



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Dottorato di ricerca
in DIRITTO, MERCATO E PERSONA
ciclo XXXIV

Tesi di Ricerca

Le prassi applicative delle operazioni con parti correlate e il recepimento della SHRD II

SSD: IUS/04

Coordinatore del Dottorato

Ch. Prof.ssa Claudia Irti

Supervisore

Ch. Prof.ssa Giuliana Martina

Dottorando

Francesco Saverio Butturini

Matricola 956474

SOMMARIO

INTRODUZIONE	6
--------------	---

CAPITOLO I

Le operazioni con parti correlate: “The Anatomy”

1. <i>Premesse</i>	10
2. <i>Le OPC quale principale strumento di tunneling</i>	15
3. <i>Le OPC: tra efficienza e idiosyncratic vision</i>	29
4. <i>Le strategie di regolamentazione delle OPC. Scelte di politica legislativa e spunti dalla dottrina: uno sguardo d’insieme</i>	38

CAPITOLO II

Il regolamento OPC a dieci anni dalla sua introduzione: disciplina e prassi applicative

1. <i>La “svolta” normativa da parte del legislatore italiano e il regolamento OPC</i>	57
2. <i>Le scelte operate nel Regolamento OPC</i>	68
3. <i>La trasparenza per le operazioni con parti correlate</i>	72
3.1 (segue). <i>L’informazione extra-societaria</i>	75
3.2 (segue). <i>L’informazione endosocietaria</i>	83
4. <i>Gli amministratori indipendenti: una fattispecie in cerca di... funzioni</i>	91

4.1 (segue). <i>L'indipendenza</i>	98
4.2 (segue). <i>Il parere degli amministratori indipendenti</i>	103
4.3 (segue). <i>L'enforcement ed il regime sanzionatorio del Regolamento: una disciplina (non più) incompiuta</i>	118

CAPITOLO III

Il recepimento della SHRD II nel Regolamento OPC e l'aggiornamento delle procedure

1. <i>La nuova normativa europea delle Operazioni con parti correlate</i>	125
1.1 <i>Il recepimento della direttiva: il d.lgs. 49/2019</i>	131
2. <i>L'aggiornamento del Regolamento OPC</i>	137
2.1 <i>La definizione di parte correlata: rinvio mobile</i>	139
2.2. (segue). <i>L'individuazione dell'amministratore coinvolto</i>	142
2.3. <i>Gli ulteriori interventi attuativi</i>	152
3. <i>Il recepimento nelle procedure da parte delle società emittenti e la Comunicazione OPC</i>	162
3.1. (segue). <i>Le parti correlate e gli amministratori coinvolti</i>	165
3.2. (segue). <i>Il comitato OPC: composizione, coinvolgimento e funzioni</i>	168
3.3. (segue). <i>Le esenzioni</i>	175

CONCLUSIONI	180
--------------------	------------

BIBLIOGRAFIA	186
---------------------	------------

INTRODUZIONE

Le operazioni con parti correlate rappresentano un tema che continua a manifestare carattere profondamente attuale non solo nella dottrina, bensì anche nell'attività normativa del regolatore. La rilevanza, a ben vedere, deriva dal concreto ricorrere di tali operazioni nelle usuali dinamiche proprie delle società che fanno ricorso al mercato dei capitali di rischio: basti rilevare il dato per cui l'appartenenza al medesimo gruppo societario è caso paradigmatico di "correlazione", ergo di rilevanza della normativa. Quando, infatti, si parla di operazioni con parti correlate suole genericamente riferirsi a quelle circostanze in cui il rapporto che intercorre tra due soggetti interessati alla conclusione di un affare presenta particolari connotati di prossimità, ovvero vicinanza, quando di non vera e propria immedesimazione.

Una tale evenienza è suscettibile, *ictu oculi*, di avere concrete ed immediate ricadute sul piano delle condizioni che la negoziazione tra le parti porterà a raggiungere, a cagione della particolare influenza che la parte (correlata) potrà esercitare.

Per quanto la locuzione "operazioni con parti correlate" e la individuazione di una fattispecie astratta abbia fatto ingresso nel nostro ordinamento in tempi relativamente recenti (art. 2391-*bis* cod. civ. introdotto dal d.lgs. 310/2004 e allegato 1, Regolamento Consob Operazioni con parti correlate del 12 maggio 2010) e il dibattito dottrinale si sia sviluppato a partire dalla seconda metà del Ventesimo secolo, non si trattava certo di un tema fino a quel momento inesplorato. Infatti, può facilmente rilevarsi come, precedentemente, lo stesso si inserisse nelle maglie delle ipotesi di conflitto di interessi del socio o dell'amministratore.

Il continuo sviluppo dei mercati finanziari e l'accentuarsi del c.d. "capitalismo di correlazione" hanno ben presto fatto emergere l'inadeguatezza del dato normativo e la necessità di maggiori tutele per gli investitori.

Le operazioni con parti correlate, in origine considerate quali indici sintomatici di potenziale conflitto di interessi, non solo hanno finito per emanciparsi da tale categoria, dando origine ad una precisa ed autonoma fattispecie, ma hanno altresì raggiunto un più ampio ambito di applicazione, il quale, prescindendo dalla rilevanza di qualsivoglia interesse in conflitto, coincide con l'insieme di quelle operazioni in cui la controparte rientra nel perimetro di "correlazione", così come individuato dal regolatore.

Certamente, e non tradendo le sue rilevanti origini, il tema si presenta foriero di considerazioni che abbracciano alcuni tra i principali temi del diritto societario e che, già in molti casi, sono stati approfonditi con più autorevole acume: si pensi alle riflessioni che il tema ha suscitato con riguardo all'interesse sociale, al ruolo degli amministratori indipendenti, all'informazione societaria, al ruolo dell'assemblea, alle tutele della minoranza.

Volendo, quindi, circoscrivere il perimetro di osservazione del presente contributo, si renderà anzitutto opportuna una prima indagine sulle caratteristiche e sulle dinamiche che stanno all'origine delle operazioni con parti correlate (I capitolo); la diversità dei sistemi societari, in ragione della differente composizione proprietaria, permetterà di meglio delineare le forme che tali operazioni assumono e le modalità con cui vengono compiute. Tale disamina consentirà quindi una maggiore comprensione del tema rispetto al quale, anche sulla scorta di autorevole dottrina, emergerà il carattere ambivalente, per così dire di "Giano bifronte" delle operazioni con parti correlate: da un lato, infatti, la correlazione risulta essere un canale preferenziale della manifestazione di quei conflitti di interesse che si concretizzano in vere e proprie forme di estrazione di benefici privati a vantaggio di pochi (sovente di uno) e a danno di molti; dall'altro, la correlazione può favorire il compimento di operazioni non solo potenzialmente

convenienti per la società (quindi per la platea di investitori), ma, in presenza di particolari condizioni, anche auspicabili per la prosecuzione dell'attività economica e quindi, più in generale, quale utile strumento per lo sviluppo dei mercati finanziari.

Questa duplice anima spinge il regolatore alla individuazione delle più idonee strategie normative in grado di contemperare due differenti esigenze: da un lato la protezione degli investitori (e più in generale di garantire il buon funzionamento del mercato) di fronte a possibili condotte illegittimamente espropriative e, dall'altro, l'esercizio della libera iniziativa economica ed il perseguimento della propria idea di *business* (c.d. *idiosyncratic vision*).

La trasparenza informativa, la procedimentalizzazione della gestione di operazioni con parti correlate tramite il coinvolgimento degli amministratori indipendenti ovvero dell'assemblea costituiscono alcune (le più diffuse) strategie utilizzate da parte dei legislatori.

Tali premesse permetteranno quindi di gettare lo sguardo entro i confini nazionali, sull'esperienza italiana in materia di OPC.

Il dibattito che si è accompagnato nella fase poietica della disciplina e molteplici studi che sono stati condotti a seguito della specifica regolamentazione introdotta dalla Consob nel 2010, hanno suggerito di concentrarsi anzitutto sull'analisi dei principali strumenti di normazione scelti (Il capitolo); quindi, su quei profili che nel corso di una applicazione decennale della disciplina hanno fatto emergere particolari criticità.

Sulla scorta di tali ultimi rilievi, nel terzo capitolo si intende soffermarsi sull'odierno stato dell'arte con specifico riguardo alle novità introdotte nell'ordinamento domestico a seguito del recepimento della *Shareholders Rights Directive II*. Quest'ultima, a riprova della rilevanza del tema, contiene anche una dettagliata disciplina delle operazioni con parti correlate, emanata al fine di realizzare una maggiore uniformità tra gli stati membri sul punto. Nel nostro ordinamento, il d.lgs. 49/2019, dando seguito alla Direttiva, ha così novellato l'art.

2391-*bis* cod. civ. (Operazioni con parti correlate) e, sulla base di esso e delle previsioni europee, la Consob è intervenuta sia in attuazione delle predette fonti normative, sia (in ragione dell'ampia delega codicistica) apportando modifiche suscitate dalla esperienza applicativa e volte al superamento delle predette criticità.

Infine, e quale ultimo livello di indagine, le procedure adottate dalle società emittenti recepiscono e danno attuazione alle previsioni regolamentari, rispetto alle quali le società stesse hanno esercitato un non irrilevante margine discrezionale consentito dalla disciplina. Non essendo concluso, al tempo in cui si scrive, l'*iter* regolamentare, sullo spunto delle procedure adottate dalle società emittenti, verrà, dunque, offerto qualche suggerimento per l'emanazione dell'aggiornamento della Comunicazione Consob 24 settembre 2010, n. 10078683.

Al lume di queste indagini si sarà, dunque, dato conto, in parte, dell'attuale contesto regolamentare, della complessità che avvolge il tema delle operazioni con parti correlate, della difficile declinazione normativa e delle principali problematiche, alcune delle quali, forse, non hanno trovato ancora una definitiva soluzione.

CAPITOLO I

Le operazioni con parti correlate: “The Anatomy”

SOMMARIO: 1. Premesse. – 2. Le OPC quale principale strumento di *tunneling*. – 3. Le OPC: tra efficienza e *idiosyncratic vision*. – 4. Le strategie di regolamentazione delle OPC. Scelte di politica legislativa e spunti dalla dottrina: uno sguardo d’insieme.

1. Premesse

La realtà sociale, intesa come l’insieme dei fatti che originano e si determinano a seguito di condotte commissive ovvero omissive dell’agire (anche non) razionale dell’uomo, è intrinsecamente (*recte*, necessariamente) più creativa e dinamica rispetto alle disposizioni legislative che di volta in volta vengono formulate dal legislatore; rilevante diviene, quindi, il ruolo dell’interprete rivolto alla continua ricostruzione tipologica di diversificate fattispecie concrete e alla loro riconduzione a fattispecie astratte, sì che «[l]a riformulazione interpretativa della norma costituisce allora il ponte necessario tra il *corpus juris* dato e la mutevole realtà»¹. Nondimeno, se il carattere indefinito dell’universo sociale rappresenta, da un lato, il presupposto della stessa “azione” interpretativa, dall’altro, pone

¹ T. ASCARELLI, *Norma giuridica e realtà sociale*, in *Problemi giuridici*, Milano, 1959, t. I, p. 73.

sovente problemi per i quali l'attività interpretativa deve espletarsi necessariamente attraverso la «soluzione politica e perciò legislativa»².

Quanto detto vale certamente per il “fenomeno” operazioni con parti correlate (d'ora in avanti anche solo OPC), il quale è stato oggetto, nell'ordinamento domestico (ma non solo, *infra* cap. III § 1), di rilevanti interventi regolamentari³.

Senza dubbio alcuno, come si avrà modo di vedere, per le OPC e la relativa disciplina si è verificato quanto preconizzato da Ascarelli sessant'anni addietro: «[i] codici, così come il sistema dispiegato nei precedenti giurisprudenziali stanno perdendo quel carattere di definitività e completezza, di specchio di un ordine naturale, che storicamente rivendicavano. In ambedue i sistemi – diritti codificati e *common law* – viene accentuandosi l'importanza della produzione legislativa, la

² *Ivi*, p. 103.

³ Come noto, la disciplina in materia di OPC è stata introdotta con il Regolamento Consob n. 17221/2010, sulla base della delega contenuta nell'art. 2391-*bis* cod. civ., prevista dal decreto legislativo 28 dicembre 2004, n. 310 avente ad oggetto “integrazioni e correzioni alla disciplina del diritto societario ed al testo unico in materia bancaria e creditizia”. La normativa Consob ha, quindi, regolato un fenomeno fino ad allora non sufficientemente presidiato («[i]t is [...] true that crucial key issues, such as the regulation of selfdealing transactions, were neglected or inadequately addressed for too long», L. ENRIQUES, *Modernizing Italy's Corporate Governance Institutions: Mission Accomplished?*, ECGI Law Working Paper N° 123, 2009, p. 4), che ha causato il verificarsi di noti scandali finanziari «nei quali le operazioni con parti correlate hanno svolto un ruolo rilevante sia nella realizzazione di fenomeni di espropriazione degli azionisti di minoranza sia nell'occultamento della reale situazione economico-finanziaria della società», CONSOB, *Documento di consultazione. Disciplina regolamentare di attuazione dell'art. 2391-bis del codice civile in materia di operazioni con parti correlate*, 9 aprile 2008 (di seguito anche solo *Documento di consultazione 2008*), p. 15, consultabile nel sito www.consob.it. Tra questi possono ricordarsi i casi di Banca Privata Italiana, Ferfin-Montedison, Cirio e Parmalat (G. FERRARINI - P. GIUDICI, *Financial Scandals and the Role of Private Enforcement: The Parmalat Case*, ECGI Law Working Paper N° 40, 2005, pp. 1 e ss.; J. A. McCAHERY - E. P.M. VERMEULEN, *Corporate Governance Crises and Related Party Transactions: A Post-Parmalat Agenda*, in K. J. HOPT - E. WYMEERSCH - H. KANDA - H. BAUM (edited by), *Corporate Governance in Context Corporations, States, and Markets in Europe, Japan, and the US*, Oxford, 2005, pp. 215 e ss.). Beninteso, non si trattava di un vezzo esclusivamente italiano, ma di un fenomeno di respiro internazionale, di cui Enron rappresenta il caso paradigmatico (*infra* nota 24).

cui frequente variazione, accompagnata da un carattere “regolamentare”, diminuisce la portata dell’opera dell’interpretazione»⁴.

Tuttavia, nonostante l’intensa regolamentazione, l’attività interpretativa non può considerarsi esaurita in quanto la «difficoltà di inquadramento [del fenomeno OPC], derivando soprattutto [ma non solo] dalle innumerevoli varianti e situazioni concrete cui il dinamismo del “capitalismo di correlazione” può dar luogo, va ben oltre la portata legislativa e il tentativo di ricostruzione delle plurime fonti in materia»⁵, sì che l’interprete riscopre le proprie prerogative.

Venendo, quindi, al tema che ci occupa, in termini generali possiamo anzitutto, individuare le operazioni con parti correlate in un qualsiasi spostamento di risorse (in senso lato), avente causa proteiforme, tra due soggetti (dei quali almeno uno è società che ricorre al mercato del capitale di rischio⁶) formalmente distinti, in cui il contenuto, le condizioni e, quindi, il risultato finale di attribuzione delle stesse risorse può essere determinato/influenzato dal legame (*recte*, correlazione) che intercorre tra le controparti del negozio. Rilevante ai fini dell’applicabilità della disciplina, *ergo* della qualifica dell’operazione in termini di OPC, è però, non tanto il risultato raggiunto dall’operazione, quanto il rapporto di correlazione intercorrente tra le parti, potenzialmente idoneo ad influire sulle condizioni dell’operazione.

⁴ T. ASCARELLI, *Norma giuridica e realtà sociale*, cit., p. 103. Più di recente, con nota amara, Guido Rossi rilevava come «il nostro ordinamento sia passato dalla centralità dei codici, considerati come *corpus* dogmatico completo, al paesaggio frastagliato della legislazione speciale», G. ROSSI, *Il conflitto epidemico*, Milano, 2003, p. 130.

⁵ S. ESPOSITO, *Le operazioni con parti correlate: regole sulla trasparenza e sul governo societario*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, p. 884.

⁶ Peraltro, non deve da ciò inferirsi che questo tipo di operazioni interessino solo le società aperte alle quali, tuttavia, tale contributo intende dedicarsi. Per talune considerazioni inerenti alle società chiuse v. H. FLEISCHER, *Comparative Corporate Governance in Closely Held Corporations*, in J.N. GORDON - W.G. RINGE (edited by), *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, Oxford, 2018, pp. 703 e ss., ove anche ampia bibliografia; nella dottrina domestica v. G. GUIZZI, *Gestione dell’impresa e interferenze di interessi. Trasparenza, ponderazione e imparzialità nell’amministrazione delle s.p.a.*, Milano, 2014, pp. 96 e ss.; G. LIACE, *Le operazioni con parti correlate*, Milano, 2016, pp. 168 e ss.

Si tratta di una prima definizione “neutra” del fenomeno OPC, sebbene l’influenza esercitata dalla parte correlata possa dar luogo ad una “buona” ovvero ad una “cattiva” operazione⁷. Il punto è assolutamente pacifico in dottrina: si ritiene infatti che le operazioni con parti correlate «are “not all the same,” with certain classes appearing harmful for outside shareholders and other classes potentially beneficial»⁸.

Occorre, dunque, fare chiarezza, anzitutto, sulla natura «ambivalente», quando non «ambigua»⁹, delle OPC, non potendo esaurirsi l’indagine ad una mera riconduzione delle diverse operazioni in una categoria piuttosto che in un’altra, essendo tutte potenzialmente “buone” o “cattive” e dipendendo il giudizio dal risultato raggiunto dalle stesse (oltreché dalle modalità¹⁰). Contestualmente, sarà possibile, e altresì utile, svolgere un tentativo di “minima” ricostruzione fattuale, quindi di inquadramento giuridico del fenomeno OPC, anche sulla scorta dei molteplici ed autorevoli contributi che sono stati avanzati in dottrina negli ultimi anni¹¹.

