del Regolamento OPC, non ha cambiato la propria posizione, mantenendo perciò intatti gli equilibri procedurali già consolidati. Non desterà tuttavia grande stupore se in futuro si decidesse di invertire questa struttura e posizionare il collegio sindacale al centro dell'*iter* di approvazione delle operazioni con parti correlate, soprattutto nell'eventualità che la conclusione di un tale affare risulti dannosa per la società a causa di un parere fornito da amministratori che *ex post* si scopra non essere stati imparziali.

⁽¹⁰⁵⁾ All'interno del Regolamento OPC, la Consob ha infatti concesso alle società un ampio margine discrezionale anche con riguardo al parere che gli amministratori indipendenti devono fornire. L'art. 7, comma 1, lett. *d*), del Regolamento prevede infatti che gli emittenti possano sostituire a questa procedura dei presidi equivalenti, qualora non vi siano almeno due o tre, a seconda della rilevanza dell'operazione, amministratori indipendenti non correlati. La Consob ha perciò chiarito nella Comunicazione OPC che «ferma la facoltà per le società di individuare altre soluzioni, si considerano comunque presidi equivalenti l'assunzione della delibera previo motivato parere, non vincolante, sull'interesse della società al compimento dell'operazione nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale della condizioni di quest'ultima rilasciato dal collegio sindacale o da un esperto indipendente» (par. 15.1).

A conclusione di questo elaborato ci si vuole porre un'ultima domanda: una disciplina così strutturata e complessa come quella del Regolamento OPC è effettivamente un vantaggio o risulta essere una complicazione eccessiva alla celerità del mercato delle società italiane? Questo quesito sorge automaticamente se si prendono in considerazione gli ordinamenti di altri Stati membri (*e.g.* Francia e Germania), così come la disciplina della *Shareholder Rights Directive II*, i quali posseggono regole esclusivamente per le operazioni di maggiore rilevanza, mentre nulla disciplinano con riguardo a quelle transazioni di valore inferiore e perciò meno rischiose per le società.

Una scelta del genere, quindi, risulta essere svantaggiosa per la competitività delle società nazionali rispetto a quelle comunitarie, e, oltretutto, un'ipotesi di *goldplating*, o, viceversa, è dimostrazione della forte attenzione che il legislatore nazionale ha posto nei confronti di questo istituto e, dunque, è da considerare come un vantaggio e una virtù nel nostro ordinamento, in quanto in grado di fornire una maggiore tutela agli azionisti che non siano parti correlate, soprattutto quelli di minoranza?