⁷ R.J. GILSON - A. SCHWARTZ, *Constraints on Private Benefits of Control: Ex Ante Control Mechanisms versus Ex Post Transaction Review*, in *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, vol. 169(1), 2013, p. 169; L. ENRIQUES - T.H. TRÖGER, *The Law and (Some) Finance of Related Party Transactions*, in L. ENRIQUES - T.H. TRÖGER (edited by), *The Law and Finance of Related Party Transactions*, Cambridge, 2019, p. 7. Il giudizio di bontà o meno della stessa OPC prescinde dalla valutazione del livello di soddisfazione delle controparti formali della stessa operazione, richiedendo, piuttosto, una valutazione attenta di forma e sostanza, alla luce dei diversi interessi che una società quotata ha il compito di “valorizzare” (M. COSSU, *Società aperte e interesse sociale*, Torino, 2006, pp. 219 e ss.).

⁸ M. RYNGAERT - S. THOMAS, *Related Party Transactions: Their Origins and Wealth Effects*, in *SSRN Electronic Journal*, 2007, p. 3.

⁹ R. CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate. Fra corporate governance, responsabilità degli amministratori ed efficiente tutela delle minoranze nelle società quotate*, Milano, 2017, p. 23.

¹⁰ Come si avrà modo di rilevare, infatti, la disciplina delle OPC è caratterizzata da una pregnante procedimentalizzazione, sì che, laddove questa non venisse rispettata, indipendentemente dalla finalità perseguita, riceverebbe certamente un giudizio negativo, determinando una stabilità precaria della stessa OPC proprio per un vizio di forma.

¹¹ *Ex plurimis*, si veda, per il carattere recente, l’autorevolezza degli Autori, la ricchezza di contenuti, l’opera seminale di L. ENRIQUES - T.H. TRÖGER (edited by), *The Law and Finance of Related Party Transactions*, Cambridge, 2019, *passim*.

Prima di procedere oltre, si rende tuttavia necessario precisare brevemente quanto verrà trattato più diffusamente nel prosieguo circa la portata di taluni termini spesso scontati, ma che hanno una loro non sempre coincidente portata di significazione, e che al fenomeno OPC sono legati. Ci si riferisce ai termini “*tunneling*”, “*OPC*” (corrispettivo dell’anglosassone “*RPTs*”, *related party transactions*) e “conflitto di interessi” (*self-dealing*). In particolare, il primo termine indica (con esclusiva accezione negativa) quel trasferimento di risorse operato dal socio di controllo, ovvero da un amministratore, al di fuori della società, a beneficio dello stesso e a scapito degli altri *stakeholders*¹². Si tratta di una pratica che, quale proiezione nella realtà societaria di una diffusa (e connaturata) indole egoistica propria dell’individuo¹³, rispetto alla finalità perseguita può assumere modalità assolutamente eterogenee. Una di queste è rappresentata proprio dalle OPC, le quali costituirebbero «una quota rilevante dei fenomeni di *tunneling*», per quanto, tuttavia, «[n]on tutte le forme di *tunneling* sono riconducibili al concetto di operazione con parte correlata in senso stretto, in quanto non necessariamente il trasferimento di ricchezza a danno degli azionisti di minoranza avviene attraverso un’operazione di tipo bilaterale tra la società e un soggetto *insider*»¹⁴.

Quanto al conflitto d’interessi giova per ora segnalare che, secondo una dottrina autorevole¹⁵, il tema si pone in stretta vicinanza con il fenomeno OPC, in

¹² In argomento S. JOHNSON - R. LA PORTA - F. LOPEZ DE SILANES - A. SHLEIFER, *Tunneling*, in *American Economic Review*, vol. 90(2), 2000, p. 22, i quali hanno recuperato tale termine coniato originalmente per descrivere l’espropriazione della minoranza nella letteratura Ceca, rappresentata metaforicamente con l’immagine della sottrazione di beni attraverso un tunnel sotterraneo.

¹³ A. SMITH, *La ricchezza delle nazioni*, a cura di A. Bagiotti e T. Bagiotti, Milano, 2017, pp. 581 e ss.

¹⁴ CONSOB, *Documento di consultazione 2008*, cit., p. 18.

¹⁵ L. ENRIQUES - T.H. TRÖGER, *The Law and (Some) Finance of Related Party Transactions*, cit., p. 3 e s.; S. GILOTTA, *Interesse di gruppo e nuove regole sulle operazioni con parti correlate: una convivenza difficile*, in *Giur. comm.*, 2012, I, p. 259, nt. 14.

un rapporto di *species a genus*, che farebbe di ogni OPC veicolo (connaturato) di conflitti d'interesse.

2. Le OPC quale principale strumento di tunneling

Volendo ora indagare sulla doppia natura delle OPC, v'è, anzitutto, da rilevare come gran parte degli studi svolti dalla dottrina sia dedicata, principalmente, a (di)mostrare il carattere tendenzialmente rischioso, *recte* espropriativo, delle stesse¹⁶. E, infatti, è convinzione comune che «*RPTs are a usual suspect as a vehicle for tunneling*»¹⁷.

Sul punto, la ricostruzione fattuale delle condotte espropriative merita qualche cenno di inquadramento in relazione alla teoria generale del diritto societario.

In questo senso si ritiene che le OPC, nella loro accezione negativa (ed in stretta vicinanza con il fenomeno del *tunneling*), rappresentino uno tra i principali momenti di emersione del conflitto di interesse tra i soggetti che detengono la proprietà delle società (gli azionisti) e i soggetti che esercitano il controllo (i *manager* e/o alcuni azionisti)¹⁸: «i primi infatti, si trovano costantemente esposti

¹⁶ Sul punto v. M. PIZZO, *Related party transactions under a contingency perspective*, in *Journal of Management & Governance*, vol. 17(2), 2013, p. 318, per il quale non dovrebbe esservi sorpresa nel constatare che, in generale, le norme dettate in materia di OPC (nel caso dell'ordinamento italiano) siano state in gran parte influenzate dalla teoria degli *agency costs* la quale ha, quindi, offerto le proprie soluzioni; l'autore rileva il dato con toni critici, in quanto la esclusiva riconduzione del fenomeno OPC al conflitto di interessi, avrebbe determinato una disciplina inefficiente, perché incompleta e parziale.

¹⁷ L. ENRIQUES, *Related Party Transactions*, in J.N. GORDON - W.G. RINGE (edited by), *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, cit., p. 510 e ID., *Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges (with a Critique of the European Commission Proposal)*, in *European Business Organization Law Review*, vol. 16(1), 2015, p. 9.

¹⁸ La dottrina americana ha individuato molteplici comportamenti forieri di *agency costs*, tra cui, si annoverano casi di «entrenchment, merging for size, merging for diversification, excessive or inefficient pay, self-dealing, tunneling, and options backdating»: Z. GOSHEN - R. SQUIRE, *Principal*

al rischio che i secondi perseguano obiettivi “opportunistici”, esercitando il potere di cui dispongono nelle scelte operative e strategiche per sottrarre ricchezza alla società a proprio vantaggio¹⁹. Si tratta, evidentemente, del tema di “agency problem” o “principal-agent problem” che, come noto, sorge ogni qual volta una parte (*principal*) affida/delega ad un'altra parte (*agent*) il compito di gestire gli affari del primo, con ciò rimettendo alla discrezionalità dell'*agent* la scelta circa le modalità con cui svolgere gli stessi affari e, quindi, il potere di influenzare la ricchezza del *principal*²⁰.

Costs: A New Theory for Corporate Law and Governance, in *Columbia Law Review*, vol. 117(3), 2017, p. 794, *ivi* anche una dettagliata bibliografia.

¹⁹ CONSOB, *Documento di consultazione 2008*, cit., p. 15. L'opportunismo cui l'Autorità si riferisce ben può essere definito come quel tipo di ricerca dell'interesse personale condotta con astuzia, dove il suo grado non incide ai fini della condotta rilevante, essendo sufficiente, anche per quanti adottano comportamenti meno opportunistici, la difficile rilevazione *ex ante* unita al raggiungimento di un guadagno, così O.E. WILLIAMSON, *Transaction-Cost Economics: The Governance of Contractual Relations*, in *Journal of Law and Economics*, vol. 22(2), 1979, p. 234, nt. 3.

²⁰ J. ARMOUR - H. HANSMANN - R. KRAAKMAN, *Agency Problems and Legal Strategies*, in R. KRAAKMAN - J. ARMOUR (et al.), *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*³, Oxford, 2017, p. 29.

Nella prevalente teorizzazione del fenomeno societario (cfr.: M.C. JENSEN - W.H. MECKLING, *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, in *Journal of Financial Economics*, vol. 3(4), 1976, pp. 305 e ss., E.F. FAMA, *Agency Problems and the Theory of the Firm*, in *The Journal of Political Economy*, vol. 88(2), 1980, pp. 288 e ss.) si ritiene che i tipici problemi di agenzia dell'organizzazione societaria siano: il conflitto tra gli amministratori e gli azionisti (definito conflitto di I° tipo), il conflitto tra azionisti di controllo e azionisti di minoranza (conflitto di II° tipo), e, infine, il conflitto tra azionisti e quanti possano vantare pretese, a diverso titolo, nei confronti della società tra i quali, principalmente (ma non esclusivamente), lavoratori e creditori (J. ARMOUR - H. HANSMANN - R. KRAAKMAN - M. PARGENDLER, *What Is Corporate Law?*, in R. KRAAKMAN - J. ARMOUR (et al.), *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*³, cit., p. 2). Le dinamiche conflittuali tra queste differenti *constituencies* determinerebbero, secondo l'opinione comunemente accettata, il sorgere dei c.d. «agency costs» as the sum of: the monitoring expenditures by the principal, the binding expenditures by the agent, the residual loss» (M.C. JENSEN - W.H. MECKLING, *Theory of the firm*, cit., p. 308). Data la mole di studi e contributi offerti in tema di “agency costs”, si rinvia per una più ampia bibliografia a J. ARMOUR - H. HANSMANN - R. KRAAKMAN, *Agency Problems and Legal Strategies*, cit., p. 29 e ss., e J. ARMOUR - L. ENRIQUES - E HANSMANN - R. KRAAKMAN, *The Basic Governance Structure: The Interests of Shareholders as a Class*, in R. KRAAKMAN - J. ARMOUR (et al.), *The Anatomy of Corporate Law*³, cit., p. 49 e ss.

Gli studi e i contributi sul tema degli “*agency problems*” e dei conseguenti “*agency costs*” si sono imposti nella letteratura degli ultimi cinquant’anni, a partire dalla ricostruzione fatta da Jensen e Meckling. Beninteso, gli stessi Berle e Means nella loro seminale e citatissima opera²¹, nel tentativo di dar prova della trasformazione del concetto di “proprietà” per il tramite dell’avvenuta separazione tra questa e il controllo nella (moderna) società per azioni²²,

Sulla base di questa ricostruzione, si ritiene che funzione principale del diritto commerciale sia la regolazione di tali conflitti di interesse, nell’ottica di una riduzione dei costi di agenzia (*ex multis*: J. ARMOUR - H. HANSMANN - R. KRAAKMAN - M. PARGENDLER, *What Is Corporate Law?*, cit., p. 2; A. SHLEIFER - R.W. VISHNY, *A Survey of Corporate Governance*, in *The Journal of Finance*, vol. 52(2), 1997, pp. 740 e ss.). Per una raffinata e recente critica alla teoria degli “*agency-costs essentialists*” v. il suggestivo e convincente contributo di Z. GOSHEN - R. SQUIRE, *Principal Costs: A New Theory for Corporate Law and Governance*, cit., pp. 767 e ss., secondo il quale, molto succintamente, la teoria degli *agency costs* si presenterebbe come parziale e, dunque, per certi aspetti, ingannatoria; essa, infatti, trascurerebbe il carattere determinante di quelli che gli Autori chiamano i c.d. *principal costs*, ossia i costi che gli azionisti evitano attraverso la delega della gestione societaria ad altri (*ivi*, 783 e ss.), rilevando come l’ottimale organizzazione di ogni struttura societaria non debba essere volta alla minimizzazione dei costi di agenzia, bensì alla minimizzazione dei costi dati dalla somma degli *agency* dei *principal costs*. Il corretto equilibrio, peraltro, viene ritenuto *firm-specific* e dovrebbe essere individuato sulla base della differente struttura proprietaria, nessuna delle quali, osservano, può essere ritenuta «intrinsicly good, bad, welfare enhancing, or inefficient», *ivi*, p. 773, con ciò, in chiaro disaccordo con quella corrente di pensiero che a lungo ha ritenuto la società a proprietà diffusa come il modello più indicato per un corretto sviluppo del mercato (v. *infra* nel testo e nota 35).

²¹ A.A. BERLE jr. - G.C. MEANS, *Società per azioni e proprietà privata*, trad. it. G. M. Ughi, Torino, 1966, *passim* e spec. 209 e ss.

²² Osservavano gli Autori che la «moderna società per azioni» aveva comportato «la disintegrazione del tradizionale diritto unitario di proprietà nelle sue componenti: il potere di disposizione e la facoltà di godimento» (A.A. BERLE jr - G.C. MEANS, *Società per azioni e proprietà privata*, cit., p. 11); tale realtà, determinata dalla sempre maggiore concentrazione di potere in mano agli amministratori ed acuita «come conseguenza e allo stesso tempo come causa di essa, [da] una sempre maggiore dispersione del possesso di azioni» (*ivi*, p. 49), determina(va) il rischio, appunto, del suddetto problema di agenzia. Queste dinamiche apparivano ancora più evidenti in quelle società ad elevata (o totale) dispersione delle azioni tra il pubblico e avvenuta per il tramite di eterogenei strumenti giuridici e tecniche invalse nella prassi (*ivi*, p. 121 e ss.); in esse «[l]a concentrazione del potere economico al di fuori della proprietà», aveva fatto sorgere «vasti imperi economici, soggetti ad una nuova forma di assolutismo [manageriale]» che avevano «relegato i “proprietari” nella posizione di coloro che forniscono i mezzi che a loro volta rendono possibile ai nuovi despoti di esercitare i loro poteri» (*ivi*, p. 117). Conseguentemente, annotavano gli Autori, «quando il grosso degli utili dell’impresa è destinato a proprietari estranei al controllo, vi sono

riportando molteplici casi di (oggi definite) OPC²³, fornivano la testimonianza di dinamiche pressoché identiche a quelle poc'anzi riportate e verificatesi lungo tutto il XX Secolo.

Rimandando alla lettura delle preziose e in gran parte attuali descrizioni e riflessioni sulla realtà societaria statunitense a cavallo tra il XIX e il XX secolo, preme segnalare che già all'epoca, come oggi, si trattava di regolamentare (arginandolo) «un potere virtualmente nuovo nella *common law*. In sostanza si tratta del potere di confiscare una parte dei profitti e financo del patrimonio delle società mediante atti esclusivamente privati, al di fuori di ogni criterio di pubblico interesse o necessità», poteri, fino a quel momento, «formalmente al di fuori di ogni norma»²⁴.

molte probabilità che gli interessi del gruppo che ha il controllo siano in conflitto con quelli dei proprietari, e d'altra parte, che i detentori del controllo sono in condizioni di servire perfettamente i propri interessi» (*ivi*, p. 116); a supporto delle loro tesi gli stessi Autori ripercorrevano molteplici casi in cui gli amministratori delle più importanti società statunitensi, con condotte opportunistiche, avevano agito a danno della società, quando non di singoli soci (*ivi*, p. 211 e ss.). In argomento v. anche il rilievo particolare di Ascarelli che, pur riconoscendo il grande valore dell'opera degli Autori americani, attribuisce un ruolo determinante nel percorso di dissociazione tra proprietà e controllo ai titoli di credito, T. ASCARELLI, *Principi e problemi delle società anonime*, in *Studi in tema di società*, Milano, 1952, p. 41, nt. 86. Sul tema v. anche U. TOMBARI, "Potere" e "interessi" nella grande impresa azionaria, Milano, 2018, *passim*; F. GALGANO, *Lex mercatoria*, Bologna, 2016, *passim*.

²³ A.A. BERLE jr. - G.C. MEANS, *Società per azioni e proprietà privata*, cit., pp. 209 e ss.

²⁴ *Ivi*, p. 232.

Forse, le dinamiche descritte dagli Autori tra le due guerre mondiali, successivamente teorizzate da Jensen e Meckling, non hanno suscitato una adeguata attenzione da parte del legislatore se, come è vero, nel periodo compreso tra la fine del Millennio scorso e l'inizio di quello nuovo, molteplici studi hanno dimostrato, con chiara evidenza empirica, quanto il quadro normativo che regola(va) taluni mercati finanziari fosse fortemente deficitario, R. LA PORTA - F. LOPEZ DE SILANES - A. SHLEIFER - R.W. VISHNY, *Law and Finance*, in *Journal of Political Economy*, vol. 106(6), 1998, pp. 1113 e ss.; dall'altra parte, noti scandali societari hanno fornito ampia evidenza «of a systematic governance failure», J.C. COFFEE jr., *Understanding Enron: "It's About the Gatekeepers, Stupid"*, in *The Business Lawyer*, vol. 57, 2002, p. 1404; J.N. GORDON, *What Enron Means for the Management and Control of the Modern Business Corporation: Some Initial Reflections*, in *University of Chicago Law Review*, vol. 69(3), 2002, pp. 1233 e ss.; ID., *Governance Failure of the Enron Board and the New Information Order of Sarbanes-Oxley*, in *SSRN Electronic Journal*, 2003, pp. 1 e ss.

Fatte le dovute premesse di carattere teorico e volendo approfondire quel tipo di condotta espropriativa che si realizza per il tramite di una OPC, può prendersi spunto da alcuni autorevoli studi condotti in tema di *tunneling*, che consentono di meglio cogliere il *proprium* e le caratteristiche delle principali forme di OPC.

In particolare, si può ricordare quel primo tentativo di classificazione delle principali forme di *tunneling*, che ha inteso distinguere tra “*self-dealing transactions*” e “*discriminatory financial transactions*”²⁵.

La prima categoria include tutte quelle transazioni che l'*insider*²⁶ effettua con la società al fine di sottrarre ricchezza alla stessa: erogazione di compensi per la gestione e trasferimento della proprietà di beni o servizi tra il socio di controllo e la società a condizioni vantaggiose sono i casi più ricorrenti; si tratta di condotte che a pieno titolo possono essere altresì qualificate come OPC.

Pur presentando un medesimo obiettivo, le “*discriminatory financial transactions*” si differenziano dalle prime per le modalità utilizzate; non si tratta, infatti, di operazioni bilaterali tra il socio di maggioranza e la società controllata, bensì di operazioni che, pur coinvolgendo tutti gli azionisti, vanno a beneficio esclusivamente del socio di controllo. Tra i casi tipici rientranti in tali condotte si annoverano, ad esempio, gli aumenti di capitale c.d. diluitivi, quali quelli effettuati con esclusione del diritto di opzione ovvero con conferimenti di beni in natura, nonché le fusioni tra società controllante e controllata. In questi casi, per vero, non è possibile parlare di OPC in senso stretto²⁷, epperò tali operazioni assumono

²⁵ Il riferimento è al noto contributo di S. JOHNSON - R. LA PORTA - F. LOPEZ DE SILANES - A. SHLEIFER, *Tunneling*, cit., *passim*.

²⁶ Inteso come il socio di controllo che, sovente, ricopre anche cariche gestorie nella medesima società.

²⁷ Si tratta, infatti, di operazioni in cui la società non si pone come controparte dell'operazione: a mancare è la bilateralità del rapporto tipica delle OPC. In argomento v. L. ENRIQUES, *Related Party Transactions*, cit., p. 6; ID., *Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges (with a Critique of the European Commission Proposal)*, cit., p. 10 e s.

rilevanza anche con riguardo alla normativa sulle OPC, potendo essere le stesse preordinate proprio alla estrazione di benefici privati²⁸.

Il rischio che si insinua, in presenza di un socio di controllo, è che lo stesso possa abusare del proprio potere al fine di arricchire sé stesso alle spese degli altri soci²⁹; si osserva infatti che, sebbene la presenza di un socio di controllo riduca gli *agency costs* derivanti dalla delega del potere gestorio (e dalla conseguente attività di monitoraggio), aumenta il rischio che lo stesso possa dar seguito a condotte di espropriazione di benefici privati³⁰.

Gli esempi poc'anzi riportati nello studio di Jhonson (*et al.*) rivelano le diverse modalità con cui l'espropriazione può avvenire. Per altro, il rischio di tali condotte è reso ancora più pregnante laddove vengano utilizzati gruppi

²⁸ Sul punto e sulle proposte di disciplina cfr. J.M. FRIED, *powering Preemptive Rights with Presubscription Disclosure*, in L. ENRIQUES - T.H. TRÖGER (edited by), *The Law and Finance of Related Party Transactions*, cit., pp. 105 e ss.; in argomento, nella dottrina domestica, v. F. GUERRERA, *Le operazioni sul capitale e straordinarie "con parti correlate": aspetti sostanziali e procedurali*, in *RDS*, 2022, I, pp. 13 e ss.

²⁹ J. DAMMANN, *Corporate Ostracism: Freezing Out Controlling Shareholders*, in *SSRN Electronic Journal*, 2008, p. 4.

³⁰ Sul punto, *ex multis*, R.J. GILSON - J.N. GORDON, *Controlling Controlling Shareholders*, in *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 152(2), 2003, p. 785; M.C. JENSEN - W.H. MECKLING, *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, cit., p. 310; A. SHLEIFER - R.W. VISHNY, *A Survey of Corporate Governance*, cit., pp. 754 e ss.; S. CLAESSENS - S. DJANKOV - J.P.H. FAN - L.H.P. LANG, *Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings*, in *The Journal of Finance*, vol. 57(6), 2002, p. 2742 e ss., i quali empiricamente (con uno studio condotto sui dati di 1300 società quotate in otto mercati dell'Asia orientale) rilevano, da un lato, un «positive incentive effects associated with increased cashflow rights in the hands of a single or few shareholders», e dall'altro un «negative entrenchment effect with large controlling shareholders: increases in control rights by the largest shareholder are accompanied by declines in firm values», *ivi*, p. 2769 e ss.; d'obbligo anche il rinvio a A. DYCK - L. ZINGALES, *Private Benefits of Control: An International Comparison*, in *The Journal of Finance*, vol. 59(2), 2004, pp. 537 e ss., che determinano il *quantum* di benefici privati del controllo (i quali si caratterizzano in termini di «some value, whatever the source, is not shared among all the shareholders in proportion of the shares owned, but it is enjoyed exclusively by the party in control», *ivi*, p. 540) sulla base di un *block premium*, *i.e.* il premio pagato a fronte del trasferimento della partecipazione del controllo nelle società quotate, calcolato sulla differenza media tra il prezzo di vendita e il prezzo di mercato delle azioni dopo l'annuncio del trasferimento (*ivi*, pp. 542 e ss.).

piramidali³¹, patti parasociali, emissione di azioni che si allontanano dal classico *one share-one vote*, che consentono ad uno o più azionisti di esercitare il controllo sulla stessa società senza, tuttavia, possedere un'eguale frazione dei c.d. "*cash flow rights*" (diritti ai flussi di cassa)^{32, 33}.

I molteplici studi effettuati in merito, sulla base di noti modelli empirici, hanno condotto a ritenere che i mercati azionari caratterizzati da una forte concentrazione proprietaria si caratterizzino, soprattutto a cagione delle condotte espropriative da parte dei soci di controllo, per una scarsa tutela dei diritti delle minoranze, rappresentando, quindi, un freno allo sviluppo dei mercati³⁴. Tale

³¹ Sul punto v. L. ENRIQUES, *Gruppi piramidali, operazioni intragruppo e tutela degli azionisti esterni: appunti per un'analisi economica*, in *Giur. comm.*, 1997, I, p. 704 e s.; J. DAMMANN, *Related Party Transaction and Intragroup Transactions*, in ENRIQUES L. - TRÖGER T. H. (edited by), *The Law and Finance of Related Party Transactions*, cit., 220 e ss.; R. LA PORTA - F. LOPEZ DE SILANES - A. SHLEIFER, *Corporate Ownership Around the World*, in *Journal of Finance*, vol. 54(2), 1999, pp. 500 e ss.; S.Y. KANG, *Rethinking Self-dealing and the Fairness Standard: A Law and Economics Framework for Internal Transactions in Corporate Groups*, in *Virginia Law & Business Review*, vol. 11(1), 2016, pp. 127 e ss. Sull'argomento già T. ASCARELLI, *Disciplina delle società per azioni e legge antimonopolistica*, in *Problemi giuridici*, Milano, 1959, t. II, p. 897 e 898.

³² L. ENRIQUES - P. VOLPIN, *Corporate Governance Reforms in Continental Europe*, in *Journal of Economic Perspectives*, vol. 21(1), 2007, p. 119, che riportano esempi di come tali strumenti giuridici operino nel concreto.

³³ Per una analisi empirica condotta sulla struttura societaria delle 20 maggiori società presenti nelle 27 economie più sviluppate, si veda R. LA PORTA - F. LOPEZ DE SILANES - A. SHLEIFER, *Corporate Ownership Around the World*, cit., pp. 471 e ss., spec. 505, ove si osserva come la concentrazione proprietaria in capo ad un socio di controllo sia una caratteristica prevalente, accompagnata, spesso, dall'attribuzione agli azionisti di riferimento di poteri di controllo in eccesso rispetto ai loro *cash flow rights*. In argomento, e per una più completa ed esaustiva bibliografia, cfr. R. CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate. Fra corporate governance, responsabilità degli amministratori ed efficiente tutela delle minoranze nelle società quotate*, cit., pp. 10 e ss., N. MICHIELLI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, Milano, 2016, pp. 20 e ss.

³⁴ R. LA PORTA - F. LOPEZ DE SILANES - A. SHLEIFER - R.W. VISHNY, *Law and Finance*, cit., p. 1116; IDD., *Legal Determinants of External Finance*, in *Journal of Finance*, vol. 52(3), 1997, pp. 1131 e ss.; R. LA PORTA - F. LOPEZ DE SILANES - A. SHLEIFER, *Corporate Ownership Around the World*, cit., pp. 491 e ss. In argomento v. anche l'altrettanto noto contributo di S. DJANKOV - R. LA PORTA - F. LOPEZ DE SILANES - A. SHLEIFER, *The Law and Economics of Self-Dealing*, in *Journal of Financial Economics*, vol. 88(3), 2008, pp. 43 e ss., dove gli Autori, con il supporto di un'associazione internazionale di studi legali (*Lex Mundi*), elaborano il noto indice *anti-self-dealing* (che individua il livello di protezione degli investitori a fronte di condotte in conflitto di interessi), analizzando la

corrente dottrinarica³⁵ è stata, tuttavia, fortemente criticata, e ciò non solo a causa dei limiti relativi all'approccio metodologico e valutativo utilizzato, bensì anche perché la prassi stessa ha evidenziato come i fenomeni di espropriazione si ripropongano anche nelle società a proprietà diffusa³⁶.

cornice legislativa di 102 differenti stati, con riguardo alle operazioni in conflitto di interessi compiute da due società controllate dal medesimo soggetto.

³⁵ Causticamente definita la "Gang of Four" (riferita ai predetti Autori di riferimento: La Porta, Lopez de Silanes, Shleifer e Vishny) da G. ROSSI - A. STABILINI, *Virtù del mercato e scetticismo delle regole: appunti a margine della riforma del diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2003, p. 8.

³⁶ Sul punto, *ex multis*, cfr. anche: P.H. CONAC - L. ENRIQUES - M. GELTER, *Constraining Dominant Shareholders' Self-Dealing: The Legal Framework in France, Germany, and Italy*, in *European Company and Financial Law Review*, vol. 4(4), 2007, p. 494; L.A. BEBCHUK - A. HAMDANI, *The Elusive Quest for Global Governance Standards*, in *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 157(5), 2009, p. 1268; R.J. GILSON, *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, in *Harvard Law Review*, vol. 119(6), 2006, p. 1647, il quale critica quella visione teologica propria di gran parte della dottrina che vede il modello U.S. e U.K. di società con azionariato diffuso quale apice evolutivo del mercato dei capitali; R.J. GILSON - A. SCHWARTZ, *Constraints on Private Benefits of Control: Ex Ante Control Mechanisms versus Ex Post Transaction Review*, cit., pp. 160 e ss.; J.C. COFFEE jr., *A Theory of Corporate Scandals: Why the Usa and Europe Differ*, in *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 21(2), 2005, p. 206; sulla falsariga anche G. ROSSI - A. STABILINI, *Virtù del mercato e scetticismo delle regole: appunti a margine della riforma del diritto societario*, cit., p. 8. Peraltro, rispetto alla asserita superiorità del modello anglosassone è rilievo comune quello per cui tale considerazione non spiegherebbe la presenza di società a proprietà concentrata vuoi nel mercato azionario statunitense, vuoi la pervasività di tale modello in Stati (Svezia e Germania su tutti) dove la protezione degli investitori risulta elevata; altresì, quale modello precipuamente espropriativo da parte dei soci di controllo, non si spiegherebbe il continuo e progressivo sviluppo dei mercati ove lo stesso insiste: Z. GOSHEN - A. HAMDANI, *Corporate Control and Idiosyncratic Vision*, in *The Yale Law Journal*, vol. 125(3), 2016, p. 572.

Ragionevole e misurata appariva ed appare, quindi, la conclusione per cui «è tuttavia un errore concludere che gli azionisti delle società a base azionaria ristretta affrontino rischi eccezionali di oppressione, come è sbagliato sostenere che gli azionisti delle società ad azionariato diffuso affrontino un rischio eccezionale di sfruttamento dato dalla separazione tra proprietà e controllo. Ogni forma organizzativa presenta i propri problemi, per i quali sono stati costruiti differenti meccanismi di controllo. Al margine i problemi debbono essere egualmente difficili ed i meccanismi egualmente efficaci, altrimenti gli investitori trasferirebbero il loro denaro da una forma all'altra fintanto che la condizione di eguaglianza marginale non sia soddisfatta»: così F.H. EASTERBROOK - D.R. FISCHER, *L'economia delle società per azioni*, trad. it. a cura di M. Scalia, Milano, 1996, p. 265.

Viene, quindi, in rilievo un successivo (e parimenti autorevole) studio che ha integrato e articolato ulteriormente la predetta classificazione sulle svariate forme che può assumere il *tunneling*³⁷.

Così, estesa la categoria dell'*insider* anche al *manager*³⁸, gli Autori di tale studio hanno inteso distinguere le operazioni a seconda delle "risorse" oggetto di espropriazione: i flussi di cassa ("*cash flow tunneling*"), i cespiti patrimoniali ("*asset tunneling*") ovvero il patrimonio netto ("*equity tunneling*").

Il *tunneling* realizzato per il tramite di operazioni che incidono sul risultato economico dei singoli esercizi, *i.e.* il "*cash flow tunneling*", presenta le seguenti caratteristiche: può essere astrattamente effettuato un numero indefinito di volte; non intacca i fattori produttivi; non altera gli equilibri proprietari (in termini di possesso azionario); se episodicamente contenuto, non incide sulla capacità di generare ricavi da parte della società nel lungo termine³⁹. Quali esempi di "*cash flow tunneling*" vi sono il *transfer pricing*⁴⁰, le remunerazioni ingiustificate a favore degli amministratori, i *fringe benefits*, i pagamenti a favore degli *insiders* per servizi resi (*e.g.* consulenze) a tassi superiori a quelli di mercato, i prestiti con tassi favorevoli agli *insiders*⁴¹.

³⁷ V. ATANASOV - B. BLACK - C.S. CICCOTELLO, *Unbundling and measuring tunneling*, in *University of Illinois Law Review*, n. 5, 2015, pp. 1697 e ss.

³⁸ È circostanza pacifica, infatti, che il *tunneling* includa tanto le transazioni volte ad arricchire la maggioranza a danno della minoranza, quanto quelle in cui siano gli amministratori (anche non soci) a trarre beneficio a scapito degli azionisti, *ivi*, p. 1700.

³⁹ *Ivi*, p. 1703.

⁴⁰ Ipotesi che ricorre laddove il socio di controllo, ovvero una società in cui lo stesso socio ha una partecipazione maggiore rispetto a quella posseduta nella società che "subisce" l'espropriazione, venda *input* alla società ad un prezzo gonfiato, ovvero acquisti *output* dalla società ad un prezzo al di sotto del prezzo di mercato; in argomento, con un *focus* sulla disciplina italiana v. P. FERA, *Le operazioni tra parti correlate. Profili informativi e di governance*, Torino, 2020, pp. 52 e ss.

⁴¹ V. ATANASOV - B. BLACK - C.S. CICCOTELLO, *Unbundling and measuring tunneling*, cit., pp. 1703 e s.

L'*asset tunneling*⁴², avente ad oggetto i beni sociali (*assets*), mira invece a veicolare verso l'esterno beni materiali o immateriali di proprietà della società per un corrispettivo inferiore al loro valore di mercato, recando così un danno permanente alla produttività e alla redditività della stessa. Anche in questo caso, i principali esempi di *asset tunneling* si realizzano per il tramite di vere e proprie OPC che possono avere ad oggetto anche beni immateriali quali i segreti commerciali⁴³.

Infine, l'*equity tunneling* (coerentemente con le suddette *discriminatory financial transactions*) consiste in tutte quelle operazioni volte ad incrementare la propria quota di capitale a scapito delle minoranze e in assenza di un trasferimento di risorse in senso proprio; si tratta, ad esempio, dei già citati aumenti di capitale c.d. diluitivi⁴⁴, di operazioni che forzano gli azionisti di minoranza a vendere le proprie azioni a condizioni vantaggiose per l'azionista di controllo che le acquisisce (*freeze-out*), nonché dell'*insider trading*⁴⁵.

Certamente la classificazione non presenta i caratteri dell'eshaustività e, allo stesso tempo, non può ritenersi rigida in quanto, come rilevano gli stessi Autori, esisterebbero delle forme "ibride" di *tunneling* come, ad esempio, quelle operazioni che ben potrebbero rientrare in tutte le categorie citate⁴⁶.

⁴² Distinto in *asset tunneling in* e *asset tunneling out* a seconda che avvenga per il tramite di una vendita da parte della società ovvero di un acquisto.

⁴³ V. ATANASOV - B. BLACK - C.S. CICCOTELLO, *Unbundling and measuring tunneling*, cit., p. 1704.

⁴⁴ P.H. CONAC - L. ENRIQUES - M. GELTER, *Constraining Dominant Shareholders' Self-Dealing*, cit., p. 496.

⁴⁵ V. ATANASOV - B. BLACK - C.S. CICCOTELLO, *Unbundling and measuring tunneling*, cit., p. 1707; chiaramente, questa ultima categoria, così come le *discriminatory transactions* non può considerarsi una OPC in senso stretto (*ut supra* 27).

⁴⁶ Si tratta delle "*mixed forms of tunneling*": un prestito a favore dell'*insider*, ad esempio, può avere elementi del c.d. *cashflow tunneling* se il prestito è a condizioni migliori di quelle di mercato; di *asset tunneling out* se si tratta di un prestito sostanzioso di cui l'azienda perde la disponibilità, dovendo sostituire tali risorse ovvero rinunciare ad investimenti promettenti; di *equity tunneling* in quanto il prestito potrebbe venir considerato come una *put-option* a favore dell'*insider* esercitabile in situazioni finanziarie instabili, non ripagando il prestito, *ivi*, p. 1707 e s.

Gli Autori, operato questo minimo inquadramento, dimostrano come i differenti tipi di *tunneling* incidano in modo diverso sulle voci del bilancio, fornendo agli investitori e agli analisti adeguati

Peraltro, il citato studio, evidenziando come i soggetti agenti delle condotte espropriative possano essere tanto soci di controllo quanto amministratori, consente di fare un'ulteriore distinzione e, così, di comprensione delle dinamiche proprie delle OPC: la differente struttura azionaria, concentrata ovvero diffusa, può incidere direttamente sul tipo di OPC posta in essere ai fini del *tunneling*⁴⁷.

Il punto, a dire il vero, era già chiaro agli stessi Berle e Means⁴⁸ e consiste nel rilievo per cui la struttura proprietaria, lungi dal rendere la società immune da condotte opportunistiche, determina piuttosto un diverso manifestarsi delle stesse; infatti, se, come poc'anzi premesso, nei sistemi ad azionariato diffuso gli amministratori tendono a ricoprire un ruolo attivo nella sottrazione di risorse societarie, nei sistemi a proprietà concentrata, il corrispondente ruolo è assunto dagli azionisti di controllo.

In particolare, è stato posto in evidenza come, nelle società a capitale diffuso (caratterizzanti prevalentemente il mercato azionario statunitense e britannico), gli amministratori, chiamati a gestire un capitale di rischio altrui ed avendo il pieno controllo del *business* societario, godono di un potere *de facto* idoneo a deviare risorse societarie verso loro stessi⁴⁹. La non coincidenza di

strumenti di lettura, al fine di meglio individuare e soppesare i rischi connessi a condotte espropriative (*ivi*, p. 1703).

⁴⁷ Significativamente si è detto: «show us the structure of share ownership, and we can predict the likely scenario for fraud and abuse»: J.C. COFFEE jr., *A Theory of Corporate Scandals: Why the Usa and Europe Differ*, cit., p. 209; sul punto, più diffusamente N. MICHIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., pp. 17 e ss.

⁴⁸ Non sfuggiva agli Autorevoli studiosi che il controllo, definito come l'esercizio di un effettivo potere sull'impresa (A.A. BERLE jr. - G.C. MEANS, *Società per azioni e proprietà privata*, cit., p. 112), ben potesse essere appannaggio di taluni «individui o gruppi (...) che non hanno necessariamente un posto ufficiale nello schema giuridico della società, ma i cui poteri sono in pratica assoluti» (*ivi*, p. 220) perché derivanti da un controllo fondato sulla proprietà quasi totale (*ivi*, p. 70), o da un controllo di maggioranza (*ibidem*), ovvero da un controllo a mezzo di strumenti giuridici (*ivi*, p. 72), o da un controllo di minoranza (*ivi*, p. 79).

⁴⁹ L. ENRIQUES, *The Law on Company Directors' Self-Dealing: A Comparative Analysis*, in *International and Comparative Corporate Law Journal*, vol. 2, 2000, p. 297 e s.

incentivi ed interessi tra azionisti ed amministratori⁵⁰ richiede, quindi, un monitoraggio da parte dei primi sull'attività dei secondi e, tuttavia, «[l]a difficoltà dei *principals* a valutare e influenzare i processi decisionali degli *agents*, costituisce un terreno fertile per condotte opportunistiche di *managers* e amministratori, i quali possono essere tentati di appropriarsi in vari modi di ciò che spetterebbe agli azionisti»⁵¹. Mutando il soggetto agente delle condotte espropriative, muta, giocoforza, il *modus operandi* della condotta che può presentare caratteristiche ben differenti; in generale, si è detto che: «[c]orporate managers tend to engage in earnings manipulation, while controlling shareholders tend to exploit the private benefits of control»⁵².

Dipoi, molteplici studi, investigando le differenti modalità di azione, hanno posto in evidenza come gli amministratori possono sottrarre beni sociali a loro

⁵⁰ Si tratta, a ben vedere, del 1° conflitto dei problemi di agenzia, *ut supra* nota 20, M.C. JENSEN - W.H. MECKLING, *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, cit., p. 312 e s.; e v. già A.A. BERLE jr. - G.C. MEANS, *Società per azioni e proprietà privata*, cit., pp. 112 e ss., spec. p. 114: «[s]e ammettiamo che il desiderio di profitto personale sia il movente principale anche per chi detiene il controllo dobbiamo concludere che gli interessi di questo gruppo sono diversi e spesso profondamente divergenti da quelli dei proprietari (...). Dall'amministrazione di una società il gruppo che detiene il controllo (...) può meglio trarre il proprio tornaconto se profitta a scapito della società, più che non se ottiene degli utili per la società stessa».

⁵¹ R. CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate. Fra corporate governance, responsabilità degli amministratori ed efficiente tutela delle minoranze nelle società quotate*, cit., p. 6.

⁵² J.C. COFFEE jr., *A Theory of Corporate Scandals: Why the Usa and Europe Differ*, cit., p. 198. I noti casi Enron e Parmalat rendono evidente la diversa manifestazione delle OPC nelle due differenti strutture societarie; *ex multis* v. J.C. COFFEE jr., *What Caused Enron?: A Capsule and Economic History of the 1990's*, in *SSRN Electronic Journal*, 2003, p. 1 e ss.; L. ENRIQUES - P. VOLPIN, *Corporate Governance Reforms in Continental Europe*, cit., pp. 123 e ss., G. FERRARINI - P. GIUDICI, *Financial Scandals and the Role of Private Enforcement: The Parmalat Case*, cit., pp. 5 e ss.; per un'analisi comparativa v. J.C. COFFEE jr., *A Theory of Corporate Scandals: Why the Usa and Europe Differ*, cit., pp. 200 e ss. *Contra*, volendo dimostrare, almeno con riguardo al mercato azionario tedesco, che condotte opportunistiche degli amministratori a danno del socio di maggioranza vengono attuate anche in un mercato tipicamente a struttura proprietaria concentrata: A.A. GÖZLÜGÖL, *Related party transactions by directors/managers in public companies: a data-supported analysis*, in *Journal of Corporate Law Studies*, vol. 21(2), 2021, pp. 534 e ss.

favore. Aldilà dell'ipotesi del vero e proprio furto⁵³, tali modalità potrebbero realizzarsi per il tramite di salari eccessivi⁵⁴, vendita di beni a loro stessi ovvero a società da essi controllate a prezzi favorevoli, *transfer pricing* verso società controllate e, più in generale, strategie di *business* che li vedono come i principali beneficiari di vantaggi personali⁵⁵: la cessione ovvero l'acquisizione di beni o servizi a/da terzi e l'erogazione di finanziamenti, c.d. *cash-flow tunneling*, a prezzi iniqui, rappresenterebbe, peraltro, la forma più comune di *tunneling* realizzata dal *management*⁵⁶.

Conseguentemente, proprio al fine di mascherare ovvero giustificare tali operazioni, gli amministratori sono incentivati a manipolare i dati contabili⁵⁷, e la

⁵³ R. LA PORTA - F. LOPEZ DE SILANES - A. SHLEIFER - R.W. VISHNY, *Agency Problems and Dividend Policies around the World*, in *The Journal of Finance*, vol. 55(1), 2000, p. 3.

⁵⁴ È circostanza nota, infatti, che «[m]anagers usually obtain private benefits via remuneration contracts», così M. GUTIÉRREZ - M.I. SÁEZ, *A Contractual Approach to Disciplining Self-dealing by Controlling Shareholders*, in *Journal of Law, Finance, and Accounting*, vol. 2(1), 2017, p. 197; R. LA PORTA - F. LOPEZ DE SILANES - A. SHLEIFER - R.W. VISHNY, *Agency Problems and Dividend Policies around the World*, cit., p. 3. Sul punto cfr. anche il recente contributo di A.A. GÖZLÜGÖL, *Related party transactions by directors/managers in public companies*, cit., p. 8 e s., ove si evidenzia come: «[o]n the one hand, executive remuneration is inevitable because directors/managers have to be paid, and thus provides a permanent and easier channel to divert company value (...). On the other hand, stricter regulation of executive remuneration may cause directors/managers to prefer RPTs as a tunnelling technique».

⁵⁵ R. LA PORTA - F. LOPEZ DE SILANES - A. SHLEIFER - R.W. VISHNY, *Agency Problems and Dividend Policies around the World*, cit., p. 3.

⁵⁶ M. KOHLBECK - B. MAYHEW, *Agency Costs, Contracting, and Related Party Transactions*, in *SSRN Electronic Journal*, 2004, pp. 1 ss.

In termini più generali, una ulteriore ricerca, sebbene risalente ed effettuata su un campione di 120 società quotate nel mercato statunitense (per l'anno fiscale 2000 e 2001), a riprova del fenomeno, ha mostrato come le operazioni ricorrenti siano eterogenee, epperò, circa il 20% delle società analizzate riporta almeno uno dei seguenti elementi: servizi diretti in cui un amministratore è parte correlata, servizi legali acquistati da una parte correlata, transazioni immobiliari (locazione ovvero compravendita), acquisti di beni da una parte correlata e prestiti per scopi diversi dall'acquisto di case o azioni, E.A. GORDON - E.H. HENRY - D. PALIA, *Related Transactions and Corporate Governance*, in *Advances in Financial Economics*, vol. 9, 2004, p. 20.

⁵⁷ E.A. GORDON - E. HENRY, *Related Party Transactions and Earnings Management*, in *SSRN Electronic Journal*, 2005, p. 2; tuttavia, osservano gli autori, «[i]f the principal owner is involved with the company and has access to management, managers' incentives and ability to manage earnings may be lower consistent with the principal owner playing a monitoring role» (*ivi*, p. 23).

manipolazione dei bilanci ha, peraltro, caratterizzato le più note vicende americane delle quali Enron e WorldCom sono solo iconici esempi⁵⁸.

In conclusione, ed in termini più generali, i molteplici studi condotti hanno posto in evidenza gli elementi pregiudizievole associati alle operazioni con parti correlate. Quale canale preferenziale di *tunneling*, tanto nelle società a struttura proprietaria concentrata, quanto in quelle ove le partecipazioni sono polverizzate, il compimento delle OPC è generalmente accompagnato da un profondo alone di sospetto, che proietta nelle dinamiche societarie il «dilagare di una perversa pulsione individuale: la cupidigia»⁵⁹.

⁵⁸ Sempre attuale sul punto l'osservazione di Berle e Means per i quali il maggior potere degli amministratori risiede proprio nell'aver a disposizione una «ulteriore potente arma (...): il controllo in notevole misura sul conto dei profitti e perdite della società», A.A. BERLE jr. G.C. MEANS, *Società per azioni e proprietà privata*, cit., p. 193.

Con riguardo alle diverse modalità di *earnings management* cfr.: J.C. COFFEE jr., *A Theory of Corporate Scandals: Why the Usa and Europe Differ*, cit., pp. 199 e ss.; P.L. MARCHINI - T. MAZZA - A. MEDIOLI, *The impact of related party transactions on earnings management: some insights from the Italian context*, in *Journal of Management & Governance*, vol. 22(4), 2018, pp. 981 e ss.

⁵⁹ G. ROSSI, *Il conflitto epidemico*, cit., p. 13. La ricostruzione fatta da Rossi nella sua nota opera, si presenta fortemente critica dell'indole egoistica dell'uomo (oramai solo cupidigia) che avrebbe perso quegli aspetti, in parte positivi e di sviluppo dei mercati, ben evidenziati da Smith. Al riguardo, *La Ricchezza delle Nazioni* si presenta tutt'ora come testo descrittivo della realtà sociale ed economica di estrema attualità: l'uomo, spinto dai suoi bisogni primari (sussistenza, alloggio, vestiario) agisce in un'ottica egoistica di appropriazione; secondariamente, attraverso l'accumulazione di capitale, e l'organizzazione del lavoro, opera nella direzione di un sempre maggior guadagno che può, quindi, essere investito nuovamente a beneficio un'ulteriore crescita della ricchezza personale e (soprattutto) sociale, ovvero essere diretta al consumo di beni di secondaria importanza, che presentano carattere «frivolo ma anche volgare ed egoista», A. SMITH, *La ricchezza delle nazioni*, cit., pp. 133, 270, 460 e ss. Conseguentemente, il perseguimento del proprio interesse, per quanto giustificabile anche in un'ottica di benessere generale della società, rischia, oltre certi limiti, ma, prima ancora, se operato con determinate modalità, di non rispondere più ai canoni di una corretta convivenza sociale, A. SMITH, *La ricchezza delle nazioni*, cit., p. 472 (sul punto, v. anche: BENEDETTO XVI, *Caritas in veritate*, Città del Vaticano, 2009, p. 29 e s.; FRANCESCO, *Fratelli tutti. Lettera enciclica sulla fraternità e l'amicizia sociale*, Milano, 2020, p. 102).

3. Le OPC: tra efficienza e idiosyncratic vision

Dato brevemente conto delle diverse teorie e dei relativi studi che vorrebbero inquadrare e risolvere il fenomeno OPC come generalmente dannoso, occorre dare conto dell'altro lato del fenomeno, che altrettanti (quando non coincidenti) studi non hanno mancato di segnalare⁶⁰.

In particolare, le OPC assumerebbero significato e valore differente se lette alla luce della prospettiva delle transazioni efficienti⁶¹. Infatti, si ritiene che la correlazione possa garantire una riduzione dei costi di transazione tra cui «[n]on vi rientrano solo i costi materiali di un contratto che devono essere sopportati per la stipulazione e l'esecuzione di un contratto, ma tutti gli ostacoli che si oppongono alla stipulazione di transazioni, a cominciare [dall'individuazione dei contraenti,] dai fattori che possono impedire agli interessati di identificare i contratti che essi avrebbero convenienza a stipulare, sino a quelli che possono rendere difficile il controllo sulla puntuale esecuzione degli impegni posti a carico di una delle parti della transazione»⁶². Si tratta di costi, quindi, non solo materiali ma determinati anche «dalla limitata razionalità di cui dispongono gli agenti e (...) dall'opportunismo»⁶³.

Ad esempio, è stato rilevato che, nelle dinamiche societarie, affidarsi ai servizi legali forniti dallo studio di un amministratore potrebbe essere vantaggioso in termini di qualità e prezzo rispetto alle condizioni offerte da controparti non

⁶⁰ Peraltro, una visione generalmente alternativa è stata a lungo offerta da parte della scienza economica; ma, al riguardo, v. M. PIZZO, *Related party transactions under a contingency perspective*, cit., pp. 312 e ss., il quale, elencando i *deficit* e le storture di una visione tranciante e alternativa del fenomeno, pragmaticamente, riconosce la necessità di considerare il *contingencies framework* (inteso come l'insieme di quei fattori contingenti relativi a specifici contesti organizzativi, sociali, istituzionali) di ogni Stato, al fine di individuare, quindi, disciplinare il fenomeno OPC in modo più efficiente.

⁶¹ E. DI CARLO, *Operazioni con parti correlate e amministratori indipendenti*, Roma, 2012, p. 20.

⁶² F. DENOZZA, *Norme efficienti. L'analisi economica delle regole giuridiche*, Milano, 2002, p. 38.

⁶³ *Ibidem*.

correlate: l'ampia conoscenza della società che un amministratore possiede può ridurre le asimmetrie informative e migliorare (in termini di efficienza) la negoziazione; inoltre, l'acquisto di servizi da un amministratore potrebbe, in astratto, rendere maggiormente saldo il legame economico dell'amministratore alla società, aumentandone, così, l'impegno nell'espletamento della carica gestoria⁶⁴. In altre parole, la conoscenza approfondita della realtà e dell'attività societaria della parte correlata nell'odierno dinamismo globale di mercato può assicurare alla società un miglior efficientamento delle funzioni amministrative in termini operativo-gestionali, rappresentando, così, lo strumento elettivo di riduzione dei c.d. *transaction costs*⁶⁵.

Paradigmatico strumento di contenimento dei costi di transazione è considerato il gruppo societario che, per dirla secondo l'autorevole prospettiva di Coase, offre la possibilità di ridurre i costi tipici della negoziazione di mercato, esentando dalla necessità di individuare i prezzi e la destinazione allocativa più efficiente⁶⁶. Attraverso l'organizzazione di gruppo è possibile, infatti, non solo internalizzare gli scambi in un'ottica di risparmio, ma altresì rendere più efficace il perseguimento di determinate strategie di *business*, ovvero, grazie all'accentramento di alcune funzioni (gestione del personale e/o delle risorse

⁶⁴ In questi termini E.A. GORDON - E.H. HENRY - D. PALIA, *Related Party Transactions: Associations with Corporate Governance and Firm Value*, in *SSRN Electronic Journal*, 2004, p. 9; in argomento v. anche M. RYNGAERT - S. THOMAS, *Related Party Transactions: Their Origins and Wealth Effects*, cit., p. 7 che osservano come, in situazioni caratterizzate da asimmetria informativa «[c]ontracting with a board member (...) can make sense when coordination of activities and feedback between contracting parties are important», sì che, «[f]or instance, a restaurant chain that relies heavily on franchising may have franchisees on the board of directors to ensure quick feedback on how operational changes are impacting franchisees. Similarly, it may be worthwhile to have suppliers on the board of directors in order to obtain insights on the firm's supply chain or to receive quick feedback on how easy it will be to implement changes affecting suppliers».

⁶⁵ In materia di costi di transazione, con riguardo alla natura dell'impresa, quale mezzo di riduzione dei costi che l'imprenditore incontrerebbe nel mercato, non si può non partire da R.H. COASE, *The Nature of the Firm*, in *Economica*, vol. 4(16), 1937, pp. 386 e ss., quindi, l'ulteriore noto e più generale contributo: ID., *The Problem of Social Cost*, in *Journal of Law and Economics*, vol. 3, 1960, pp. 1 e ss.

⁶⁶ R.H. COASE, *The Nature of the Firm*, cit., p. 388.

finanziarie, trasferimento del *know how* manageriale, ecc.), rendere più efficiente la gestione societaria⁶⁷.

In queste dinamiche le OPC infragruppo divengono «simply part of the constituent firms' ordinary course of business»⁶⁸, e, come è stato dimostrato, possono offrire, nei paesi emergenti privi di adeguati presidi istituzionali (economici e legali), tipici dei mercati sviluppati e competitivi, un'ottima risposta a tali mancanze⁶⁹. In conclusione, le OPC infragruppo sono una pratica diffusissima volta ad espandere positivamente le capacità produttive e l'influenza economica

⁶⁷ È di tutta evidenza che l'integrazione verticale all'interno di un gruppo consente una generale riduzione dei costi di transazione: a tal fine, anche sola la condivisione di competenze tecnologiche e pubblicitarie incide direttamente sulla redditività delle singole società facenti parte del gruppo. Molteplici sono gli esempi di OPC compiute all'interno di un gruppo societario idonee a beneficiare le società affiliate: «[b]y far the most popular transactions include (1) inter-company loans or guarantees from parent to foreign subsidiary; (2) the sale of receivables to a special purpose entity; and (3) a leasing or licensing agreement between a parent and a foreign subsidiary» così, sinteticamente, J. A. McCAHERY - E.P.M. VERMEULEN, *Corporate Governance Crises and Related Party Transactions: A Post-Parmalat Agenda*, cit., p. 228.

⁶⁸ J. DAMMANN, *Related Party Transaction and Intragroup Transactions*, cit., p. 218; non a caso, come è stato efficacemente sottolineato dalla dottrina domestica, la «contiguità logica» tra la disciplina dei gruppi e la disciplina OPC è tale per cui la prima «è in primo luogo, e per definizione, disciplina di operazioni con parti correlate», v. fra tutti M. MAUGERI, *Le operazioni con parti correlate nei gruppi societari*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, I, p. 888.

⁶⁹ Si tratta dei paesi caratterizzati da forti asimmetrie informative a causa della scarsissima trasparenza, dell'assenza di tutele per i privati nell'esercizio della loro autonomia privata, dovuta, generalmente, a inefficaci presidi di *enforcement* e a deboli strutture democratico-istituzionali. In questi paesi, si è osservato, la presenza di gruppi societari e di operazioni infragruppo rende più performanti le stesse società affiliate rispetto alle società monadi: in estrema sintesi, le società affiliate possono, ad esempio attraverso transazioni interne di gruppo, prestare o prendere capitale in prestito a condizioni fuori mercato, così come transazioni interne di prodotti possono generare efficienza quando i mercati (esterni) sono caratterizzati da situazioni di mercato imperfette (quali monopolio o oligopolio) o c'è un rischio di *hold-up* da parte dei fornitori esterni, v. T. KHANNA - K. PALEPU, *Is Group Affiliation Profitable in Emerging Markets? An Analysis of Diversified Indian Business Groups*, in *The Journal of Finance*, vol. 55(2), 2000, p. 888; e, con specifico riguardo al ruolo dei gruppi nello sviluppo dei mercati, v. R. FISMAN - T. KHANNA, *Facilitating Development: The Role of Business Groups*, in *World development*, vol. 32(4), 2004, p. 609 e ss.

e politica del gruppo, piuttosto che a riempire le tasche di quanti ne esercitano il controllo⁷⁰.

In continuità con le OPC infragruppo, vanno altresì ricordate quelle operazioni compiute da parte dell'azionista di controllo, direttamente o per il tramite di un'affiliata, che sono funzionali al rafforzamento patrimoniale della società beneficiata al fine di superare eventuali e temporanei momenti di crisi: la pratica è nota come *propping* e, secondo autorevole dottrina, rappresenterebbe il rovescio della medaglia delle OPC, troppo spesso trascurato dagli stessi studi condotti sul tema⁷¹.

Sul punto, si è dimostrato come, in presenza di crisi economiche moderate, questo tipo di operazioni si siano rilevate «valuable to investors», grazie anche alla possibilità per le società del gruppo di raccogliere capitale non solo in modo più agevole ma a tassi fuori mercato rispetto alle «stand-alone firms»⁷²; si può, così, consentire la creazione di un mercato interno del capitale particolarmente vantaggioso e proficuo quando il finanziamento esterno risulta essere scarso o inadeguato⁷³: giocoforza, anche al di fuori di crisi macroeconomiche, il *propping* è

⁷⁰ Così, letteralmente, B. BLACK, *Corporate Governance in Korea at the Millennium: Enhancing International Competitiveness*, in *Journal of Corporation Law*, vol. 26, 2001, p. 540.

⁷¹ C.J. MILHAUPT - M. PARGENDLER, *Related Party Transactions in State-Owned Enterprises. Tunneling, Propping, and Policy Channeling*, in L. ENRIQUES - T.H. TRÖGER (edited by), *The Law and Finance of Related Party Transactions*, cit., p. 248.

⁷² E. FRIEDMAN - S. JOHNSON - T. MITTON, *Propping and tunnelling*, in *Journal of Comparative Economics*, vol. 31(4), 2003, p. 748. A rinforzare tale prospettiva milita, peraltro, con specifico riguardo all'ordinamento domestico, quella previsione temporaneamente introdotta dalla CONSOB a seguito del verificarsi dell'emergenza sanitaria COVID-19. La stessa Autorità, con Comunicazione n. 6/2020 dell'11 giugno 2020, ha consentito, con deroga temporalmente limitata, il compimento di OPC "urgenti" (che beneficiano di un regime di esenzione dalla procedura ordinaria, *infra* cap. II), quali quelle compiute in casi di crisi aziendale, senza che la stessa facoltà fosse contenuta espressamente nello statuto e nella relativa procedura OPC (diversamente da quanto previsto dal Regolamento OPC agli artt. 11, co. 5 per le operazioni di competenza assembleare e 13, co. 6, per le operazioni di competenza consiliare).

⁷³ M. MAUGERI, *Interesse sociale, interesse dei soci e interesse del gruppo*, in *Giur. comm.*, 2012, I, pp. 66 e ss.

stato valorizzato anche da parte del mercato laddove eseguito in favore di quelle società la cui *performance* nel precedente anno fiscale sia stata negativa⁷⁴.

Ancora una volta, quindi, a voler sottolineare i caratteri benéfici delle OPC, si è osservato che «[u]nlike tunneling, propping by a controlling shareholder benefits both minority investors and creditors, and ordinarily does not decrease social welfare in the private sector»⁷⁵.

Sempre nell’ottica della riduzione dei costi di transazione, e con riguardo al predetto rischio per cui le OPC rappresentano il veicolo principale per la realizzazione del *tunneling* e, vengano dunque utilizzate per l’estrazione di benefici privati da parte degli *insiders*, è stato rilevato che l’estrazione dei benefici privati derivanti dal controllo non solo può portare ad una riduzione dei costi di transazione, ma potrebbe rappresentare, nelle società con proprietà concentrata, il “compenso” spettante all’azionista di controllo per il costo derivante dall’attività di monitoraggio svolta sul *management* e per la rinuncia ad un investimento diversificato⁷⁶. Secondo questa corrente, al legislatore spetterebbe il compito di permettere l’espropriazione di benefici privati fino al punto in cui i benefici per gli azionisti non di controllo derivanti da un migliore monitoraggio superano i costi

⁷⁴ Lo riporta N. MOSCARIELLO, *Related Party Transactions in Continental European Countries: Evidence from Italy*, in *International Journal of Disclosure and Governance*, vol. 9(2), 2012, p. 130.

⁷⁵ C.J. MILHAUPT - M. PARGENDLER, *Related Party Transactions in State-Owned Enterprises. Tunneling, Propping, and Policy Channeling*, cit., p. 248, sebbene, osservano gli Autori, lo stesso non possa predicarsi per le società controllate da autorità statali, dove la pratica del *propping* rischia di ridurre il benessere generale a causa degli effetti distorsivi che può avere rispetto ad un mercato in regime di libera concorrenza e della errata distribuzione di risorse pubbliche.

⁷⁶ R.J. GILSON - A. SCHWARTZ, *Constraints on Private Benefits of Control: Ex Ante Control Mechanisms versus Ex Post Transaction Review*, cit., p. 162; R.J. GILSON - J.N. GORDON, *Controlling Controlling Shareholders*, cit., p. 785; R.J. GILSON, *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, cit., p. 1652: «[b]ecause controlling shareholders must bear the direct costs of monitoring, liquidity, and nondiversification from holding a concentrated position, some private benefits of control likely are necessary to induce a party to play that role»; *contra* Z. GOSHEN - A. HAMDANI, *Corporate Control and Idiosyncratic Vision*, cit., p. 565.

dell'espropriazione dei benefici privati da parte del socio di controllo⁷⁷. Peraltro, secondo un'opinione ancora più drastica, ogni decisione di investimento offrirebbe intrinsecamente differenti livelli e modalità di appropriazione di «public and private benefits», al punto che i secondi sarebbero una conseguenza inevitabile delle decisioni di investimento che le società con azionisti di controllo devono ripetutamente prendere⁷⁸.

Il carattere “ripetitivo” consente, quindi, di introdurre un'ulteriore (e suggestiva) analisi che ha messo in luce come nei sistemi di “*bad-law jurisdiction*”, la condotta dei soci di controllo tenda razionalmente a conformarsi a quella di uno “*stationary bandit*”⁷⁹: di fronte alla alternativa di espropriare tutta la ricchezza della società in una “*one-shot transaction*”, una volta per tutte (“*roving bandit*”),

⁷⁷ R.J. GILSON - A. SCHWARTZ, *Constraints on Private Benefits of Control: Ex Ante Control Mechanisms versus Ex Post Transaction Review*, cit., p. 169. Allo stesso modo, nelle società a proprietà diffusa, «[private benefits of control] extraction may be efficient (...) because the corporate contract is incomplete. When the agent's reward cannot be predetermined for every future state of the world, allowing her to extract private benefits ex-post may be the only way to induce investments that enhance prospective firm value ex-ante, but whose reward for the agent cannot be secured contractually», così A.M. PACCES, *Control Matters: Law and Economics of Private Benefits of Control*, ECGI Law Working Paper N° 131, 2009, p. 7.

⁷⁸ M. GUTIÉRREZ - M.I. SÁEZ, *A Contractual Approach to Disciplining Self-dealing by Controlling Shareholders*, cit., p. 175.

⁷⁹ Il riferimento è ai contributi di S.Y. KANG, *Optimally Restrained Tunneling: The Puzzle of Controlling Shareholder “Generous” Exploitation in Bad-Law Jurisdictions*, in L. ENRIQUES - T.H. TRÖGER (edited by), *The Law and Finance of Related Party Transactions*, cit., p. 62 e s.; ID., “*Generous Thieves*”: *The Puzzle of Controlling Shareholder Arrangements in Bad-Law Jurisdictions*, in *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, vol. 21(1), 2015, pp. 57 e ss. L'Autore, con un approccio di analisi economica del diritto che esalta altresì lo studio comportamentale e sociale dell'uomo, adatta al contesto societario la teoria del bandito di Mancur Olson (economista del XX° Secolo) elaborata per spiegare gli effetti economici sulla società civile dei diversi tipi di governo e, in particolare, la tirannia, l'anarchia e la democrazia: in estrema sintesi, un “bandito itinerante” (sotto anarchia), ha un incentivo solo a rubare e distruggere, sottraendo l'insieme delle risorse in *one shot*; mentre un “bandito stanziale” (un tiranno), agendo con ripetute “*esigue*” espropriazioni, è incentivato ad incoraggiare una certa misura di successo economico sociale, poiché si aspetterà di restare al potere abbastanza a lungo da acquisire una quota della ricchezza prodotta, proprio attraverso piccoli ma ripetuti “furti”. Il bandito stanziale assume così come funzione di governo anche la protezione dei cittadini e della loro proprietà contro i banditi itineranti (peraltro, sempre secondo l'Economista, nel passaggio da banditi itineranti a banditi stanziali vi sarebbe il seme della civiltà, che spiana la strada per la democrazia).

al fine di massimizzare l'ammontare di benefici privati, «a stationary controller chooses the “optimal extraction rate”»⁸⁰. In tal modo, l'azionista di controllo, trasformandosi in un “ladro generoso”, realizza che - per così dire - la pazienza vale come l'oro. Il risultato del suo autocontrollo espropriativo non è frutto di sincera generosità o etica economica, ma frutto di una scrupolosa e calcolata razionalità⁸¹; in questo contesto, gli azionisti di minoranza finiscono per godere, inavvertitamente, di un certo grado di protezione, al punto che fattori *extra* legali, come l'interesse personale degli azionisti di controllo, possono parzialmente assicurare un sistema legale efficiente a protezione dell'investitore⁸².

In ultimo luogo, ma non meno importante e nei limiti in cui ciò possa incidere sulla comprensione e sulle proposte regolatorie inerenti alle OPC, vi sono le considerazioni autorevolmente svolte sul tema con riguardo alla visione idiosincratca dell'imprenditore, per la quale, *brevis verbis*, «[t]he controller-entrepreneur is the one who has the unique vision or subjective assessment concerning the project's value»⁸³.

⁸⁰ S.Y. KANG, *Optimally Restrained Tunneling: The Puzzle of Controlling Shareholder “Generous” Exploitation in Bad-Law Jurisdictions*, cit., pp. 53 e ss.

⁸¹ S.Y. KANG, *Optimally Restrained Tunneling: The Puzzle of Controlling Shareholder “Generous” Exploitation in Bad-Law Jurisdictions*, cit., p. 63.

⁸² *Ivi*, p. 63. In aggiunta, la presenza di “*Family Corporation*” può rivelarsi auspicabile per gli azionisti di minoranza: «[a] controlling family shareholder shares more encompassing interests with minority shareholders, and a family corporation is more likely to be prosperous and productive under the repeated transactions between an immortal controlling shareholder and public shareholders», *ivi*, p. 70. Peraltro, gli investitori, nelle scelte di investimento e nelle analisi di mercato dovrebbero poter identificare la natura stanziale o itinerante del socio di controllo, sì da orientare la scelta sul primo ed escludere dal mercato i secondi; osservava Ascarelli, spingendosi oltre, che «qualunque sistema economico presuppone la possibilità di distinguere non solo chi è onesto e chi è disonesto, ciò che può concernere eventualmente casi marginali, ma innanzi tutto chi è capace e chi non lo è»: T. ASCARELLI, *Disciplina delle società per azioni e legge antimonopolistica*, cit., p. 884

⁸³ Z. GOSHEN - A. HAMDANI, *Corporate Control and Idiosyncratic Vision*, cit., p. 601, nt. 128; per un recente commento sulla ricostruzione elaborata dagli Autori ed una sua declinazione nel dibattito dottrinale italiano cfr. V. CARIELLO, *A favore di un riequilibrio tra tutela (diritti) dei soci non di controllo e tutela (diritti) dei soci di controllo (nelle società controllate c.d. di diritto)*, in *Riv. dir. comm.*, 2018, I, pp. 249 e ss.

Punto di partenza di tale teoria è il seguente interrogativo: è ragionevole ritenere che qualsiasi detentore del controllo (*i.e.* socio di maggioranza ovvero amministratore) sia un pervicace opportunista motivato dall'unico interesse di trarre vantaggio per il proprio tornaconto a scapito degli altri investitori?⁸⁴. Se la risposta fosse affermativa, difficilmente potrebbe spiegarsi il ruolo chiave che le società a proprietà concentrata hanno svolto e continuano a svolgere in termini di crescita e sviluppo di molteplici mercati dei capitali⁸⁵.

A ben vedere, le dinamiche intercorrenti tra i diversi soggetti coinvolti nella vita societaria richiedono una spiegazione differente: il socio di una società per azioni valorizza il controllo della stessa (al punto di raggiungere e di mantenere una soglia di azioni sufficienti ad esercitarlo) non in quanto finalizzato ad una maggiore estrazione di benefici privati, bensì perché solo avendo un decisivo potere sulla stessa egli è in grado di perseguire la sua visione imprenditoriale (idiosincratICA), la sua idea di *business*, secondo le modalità (anche per il tramite di OPC) che ritiene essere le migliori e le più efficienti.

Naturalmente, un tale approccio comporta un certo livello di tolleranza circa il compimento di OPC, divenendo quindi decisiva, da parte del legislatore, l'individuazione di giusti strumenti in grado di assicurare il miglior bilanciamento tra il perseguimento della visione idiosincratICA e la tutela degli azionisti di minoranza⁸⁶. Conseguentemente, ed in contrasto a quella corrente per cui scarse sarebbero le tutele degli azionisti di minoranza nelle società a proprietà concentrata, il controllo si presenta, in queste ultime, più che caratteristica di un sistema con debole regolamentazione, come presupposto fondamentale per

⁸⁴ Z. GOSHEN - A. HAMDANI, *Corporate Control and the Regulation of Controlling Shareholders*, in L. ENRIQUES - T.H. TRÖGER (edited by), *The Law and Finance of Related Party Transactions*, cit., p. 25.

⁸⁵ *Ut supra* note 35 e s.

⁸⁶ Z. GOSHEN - A. HAMDANI, *Corporate Control and the Regulation of Controlling Shareholders*, cit., p. 47 e s.

l'azionista di riferimento in quanto funzionale al perseguimento della sua visione idiosincratca⁸⁷.

La valorizzazione del controllo nelle società a proprietà concentrata nei predetti termini rappresenta l'ultimo passaggio per segnalare la profonda divergenza di opinioni che a lungo si sono confrontate sull'individuazione dei migliori equilibri interni ad una società quotata, anche, e soprattutto, nell'ottica di prevenire l'espropriazione di ricchezza da parte dei detentori del controllo per il tramite di OPC.

Epperò, la tutela delle minoranze, profilo che ha acquisito sempre maggiore importanza nello sviluppo delle società anonime e in quello dei mercati finanziari⁸⁸, rappresenta l'indefettibile punto in comune tra i due (non sempre) opposti schieramenti.

È compito del legislatore, dunque, ricercare quegli strumenti in grado di assicurare un efficiente punto di caduta sulla disciplina OPC tra le due diverse e possibili conseguenze del fenomeno; le quali, se da un lato possono incentivare l'opportunismo da parte del soggetto titolare del controllo, attraverso la sottrazione alla società di risorse (in una parola, *tunneling*)⁸⁹, dall'altro, come è stato dimostrato anche da molteplici studi empirici, possono dar luogo a transazioni efficienti, giocando, quindi, un ruolo non solo importante ma altresì legittimo all'interno di un'economia di mercato⁹⁰.

⁸⁷ *Ivi*, p. 28.

⁸⁸ Per tutti: T. ASCARELLI, *Principi e problemi delle società anonime*, cit., pp. 12, 35 e 40; C. ANGELICI, *Le "minoranze" nel decreto 58/1998: «tutela» e «poteri»*, in *Riv. dir. comm.*, 1998, I, pp. 207 e ss.

⁸⁹ L. ENRIQUES - T.H. TRÖGER, *The Law and (Some) Finance of Related Party Transactions*, cit., p. 2 e s.

⁹⁰ J. A. McCAHERY - E.P.M. VERMEULEN, *Corporate Governance Crises and Related Party Transactions: A Post-Parmalat Agenda*, cit., p. 228. Detto in termini più generali, «It must protect the minority shareholders, but in doing so, it must also try to preserve the benefits associated with the presence of a controller», così J. DAMMANN, *Corporate Ostracism: Freezing Out Controlling Shareholders*, cit., p. 4 e s.

La complessità ed il carattere poliedrico del fenomeno OPC hanno spinto il legislatore e la dottrina ad elaborare molteplici e differenti soluzioni normative, tutte volte, generalmente, alla individuazione della migliore allocazione di potere per il compimento di una tale tipologia di operazioni.

Compiuta, nelle pagine che seguono, una breve analisi di talune - a volte anche suggestive - proposte e soluzioni normative adottate nel quadro internazionale, sarà possibile calare l'indagine sulla situazione normativa italiana, che, come noto, ha visto innovare significativamente il proprio quadro a seguito dell'emanazione del Regolamento OPC avvenuta nel 2010.

4. Le strategie di regolamentazione delle OPC. Scelte di politica legislativa e spunti dalla dottrina: uno sguardo d'insieme

Anzitutto, dal punto di vista metodologico, si ritiene di poter condividere quell'approccio di politica legislativa che si basa su una doppia premessa: *i)* l'individuazione di un buon equilibrio di poteri nella regolamentazione delle OPC dipende dalle caratteristiche degli investitori, da quelle di chi esercita il controllo, e, più in generale, dal contesto economico/giuridico di ogni singolo stato, «including its corporate law and the scope it affords to private contracting»⁹¹; *ii)* non è possibile immaginare che, all'interno di un ordinamento, esista un'unica (e

⁹¹ L. ENRIQUES - T.H. TRÖGER, *The Law and (Some) Finance of Related Party Transactions*, cit., p. 2; L. ENRIQUES, *Related Party Transactions*, cit., p. 8 e s.; ID., *Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges (with a Critique of the European Commission Proposal)*, cit., p. 13; similmente, N. MOSCARIELLO, *Related Party Transactions in Continental European Countries: Evidence from Italy*, cit., p. 127, secondo il quale la scelta sulla strategia di regolamentazione maggiormente efficace è strettamente (e necessariamente) legata alle condizioni socioeconomiche che modellano l'ambiente imprenditoriale.

corretta) distribuzione dei suddetti poteri, proprio perché il “corretto” equilibrio in grado di minimizzare i costi di agenzia è necessariamente *firm-specific*⁹².

Partendo, quindi, dal dato oggettivo per cui non tutte le OPC sono finalizzate a favorire ingiustamente l'azionista di controllo ovvero a danneggiare gli azionisti di minoranza⁹³, e, anzi, sovente risultano svolgere un ruolo economicamente rilevante, si ritiene, giocoforza, che un sistema di proibizione risulterebbe del tutto inefficiente, indipendentemente dal livello di sviluppo raggiunto dal singolo mercato dei capitali.

Infatti, in un sistema di scarse tutele per le minoranze, la proibizione *tout court* del compimento di OPC, per quanto in apparenza possa considerarsi «better than nothing», difficilmente ridurrebbe le c.d. «steal-and-run transactions», proprio a cagione del “debole” contesto istituzionale di tutele⁹⁴; diversamente, in mercati più evoluti, una proibizione risulterebbe del tutto inefficiente (“autolesionista”) nel lungo periodo⁹⁵, sino al punto che il divieto potrebbe, paradossalmente, liberare la parte correlata «from its obligations»⁹⁶.

A sconsigliare, altresì, una proibizione generale di ogni operazione con parte correlata da parte delle società milita il ragionamento per cui, a meno che il singolo sistema legale ed i meccanismi volti ad assicurarne il suo rispetto siano in grado di colpire il *tunneling* in tutte le sue possibili manifestazioni, la proibizione

⁹² Z. GOSHEN - R. SQUIRE, *Principal Costs: A New Theory for Corporate Law and Governance*, cit., p. 771.

⁹³ S.Y. KANG, *Rethinking Self-dealing and the Fairness Standard: A Law and Economics Framework for Internal Transactions in Corporate Groups*, cit., p. 105.

⁹⁴ L. ENRIQUES - G. HERTIG - H. KANDA - M. PARGENDLER, *Related-Party Transaction*, in KRAAKMAN R. - ARMOUR J. (et al.), *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*³, cit., p. 146.

⁹⁵ Sul fallimento di tale scelta nella passata esperienza statunitense v. J. A. McCAHERY - E.P.M. VERMEULEN, *Corporate Governance Crises and Related Party Transactions: A Post-Parmalat Agenda*, cit., p. 229.

⁹⁶ L. ENRIQUES, *Related Party Transactions*, cit., p. 9.

avrebbe come unico effetto quello di spingere gli *insiders* al compimento di operazioni differenti, ma funzionalmente utilizzate come sostituti equivalenti⁹⁷.

Allo stesso modo, deve escludersi la contrapposta scelta agnostica del “non intervento”, ossia la scelta di un ordinamento di non disciplinare il fenomeno, relegando al mercato il compito di individuare il corretto equilibrio⁹⁸. Infatti, come efficacemente argomentato, il “non intervento” potrebbe rivelarsi una tecnica normativa perseguibile in un mercato perfettamente efficiente; tuttavia, come noto, nella realtà i mercati sono tutt’altro che perfetti, ed il livello di efficienza degli stessi è una funzione delle condizioni economiche e giuridiche di un dato sistema. Conseguentemente, in presenza di mercati non efficienti, il meccanismo del non intervento è destinato a fallire, determinando più costi che benefici⁹⁹. Non stupisce, dunque, il fatto che tale sistema non risulti sostanzialmente adottato.

Le premesse svolte in apertura del paragrafo, per cui, in sintesi, «universal solutions are not feasible»¹⁰⁰, meritano di essere precisate, rilevando che, nonostante la diversa disciplina adottata dai singoli stati, non mancano caratteristiche di fondo comuni, che si differenziano, generalmente, nelle rispettive declinazioni.

Più nello specifico, può ritenersi che due siano le chiavi di lettura principali che vengono diversamente declinate all’interno dei singoli stati: l’informazione

⁹⁷ Beninteso, si è osservato che, laddove un sistema legale fosse così sofisticato da contrastare più efficacemente ogni forma di *tunneling*, verrebbe meno la necessità di una tecnica così “grezza” come la proibizione per prevenire eventuali “furti”, L. ENRIQUES, *Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges (with a Critique of the European Commission Proposal)*, cit., p. 14.

⁹⁸ Sul punto, *ex plurimis*, F.H. EASTERBROOK - D.R. FISCHER, *L’economia delle società per azioni*, cit., p. 270.

⁹⁹ Z. GOSHEN, *The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality*, in *California Law Review*, vol. 91(2), 2003, p. 405. Sul punto v. anche C. MARCHETTI, *Il conflitto di interessi degli amministratori di società per azioni: i modelli di definizione di un problema in un’analisi economica comparata*, in *Giur. comm.*, 2004, pp. 1237, 1239 e s.

¹⁰⁰ M. PIZZO, *Related party transactions under a contingency perspective*, cit., p. 322.

(*disclosure*)¹⁰¹ e la procedimentalizzazione, intesa come quell'insieme di regole che disciplinano l'*an* e il *quomodo* del compimento delle OPC.

Quanto al primo aspetto, in ossequio al noto *slogan* di Brandeis per cui "*sunlight is said to be the best disinfectants*", la *disclosure* sul compimento di OPC rappresenta un dato comune ed essenziale del mercato dei capitali per diverse ragioni¹⁰²: anzitutto, scoraggia l'*insider* dal compiere un'operazione dannosa, a fronte del rischio di una reazione negativa da parte degli investitori, degli analisti finanziari e più in generale, del mercato (si pensi ad esempio all'abbassamento del prezzo delle azioni, o ai rischi reputazionali)¹⁰³. Dunque, in caso di completa *disclosure* informativa, si facilita il controllo ed il relativo giudizio sulla natura della OPC¹⁰⁴, mentre una *disclosure* incompleta è più facilmente punibile rispetto ad eventuali abusi, atteso che, nel caso, nessuna fattispecie abusiva (in senso espropriativo) deve essere provata¹⁰⁵; infine, un obbligo di informativa non pone

¹⁰¹ «Mandatory disclosure is still today a widely used technique to address RPTs», L. ENRIQUES, *Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges (with a Critique of the European Commission Proposal)*, cit., p. 21.

¹⁰² K.J. HOPT, *Company Law Modernization: Transatlantic Perspectives*, in *Riv. soc.*, 2006, p. 911 e s.; è stato inoltre osservato con riguardo all'ordinamento domestico, ma il dato gode certamente di rilevanza sovranazionale, che «[l']informazione costituisce il perno fondamentale attorno al quale ruota l'intera disciplina relativa alle operazioni con parti correlate»: D. REGOLI, *L'informazione nelle operazioni con parti correlate*, in AA.VV., *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi in onore di Giovanni E. Colombo*, Torino, 2011, p. 547.

Sull'importanza dell'informazione nel mercato dei capitali già T. ASCARELLI, *Disciplina della società per azioni e legge antimonopolistica*, cit., p. 910.

¹⁰³ L. ENRIQUES - G. HERTIG - H. KANDA - M. PARGENDLER, *Related-Party Transaction*, cit., p. 147. Sulle conseguenze reputazionali, e sulla loro rilevanza, v. Z. GOSHEN, *The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality*, cit., p. 425.

¹⁰⁴ Oltre a facilitare il controllo sia delle autorità pubbliche sia dei privati, una maggiore trasparenza rafforza, in termini di impegno profuso, la posizione di quanti saranno chiamati ad esprimere un giudizio sulle stesse (e.g. amministratori indipendenti), in quanto la consapevolezza di un successivo/contemporaneo scrutinio pubblico non potrà che incentivare accurati giudizi da parte degli stessi, L. ENRIQUES, *Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges (with a Critique of the European Commission Proposal)*, cit., p. 21.

¹⁰⁵ L. ENRIQUES - G. HERTIG - H. KANDA - M. PARGENDLER, *Related-Party Transaction*, cit., p. 147.

particolari vincoli di natura sostanziale ovvero procedurale circa il compimento di legittime OPC¹⁰⁶.

Chiaramente, gli obblighi di *disclosure* richiedono una ponderata declinazione poiché, da un lato, «transparency only works as a deterrent if disclosure triggers undesirable legal or market sanctions for controller»¹⁰⁷, dall'altro, un'eccessiva richiesta di informazioni potrebbe rivelarsi del tutto inefficiente: esistono infatti operazioni che verrebbero compiute sol che la segretezza (sino al loro compimento) sia assicurata, e, in modo più pregnante, una mole sproporzionata di informazioni da rendere, quindi di documenti, dichiarazioni, comunicazioni alle quali assicurare la corretta tempistica e la precisa accuratezza, rappresentano un costo per la stessa società che potrebbe comportare la rinuncia al compimento dell'operazione, frustrando così la possibilità di beneficiare di operazioni proficue per la società stessa¹⁰⁸. Altresì, preme sottolineare come l'individuazione di un adeguato *quantum* informativo vada a beneficio degli stessi investitori, proprio perché un'eccessiva informazione, a causa della limitata capacità umana di ricevere, memorizzare, recuperare ed elaborare dati, potrebbe determinare (“nessuna” ovvero) un'errata informazione¹⁰⁹.

In generale, per quanto riguarda l'informazione al pubblico, l'introduzione degli *International Financial Reporting Standards* (IFRS) da parte di molti Paesi e la convergenza degli IFRS con altri *standard* di informativa finanziaria hanno portato

¹⁰⁶ *Ibidem*.

¹⁰⁷ L. ENRIQUES - T.H. TRÖGER, *The Law and (Some) Finance of Related Party Transactions*, cit., p. 18.

¹⁰⁸ M. PIZZO, *Related party transactions under a contingency perspective*, cit., p. 319. In argomento v. F. DENOZZA, *Norme efficienti. L'analisi economica delle regole giuridiche*, cit., p. 93.

¹⁰⁹ O.E. WILLIAMSON, *Transaction-Cost Economics: The Governance of Contractual Relations*, cit., p. 234, nt. 5; K.J. HOPT, *Company Law Modernization: Transatlantic Perspectives*, cit., p. 913; in argomento, con riferimento al grado di *disclosure* previsto dalla SHRD II, v. A. ENGERT - T. FLORSTEDT, *Which Related Party Transactions Should Be Subject to Ex Ante Review? Evidence from Germany*, *ECGI Law Working Paper n° 440*, 2019, p. 7 e s.

al raggiungimento di un certo livello di armonizzazione sulla trasparenza *ex post* delle operazioni con parti correlate: tra gli Stati considerati (trentanove) da un'analisi dell'OCSE, tutti hanno adottato lo IAS 24 o gli US GAAP per la divulgazione delle OPC nelle relazioni finanziarie periodiche, ad eccezione di Argentina, Australia e Giappone¹¹⁰.

Una differente declinazione avviene non solo circa l'obbligo di fornire ulteriori report periodici sulle "*ongoing transactions*", ma altresì sul differente contenuto degli stessi¹¹¹.

Non è certamente compito agevole individuare i giusti equilibri di *disclosure* all'interno di ciascun ordinamento, tuttavia - e questo segnala una svolta anche nello sviluppo dei mercati - se in passato la discussione e distinzione tra i diversi ordinamenti si è sovente focalizzata sull'*an*, ad oggi gli Stati si differenziano sul *quomodo*, sebbene l'effettività della stessa si scontri necessariamente con le peculiarità dei singoli ordinamenti¹¹².

Altro cardine fondamentale e caratterizzante, seppur in modo diverso, le singole giurisdizioni è rappresentato dalla procedimentalizzazione dell'*iter* richiesto per il compimento delle OPC, affinché si riesca ad avvicinare l'obiettivo di distinguere le OPC "buone" ("*fair*" e "*value creating*") da quelle "cattive" ("*unfair*" e "*value-destroying*"¹¹³).

Tra i diversi strumenti/presidi elaborati a livello normativo nell'elaborazione "procedimentale", un ruolo chiave deve essere riconosciuto principalmente al coinvolgimento di amministratori indipendenti e disinteressati chiamati ad esprimere un giudizio sul compimento dell'operazione; al c.d.

¹¹⁰ OECD, *Flexibility and Proportionality in Corporate Governance*, 2018, p. 120.

¹¹¹ *Ibidem*. Per una più approfondita analisi comparativa sugli obblighi di trasparenza v. L. ENRIQUES - G. HERTIG - H. KANDA - M. PARGENDLER, *Related-Party Transaction*, cit., pp. 148 e ss.

¹¹² Sul punto, con nota critica circa le novità introdotte dalla Direttiva (UE) 2017/828, v. A. ENGERT - T. FLORSTEDT, *Which Related Party Transactions Should Be Subject to Ex Ante Review? Evidence from Germany*, cit., pp. 6 e ss.

¹¹³ In questi termini L. ENRIQUES - T.H. TRÖGER, *The Law and (Some) Finance of Related Party Transactions*, cit., p. 4 e s.

majority-of-the-minority-vote (anche solo MoM), noto anche come *whitewash*, meccanismo per cui si vincola il compimento dell'operazione alla approvazione da parte della maggioranza degli azionisti disinteressati (normalmente di minoranza); al coinvolgimento di un soggetto terzo (*advisor*), chiamato ad esprimere un giudizio sulla "bontà" dell'operazione.

Tali presidi insistono, generalmente, in una fase *ex ante*, ovvero sia precedente alla conclusione della OPC. Quale ulteriore presidio (*recte*, rimedio) che si pone in un momento successivo alla conclusione della OPC, un ruolo chiave va attribuito al *fairness test*, che consiste nella revisione *ex post*, da parte di un'entità indipendente e imparziale, tipicamente un giudice, affinché vi sia una valutazione oggettiva della correttezza sostanziale delle condizioni della OPC.

Quanto ai meccanismi di natura procedimentale in senso stretto, emerge dal citato report dell'OCSE che il coinvolgimento del consiglio di amministrazione rappresenta un tratto comune a quasi tutti gli ordinamenti. Normalmente, si prevede che la decisione del consiglio avvenga senza il voto degli amministratori interessati nell'operazione, mentre la presenza e l'intervento di amministratori indipendenti, secondo modalità differenti, nel procedimento di approvazione delle OPC diviene una caratteristica comune di un numero crescente di stati¹¹⁴.

¹¹⁴ OECD, *Flexibility and Proportionality in Corporate Governance*, cit., p. 120.

Quanto agli amministratori indipendenti, si parla, con sguardo che supera la disciplina OPC, di vera e propria «global fashion for independent director» (J. ARMOUR - L. ENRIQUES - M. PARGENDLER - W.G. RINGE, *Beyond the Anatomy*, in R. KRAAKMAN - J. ARMOUR (et al.), *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*³, cit., p. 268); cfr. anche J. ARMOUR - L. ENRIQUES - E. HANSMANN - R. KRAAKMAN, *The Basic Governance Structure: The Interests of Shareholders as a Class*, cit., p. 62 e ss., dove si osserva che «truly independent directors are more likely to be seen as a champions of minority shareholders or non-shareholders constituencies. (...) [They] can be seen as a wide-spectrum prophylactic. They are potentially valuable for treating all agency problems (as well as externalities), but not exclusively dedicated to treating any», *ivi*, p. 65. Peraltro, la discussione che orbita attorno alla figura degli amministratori indipendenti è assai ricca e, anche nella nostra dottrina, prevale un diffuso consenso circa la necessità di dotare i consigli di amministrazione di componenti indipendenti, sul punto, *ex plurimis*, R. CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate. Fra corporate governance, responsabilità degli amministratori ed efficiente tutela delle minoranze nelle società quotate*, cit., pp. 70 e ss., (*ivi* anche una dettagliata bibliografia); più recente, V. CARIELLO, *Indipendenza sostanziale e codice di autodisciplina*, in *RDS*,

Al netto della copiosa discussione che riguarda la categoria degli amministratori indipendenti, si è dimostrato che il loro coinvolgimento ridurrebbe la probabilità di operazioni con parti correlate dannose per i soci di minoranza¹¹⁵; infatti, poiché gli stessi non sono «strongly tied by high-powered financial incentives to any of the company's constituencies and consequently are motivated principal by ethical and reputational concerns»¹¹⁶, potranno meglio perseguire l'interesse della società al di fuori di ogni influenza. In questa prospettiva, verosimilmente, sarà più facile che OPC vantaggiose per la società ricevano un giudizio positivo da parte degli stessi e che, viceversa, con altrettanta libertà vengano giudicate negativamente quelle OPC ritenute dannose per la stessa società.

Tuttavia, non mancano criticità rispetto alla figura dell'amministratore indipendente. Anzitutto, si pone un problema inerente al concetto stesso di "indipendenza", a come esso possa essere definito e come possa assicurarsi in capo a dei soggetti la cui nomina, quantomeno nei sistemi a proprietà concentrata, rimane appannaggio dei soci di controllo¹¹⁷. Altresì, quale ulteriore punto di

2020, I, pp. 657 e ss., il quale riconosce come la figura degli amministratori indipendenti sia «uno dei prodotti di esportazione di maggior successo della *corporate governance* statunitense, veicolato e "trapiantato" in numerosissimi ordinamenti», *ivi*, p. 658. Sull'argomento, con specifico riguardo al ruolo degli amministratori indipendenti circa le OPC nel contesto italiano si avrà modo di ritornare nel capitolo che segue.

¹¹⁵ M. KOHLBECK - B. MAYHEW, *Agency Costs, Contracting, and Related Party Transactions*, cit., p. 4. Chiaramente, il coinvolgimento degli amministratori indipendenti varia tra i diversi ordinamenti che lo prevedono: vi sono esempi di coinvolgimento "debole" quali quelli che prevedono a carico degli amministratori il rilascio di un parere non vincolante; ed esempi di coinvolgimento "forte" come nel caso in cui sia richiesta l'approvazione del consiglio richieda anche la maggioranza degli amministratori indipendenti, ovvero, ipotesi ancor più stringente, quando si riconosca agli amministratori indipendenti un vero e proprio potere di veto sull'operazione. Sul punto cfr. L. ENRIQUES, *Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges (with a Critique of the European Commission Proposal)*, cit., p. 19.

¹¹⁶ J. ARMOUR - L. ENRIQUES - E HANSMANN - R. KRAAKMAN, *The Basic Governance Structure: The Interests of Shareholders as a Class*, cit., p. 62.

¹¹⁷ Peraltro, anche nel caso in cui vi sia il coinvolgimento da parte della minoranza (come avviene in Israele, Italia e Spagna) «substantial independence is not guaranteed, as that is mainly a function of individual's assertiveness, ability not to succumb to boardroom biases [c.d. "rischio di cattura"],

debolezza, vi sarebbe un grado inferiore di conoscenza (e/o di competenza) delle dinamiche piuttosto che del *business* della società: di tale *deficit* potrebbero approfittare gli *insiders*, facendo filtrare le informazioni in base alle quali la decisione verrà presa, secondo tempistiche e modalità opportunistiche.

Si è infine messo in rilievo il “rischio di cattura” da parte degli amministratori indipendenti i quali, partecipando alle riunioni del consiglio, potrebbero internalizzare le prospettive del *management*, perdendo così la necessaria obiettività nel valutare le diverse operazioni¹¹⁸.

Brevis verbis, non si può pretendere dagli amministratori indipendenti di essere allo stesso tempo “*good monitors*” e “*good advisors*” sul compimento di OPC; qualora fossero *good monitors*, infatti, difficilmente sarebbero informati a sufficienza per essere *good advisors*; invece, se fossero *good advisors*, con il passare del tempo perderebbero la loro indipendenza, necessaria per essere *good monitors*¹¹⁹.

Anche sulla scorta di tali osservazioni, non è affatto minoritaria quella corrente che vede con favore una maggiore istituzionalizzazione degli

v. *infra*, nota successiva], and reputational and career concerns»: L. ENRIQUES, *Related Party Transactions*, cit., p. 13; v. anche ID., *Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges (with a Critique of the European Commission Proposal)*, cit., p. 18 e s.

In ogni caso, il limite è intrinseco alle possibili definizioni normative della stessa indipendenza, poiché, comunque essa sia individuata, l'agire indipendente di un amministratore dipenderà da una congerie di fattori, quali, ad esempio, l'indole caratteriale ovvero il non coinvolgimento degli *insiders* nel processo di selezione, J. ARMOUR - L. ENRIQUES - E HANSMANN - R. KRAAKMAN, *The Basic Governance Structure: The Interests of Shareholders as a Class*, cit., p. 66. Per un'analisi comparatistica, si veda V. CARIELLO, *Indipendenza sostanziale e codice di autodisciplina*, cit., pp. 651 e ss.

¹¹⁸ Sul punto, con sintetica efficacia v. C. MARCHETTI, *Il conflitto di interessi degli amministratori di società per azioni: i modelli di definizione di un problema in un'analisi economica comparata*, cit., p. 1241; *funditus*, con dovizia bibliografica, v. R. CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate. Fra corporate governance, responsabilità degli amministratori ed efficiente tutela delle minoranze nelle società quotate*, cit., p. 75 e s.

¹¹⁹ A.M. PACCES, *Procedural and Substantive Review of Related Party Transactions. The Case for Noncontrolling Shareholder-Dependent Directors*, in ENRIQUES L. - TRÖGER T. H. (edited by), *The Law and Finance of Related Party Transactions*, cit., p. 209.

amministratori di minoranza. Questi, infatti, poiché separati dal resto degli amministratori e dagli azionisti di comando, potrebbero avere i giusti incentivi e adeguate risorse per raccogliere informazioni, riuscendo ad individuare ed impedire il verificarsi di espropriazioni a danno dei soci non di controllo¹²⁰. Nonostante alcuni studi abbiano confermato l'impatto positivo degli amministratori di minoranza, quantomeno nella elaborazione di rigorose procedure interne di monitoraggio e di approvazione di OPC¹²¹, il riconoscimento di tale figura e del ruolo che agli stessi potrebbe essere affidato in tale ambito resta ancora episodico sul piano internazionale e affidato, generalmente, alla *soft law*¹²².

Quanto al c.d. *majority-of-minority-vote* (o *whitewash*), esso si fonda sul presupposto che «only the votes of the disinterested members of the group are relevant to determine the “group preference”»¹²³. In concreto, il diretto coinvolgimento dei soci (disinteressati) di minoranza, per il tramite di un potere di veto, impedirebbe all'*insider* di perseguire finalità espropriative. Si tratta, anche in questo caso, di un meccanismo che abbisogna di una attenta valutazione e declinazione: benché un maggior coinvolgimento degli azionisti riceva, sovente, positivo riscontro presso il mercato, molteplici sono i rischi che vi sottendono, tra

¹²⁰ *Ibidem*.

¹²¹ M. BIANCHI - A. CIAVARELLA - L. ENRIQUES - R. SIGNORETTI, *Regulation and self-regulation of related party transactions in Italy. An empirical analysis*, in *Quaderni di Finanza CONSOB*, n. 75, 2014, p. 10; la ricerca prende come riferimento un'analisi condotta sulle società quotate italiane a seguito dell'introduzione del Regolamento OPC, avvenuta nel 2010.

¹²² In argomento cfr. A.M. PACCES, *Procedural and Substantive Review of Related Party Transactions. The Case for Noncontrolling Shareholder-Dependent Directors*, cit., pp. 185 e ss., il quale suggerisce l'introduzione del “*non-controlling shareholders-dependent directors*”, seppur con un ruolo limitato al controllo delle OPC.

Con riguardo al dibattito nell'ordinamento domestico cfr. R. CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate. Fra corporate governance, responsabilità degli amministratori ed efficiente tutela delle minoranze nelle società quotate*, cit., pp. 78 e ss.

¹²³ Z. GOSHEN, *The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality*, cit., p. 402.

cui, su tutti, il rischio di *holdout*¹²⁴. In aggiunta, i costi legati al coinvolgimento dei soci (quali la convocazione dell'assemblea), nonché l'incertezza sul loro attivismo informativo (in quanto sarebbe auspicabile che il passaggio assembleare avvenisse alla presenza di una pregressa e completa *disclosure* con relativa cognizione da parte della stessa assemblea), insieme alla (predetta) sincerità del voto, rendono tale meccanismo – almeno per il momento - poco diffuso¹²⁵. A voler superarne le criticità e quelle poc'anzi riportate inerenti al coinvolgimento degli amministratori indipendenti, si è suggerito in dottrina che un utilizzo combinato dei due presidi sarebbe in grado di ovviare, in parte, le inefficienze dell'uno e dell'altro se applicati isolatamente, abbassando, quindi, i rischi «that value-creating transactions will not be entered into»¹²⁶.

¹²⁴ Con riguardo al tema qui affrontato, il termine *holdout* indica una forma di voto strategico in cui un soggetto (nel caso di specie un socio in assemblea) di fronte alla scelta votare immediatamente a favore di un'operazione vantaggiosa, ritenga conveniente opporsi, nel tentativo di estrarre maggiori guadagni personali in cambio del suo consenso. Sul punto v. Z. GOSHEN, *The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality*, cit., p. 402, nt. 23.

Per un'analisi critica della *majority-of-minority-rule*, cfr. E.B. ROCK, *Majority of the Minority Approval in a World of Active Shareholders*, in L. ENRIQUES - T.H. TRÖGER (edited by), *The Law and Finance of Related Party Transactions*, cit., pp. 105 e ss.

¹²⁵ In particolare, si segnala che tra gli Stati che la disciplinano (quali UK, Hong Kong, Singapore e Francia), al fine di ridurre i costi si prevede l'utilizzo della approvazione da parte dei soci di minoranza solo in presenza di operazioni che abbiano un valore superiore al 5% del valore di capitalizzazione della società interessata (con l'unica eccezione della Francia, dove il meccanismo viene applicato a tutte le operazioni salvo quelle definibili come "ordinarie"). Sul punto cfr.: L. ENRIQUES, *Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges (with a Critique of the European Commission Proposal)*, cit., p. 17 e s.; L. ENRIQUES - G. HERTIG - H. KANDA - M. PARGENDLER, *Related-Party Transaction*, cit., p. 156 e s. Sui costi legati a tale meccanismo v. anche A.A. GÖZLÜGÖL, *Blinded by 'Fairness': Why We Need (Strong) Procedural Safeguards in Screening Self-Dealing and Obtaining A Fair Price Is Not the Answer*, 2021, in *SSRN Electronic Journal*, p. 10.

¹²⁶ L. ENRIQUES, *Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges (with a Critique of the European Commission Proposal)*, cit., p. 20 e s.; in termini scettici su entrambi i meccanismi v. F.H. EASTERBROOK - D.R. FISCHER, *L'economia delle società per azioni*, cit., p. 123 secondo i quali «[n]é gli amministratori indipendenti né il voto degli azionisti assicurano necessariamente che un particolare accordo aumenterà la ricchezza degli azionisti. Può darsi che gli amministratori indipendenti dispongano di informazioni troppo limitate per poter prendere decisioni a ragion veduta. O magari, può darsi che l'amicizia unita alla percentuale dovuta sull'accordo ed alla convinzione che il mercato non si accorgerà di nulla "solo per questa volta", li

Come poc'anzi rilevato, anche al fine di sopperire alle mancanze informative proprie degli amministratori indipendenti ovvero dell'assemblea, alcuni ordinamenti richiedono o suggeriscono il coinvolgimento di un esperto, terzo rispetto alle parti, indipendente e non in conflitto di interessi. Tale esperto è chiamato ad esprimere un giudizio in un momento antecedente a quello del voto che il consiglio ovvero l'assemblea saranno chiamati a fornire, oppure a corredo dei documenti informativi che la società è chiamata a raccogliere e a rendere pubblici¹²⁷.

Infine, quale presidio che si realizza *ex post* rispetto al compimento di una OPC e che pertanto non si configura quale presidio procedimentale in senso proprio, bensì quale rimedio, vi è il *fairness test*, che consiste nella previsione di un controllo (anch'esso) esterno sulla correttezza sostanziale dell'operazione già conclusa¹²⁸.

In questo caso la maggioranza è libera di concludere l'operazione alle condizioni che ritiene opportune, evitando il rischio che il voto dei soci di minoranza possa essere esercitato in modo opportunistico, ad esempio rifiutando un'operazione che pure risulterebbe vantaggiosa per la società nel suo complesso al sol fine di estorcere un vantaggio superiore (*holdouts*)¹²⁹. Epperò, adottando il *fairness test* la transazione potrà essere sottoposta ad una revisione *ex post* da

spinga a guardare da un'altra parte. Analogamente, problemi di azione collettiva possono far sì che gli azionisti razionali votino a favore di un particolare accordo anche se riduce la ricchezza».

¹²⁷ L. ENRIQUES, *Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges (with a Critique of the European Commission Proposal)*, cit., p. 22 e s.

¹²⁸ Beninteso, nei sistemi che adottano presidi procedurali, un controllo, *ex post*, resta pur sempre azionabile sulla base dei generali rimedi previsti da ciascun ordinamento; sul punto con respiro comparatistico v. P.H. CONAC - L. ENRIQUES - M. GELTER, *Constraining Dominant Shareholders' Self-Dealing: The Legal Framework in France, Germany, and Italy*, cit. pp. 491 e ss.; L. ENRIQUES - P. VOLPIN, *Corporate Governance Reforms in Continental Europe*, cit., pp. 125 e ss.

¹²⁹ R. CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate. Fra corporate governance, responsabilità degli amministratori ed efficiente tutela delle minoranze nelle società quotate*, cit., p. 228; *contra*: GÖZLÜGÖL A.A., *Blinded by 'Fairness': Why We Need (Strong) Procedural Safeguards in Screening Self-Dealing and Obtaining A Fair Price Is Not the Answer*, cit., p. 10.

parte di un'autorità competente ed imparziale, di regola un giudice, affinché si proceda ad una valutazione sulla, appunto, *fairness* sostanziale della stessa.

In questa prospettiva, e quale iconico esempio di applicazione di tale modello, si pone l'esperienza del Delaware¹³⁰, ove, in presenza di OPC da parte di azionisti di controllo ovvero di *managers*, le Corti ricorrono al c.d. "*entire fairness test*". Nella specie si tratta di una valutazione che la Corte adita è chiamata a svolgere con riguardo, principalmente, a due aspetti: il *fair dealing* e il *fair price*¹³¹. La prima ha ad oggetto il *quomodo* con cui la trattativa è stata avviata, strutturata, negoziata ed approvata: i giudici sono chiamati a verificare che le dinamiche della contrattazione siano riconducibili a quelle che normalmente si verificano a livello di mercato; quanto al secondo aspetto, il giudice è tenuto a verificare che le condizioni economico/finanziarie della OPC siano comparabili con quelle che si sarebbero avute al seguito di una trattativa con una parte non correlata.

¹³⁰ Come noto, le fortune del piccolo Stato americano sono legate al mondo delle dinamiche societarie (più della metà delle *public companies* americane sono *ivi* costituite) che rendono le Corti del Delaware tra le più specializzate in materia.

¹³¹ In estrema sintesi, le corti del Delaware hanno elaborato il seguente procedimento: in caso di conflitto di interessi diretto, quale quello che si prospetta in caso di operazioni tra la società e il socio di controllo, la Corte è chiamata a valutare l'operazione con riguardo al rispetto dei canoni di *fair dealing* e *fair price*, con onere della prova a carico del socio in conflitto di interessi. Quando poi l'operazione è stata approvata da un consiglio di amministrazione ovvero da un comitato composto da membri effettivamente privi di interessi nell'operazione (quali gli amministratori indipendenti), ovvero è stata approvata con la tecnica del *whitewash*, l'onere della prova grava sul soggetto che ha agito in giudizio. Inoltre, quando i due precedenti presidi si cumulano (voto da parte degli amministratori indipendenti e *whitewash*), non solo l'onere della prova grava sull'attore che contesta l'operazione, ma la valutazione del giudice troverà un limite nell'applicazione della *business judgment rule*. Sul punto, *ex multis*: Z. GOSHEN, *The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality*, cit., pp. 426 e ss.; C. MARCHETTI, *Il conflitto di interessi degli amministratori di società per azioni: i modelli di definizione di un problema in un'analisi economica comparata*, cit., pp. 1244 e ss.; E.B. ROCK, *Majority of the Minority Approval in a World of Active Shareholders*, cit., pp. 108 e ss.; R. CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate. Fra corporate governance, responsabilità degli amministratori ed efficiente tutela delle minoranze nelle società quotate*, cit., pp. 243 e ss.; D. SEMEGHINI, *Valutazioni preventive e retrospettive sulle operazioni con parti correlate: spunti dalla comparazione con la giurisprudenza del Delaware*, in *Oss. dir. civ. comm.*, 2016, pp. 139 e ss.

Chiaramente, anche tale meccanismo presenta degli inconvenienti. Al netto della decennale esperienza delle Corti del Delaware, deve riconoscersi che la valutazione da parte di un soggetto terzo «is not an exact science»: come osserva limpidamente Goshen, l'elevata specializzazione da parte di colui che è chiamato ad esprimere un giudizio sui predetti aspetti, così come il coinvolgimento di professionisti chiamati ad offrire una valutazione "oggettiva", non possono che riflettere «the subjective viewpoint of the appraiser, including assumptions about whether certain future events will occur and their likely effect. Moreover, these assessments are subject to tendentiousness; specifically, a rendered opinion is liable to be slanted to meet the demands of the party who has commissioned it. This slant often favors the party interested in seeing the transaction performed. In addition, the court is compelled to decide between the inevitability differing opinions that are tendered by the opposing parties in order to fix the "correct" value of the transaction»¹³².

Più in generale, tralasciando le difficoltà inerenti alla valutazione della OPC e il relativo rischio di errori, tale meccanismo si scontra con il pensiero di quanti ritengono che l'attività dell'autorità giudiziaria debba astenersi il più possibile da giudizi di merito sulle decisioni assunte da parte del *management*; e ciò non solo in ragione del rischio di una non adeguata preparazione da parte dei giudici circa la valutazione di decisioni inerenti al *business* della società¹³³, ma altresì perché

¹³² Z. GOSHEN, *The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality*, cit., p. 403 e s. Sul punto, osservando che la valutazione oggettiva di beni o servizi da parte di un professionista, soprattutto in assenza di *benchmark*, non possa impedire una *value-diversion*, cfr. A.A. GÖZLÜGÖL, *Blinded by 'Fairness': Why We Need (Strong) Procedural Safeguards in Screening Self-Dealing and Obtaining A Fair Price Is Not the Answer*, cit., pp. 28 e ss.

¹³³ Con riguardo alle competenze richieste in capo agli organi giudiziari si è osservato che nessuna Corte sarebbe in grado neutralizzare la superiorità "informativa" del socio di controllo ovvero del *manager* che deriva proprio da conoscenze ed informazioni *nonobservable* e *nonverifiable*, così A.R. LICHT, *Be Careful What You Wish For. How Progress Engendered Regression in related Party Transaction Regulation in Israel*, in L. ENRIQUES - T. H. TRÖGER (edited by), *The Law and Finance of Related Party Transactions*, cit., p. 461; critico sul punto, con riguardo alle difficoltà valutative

una loro valutazione, accompagnata da un rigido *enforcement* della stessa, spingerebbe gli amministratori verso condotte eccessivamente caute, volte a preferire progetti meno rischiosi ma con uno scarso ritorno in termini di utili rispetto a quelli più rischiosi e maggiormente remunerativi, frustrando così le aspettative di massimizzazione da parte dei soci¹³⁴. In aggiunta, e in conclusione, l'intervento dell'autorità giudiziaria rischierebbe di interferire con quella sfera decisionale che avviluppa la visione idiosincratca propria di ciascuna società che svolge attività d'impresa, visione che ha come suoi migliori (ed esclusivi) interpreti il socio di controllo ovvero il *manager* scelto dai soci proprio in ragione delle sue capacità imprenditoriali e che si concretizza nel saper prendere decisioni talvolta anche controcorrente, perché ispirate semplicemente dal proprio personalissimo intuito¹³⁵.

Quelli passati sinteticamente in rassegna rappresentano gli strumenti generalmente più diffusi, sebbene declinati con modalità differenti, volti a contrastare il compimento di OPC ritenute espropriative e, quindi, a danno dei soci di minoranza.

La dottrina, nello sforzo analitico verso la ricerca del modello di tutela più efficiente, individua alcune categorie con cui poter distinguere i presidi normativi ed approfondirne così le caratteristiche e le relative potenzialità di tutela.

In particolare, si è soliti distinguere, come già sottolineato poc'anzi, tra presidi *ex ante* o *ex post*, ovvero, sulla scia di una delle opere più citate nella

inerenti al valore delle azioni a seguito di fusione che si pongono per le Corti del Delaware, J. DAMMANN, *Corporate Ostracism: Freezing Out Controlling Shareholders*, cit., p. 33 e s.

¹³⁴ J. ARMOUR - L. ENRIQUES - E HANSMANN - R. KRAAKMAN, *The Basic Governance Structure: The Interests of Shareholders as a Class*, cit., p. 70.

¹³⁵ Ci si riferisce alla suesposta tesi della visione idiosincratca dell'imprenditore che spingerebbe singoli soggetti ad acquisire il controllo di una società (ovvero a farsi nominare *managers*) al fine di veder realizzato il proprio progetto o la propria idea di *business*; illuminante appare l'esempio che Goshen e Hamdani riportano con riguardo a Ford: Z. GOSHEN - A. HAMDANI, *Corporate Control and Idiosyncratic Vision*, cit., pp. 566 e ss.; tuttavia, stessi ragionamenti possono essere svolti con riguardo a personaggi quali Steve Jobs ovvero, per restare "in casa", di Leonardo Delvecchio.

letteratura non solo giuscommerciale¹³⁶, sulla base dei paradigmi di tutela propri delle “*property rules*” ovvero delle “*liability rules*”¹³⁷.

Al netto di talune soluzioni eccentriche¹³⁸, la dottrina si dimostra equamente divisa tra quanti ritengono preferibile un modello di tutela *ex ante*¹³⁹, rispetto a quanti considerano il controllo *ex post* come effettivo *safe harbour* per gli azionisti di minoranza¹⁴⁰. Altresì, non mancano nell’esperienza normativa casi di combinazione di differenti meccanismi¹⁴¹, soluzione recentemente ritenuta

¹³⁶ Il riferimento è al noto contributo di G. CALABRESI - A.D. MELAMED, *Property Rules, Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral*, in *Harvard Law Review*, vol. 85(6), 1972, pp. 1089 e ss., nel quale gli Autori, nel suddividere le regole attraverso le quali il legislatore ovvero il giudice apprestano tutela ai diritti di due soggetti o gruppi di soggetti con interessi in conflitto, distinguono tra *property rule* e *liability rule* (*ivi*, pp. 1092 e ss.)

¹³⁷ La trasposizione della felice classificazione sul piano delle OPC è di Z. GOSHEN, *The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality*, cit.: l’A., calando nelle operazioni in conflitto di interessi la distinzione originariamente elaborata da Calabresi e Melamed, classifica come *property rule* la *majority-of-the-minority rule*, quando il voto (*recte*, veto) degli azionisti di minoranza sia effettivamente tale da impedire il compimento dell’operazione; diversamente, quale forma di tutela di *liability rule*, vi sarebbe il *fairness test*, nella misura in cui tale meccanismo consenta il compimento dell’operazione, senza consenso dei soci di minoranza, ferma restando la necessità di indennizzare gli stessi soci nel caso in cui la *fairness* del corrispettivo sia contestata con successo in giudizio (*ivi*, p. 398).

¹³⁸ Sul punto v. l’autorevole contributo dal titolo eloquente di J. DAMMANN, *Corporate Ostracism: Freezing Out Controlling Shareholders*, cit., pp. 1 e ss.

¹³⁹ *Ex multis v.*: A.N. LICHT, *Be Careful What You Wish For. How Progress Engendered Regression in related Party Transaction Regulation in Israel*, cit., p. 460; nello stesso senso anche le raccomandazioni espresse da OECD, *Related Party Transactions and Minority Shareholder Rights*, 2012, *passim*.

¹⁴⁰ *Ex multis v.*: Z. GOSHEN - A. HAMDANI, *Corporate Control and Idiosyncratic Vision*, cit., p. 610, i quali precisano come la preferenza per tale presidio sia desiderabile nei sistemi che si caratterizzano per una elevata specializzazione delle proprie corti, quale quella delle Corti del Delaware.

¹⁴¹ L. ENRIQUES, *Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges (with a Critique of the European Commission Proposal)*, cit., p. 24 e s.; sul punto v. anche GUTIÉRREZ M. - SÁEZ M.I., *A Contractual Approach to Disciplining Self-dealing by Controlling Shareholders*, cit., pp. 173 e ss., che suggeriscono un modello alternativo di *default* di *opt-in*, lasciando le società emittenti libere di scegliere il meccanismo più efficiente per le stesse.

preferibile perché idonea a colmare le lacune e a superare i cortocircuiti dei singoli presidi¹⁴².

Epperò, tra le diverse soluzioni prospettate, è diffusa la precisa consapevolezza da parte degli studiosi della materia, per cui «there is no single efficient solution suitable for every country»¹⁴³. Abbandonate ben presto, anche se non definitivamente, le aspirazioni di un unico modello societario “esatto” e, quindi, la necessità di indirizzare normativamente la società per azioni verso tale direzione¹⁴⁴, non resta che cogliere e comprendere il *proprium* di ciascun ordinamento al fine di individuare, riconoscendo e valorizzando le peculiarità di ciascuno, quel modello normativo in grado di impedire (ovvero, più realisticamente, limitare) il compimento di OPC “cattive”, perché espropriative, viceversa permettendo il compimento di quelle “buone”, secondo modalità che si lascino apprezzare per efficacia ed efficienza dal punto di vista dei costi¹⁴⁵.

La comprensione delle variabili presenti all’interno di ciascun ordinamento, *i.e.* delle sue istituzioni culturali e sociali, gioca un ruolo determinante nella declinazione dei meccanismi di tutela poc’anzi riportati. In quest’ottica, l’armonizzazione, soprattutto a livello europeo, svolge il suo ruolo, tanto garantendo livelli omogenei di tutela nella valorizzazione delle molteplici affinità, quanto riuscendo, altresì, ad esaltare le peculiarità dei singoli Stati, così realizzando una disciplina efficace ed efficiente proprio perché suscettibile di conformarsi «to the local conditions of a given jurisdiction»¹⁴⁶.

¹⁴² A.A. GÖZLÜGÖL, *Blinded by ‘Fairness’: Why We Need (Strong) Procedural Safeguards in Screening Self-Dealing and Obtaining A Fair Price Is Not the Answer*, cit., p. 34.

¹⁴³ Z. GOSHEN, *The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality*, cit., pp. 399 e 425.

¹⁴⁴ *Ut supra* nota 30.

¹⁴⁵ A.A. GÖZLÜGÖL, *Blinded by ‘Fairness’: Why We Need (Strong) Procedural Safeguards in Screening Self-Dealing and Obtaining A Fair Price Is Not the Answer*, cit., p. 9.

¹⁴⁶ Z. GOSHEN, *The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality*, cit., p. 399 e 425.

Non solo. Come osservato in apertura del presente paragrafo, aspetto determinante diviene l'individuazione dei giusti equilibri di potere all'interno di ogni società, secondo quella autorevole considerazione per cui il giusto bilanciamento interno a ciascuna di esse sia necessariamente *firm specific*.

In ragione di ciò, non deve stupire che la disciplina delle OPC, pur in presenza di evidenti tratti comuni nei diversi Stati, si presenti sovente proteiforme nelle rispettive previsioni, rispecchiando, così, anche la natura dello stesso fenomeno; e proteiforme si presenta, come si avrà modo di osservare in relazione all'ordinamento domestico, altresì nella declinazione delle regole interne da parte delle singole società emittenti, le quali sono chiamate ad adottare le procedure di regolazione del fenomeno.

Operata questa sintetica rassegna sugli aspetti fattuali del fenomeno OPC e sulle principali strategie per regolare lo stesso, è possibile approfondire le dinamiche proprie del nostro ordinamento.

L'attenzione verrà quindi rivolta ad un'analisi delle principali scelte normative nel contesto italiano contenute nel Regolamento Operazioni con parti correlate, emesso dalla Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010.

Il recepimento della Direttiva (UE) 2017/828 del 17 maggio 2017 (c.d. SHRD II), avvenuto per il tramite del d.lgs. 49 del 2019, ha costituito, quindi, l'occasione non solo per adeguare la disciplina (già ampiamente coerente) al lume delle prescrizioni di fonte gerarchica superiore, bensì, come si vedrà, per intervenire su taluni aspetti che hanno presentato, negli anni passati, alcuni profili di criticità. Si potrà così meglio comprendere e valutare il nuovo quadro normativo regolamentare, così come aggiornato con le modifiche apportate dalla Delibera n. 22144 del 22 dicembre 2021.

Infine, una prima rilevazione delle modifiche apportate alle procedure delle società emittenti consentirà di valutare l'impatto di tali aggiornamenti sulle prassi applicative, rappresentando, queste ultime, utile materiale per il necessario aggiornamento della Comunicazione Consob 24 settembre 2010, n. 10078683 (in

seguito anche solo Comunicazione OPC), contenente indicazioni e orientamenti per l'applicazione del Regolamento.

CAPITOLO II

Il regolamento OPC a dieci anni dalla sua introduzione: disciplina e prassi applicative

SOMMARIO: 1. La “svolta” normativa da parte del legislatore italiano e il regolamento OPC. – 2. Le scelte operate nel Regolamento OPC. – 3. La trasparenza per le operazioni con parti correlate. – 3.1 (*segue*). L’informazione extra-societaria. – 3.2 (*segue*). L’informazione endosocietaria. – 4. Gli amministratori indipendenti: una fattispecie in cerca di... funzioni. – 4.1 (*segue*). L’indipendenza. – 4.2 (*segue*). Il parere degli amministratori indipendenti. – 4.3 (*segue*). L’*enforcement* ed il regime sanzionatorio del Regolamento: una disciplina (non più) incompiuta.

1. La “svolta” normativa da parte del legislatore italiano e il regolamento OPC

Le considerazioni svolte nel precedente capitolo rivelano il carattere, per così dire, poliedrico del fenomeno OPC, e, conseguentemente, lo sforzo normativo che ogni legislatore è chiamato a svolgere con un’analisi complessa non solo delle fattispecie abusive da presidiare, ma altresì delle differenti variabili istituzionali che caratterizzano ogni ordinamento.

Un notevole sforzo in tal senso non può non essere riconosciuto al regolatore italiano; infatti, a voler fotografare il quadro normativo domestico al volgere del Millennio passato, è opinione comune che le tutele apprestate al mercato rendessero l’Italia fanalino di coda dei c.d. Paesi sviluppati, con un livello

fortemente inadeguato circa la protezione apprestata agli azionisti, in particolare di minoranza¹⁴⁷, onde il rischio, in assenza di adeguati presidi, di condotte espropriative di benefici privati da parte dell'azionista di controllo per il tramite di OPC¹⁴⁸.

Se si poteva generalmente concordare sulla "arretratezza" di quell'impianto normativo, oggi, si può, viceversa, concordare sul fatto che, non senza ritardo, si sia innescato un virtuoso percorso di normazione, collocato idealmente tra gli anni Novanta del secolo passato e la prima decade del Ventunesimo secolo, che ha portato il nostro Paese ad un livello di protezione non meno "amichevole" per gli investitori rispetto alla maggior parte degli altri ordinamenti¹⁴⁹.

Tra i momenti decisivi di questo percorso può ricordarsi la c.d. Legge Draghi che, introducendo nel nostro ordinamento il testo unico sull'intermediazione finanziaria (d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, TUF), non intendeva solo «rivitalizzare

¹⁴⁷ Il riferimento è alla "serie" dei già citati contributi di: R. LA PORTA - F. LOPEZ DE SILANES - A. SHLEIFER - R.W. VISHNY, *Legal Determinants of External Finance*, cit.; R. LA PORTA - F. LOPEZ DE SILANES - A. SHLEIFER - R.W. VISHNY, *Law and Finance*, cit.; S. DJANKOV - R. LA PORTA - F. LOPEZ DE SILANES - A. SHLEIFER, *The Law and Economics of Self-Dealing*, cit., dai quali, sovente, emerge un debole sistema di *governance* proprio dell'ordinamento italiano per il livello, per così dire, scarso di tutela degli investitori. Il rilievo è presente anche in Z. GOSHEN, *The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality*, cit., pp. 435 e ss.

¹⁴⁸ Tale prolungata "negligenza" normativa (L. ENRIQUES, *Modernizing Italy's Corporate Governance Institutions: Mission Accomplished?*, cit., p. 4), ha comportato che «[i]n Italy, RPTs have long been a favorite way to extract private benefits»: M. BELCREDI - L. ENRIQUES, *Institutional Investor Activism in a Context of Concentrated Ownership and High Private Benefits of Control: the Case of Italy*, *ECGI Law Working Paper N° 225*, 2014, p. 27.

¹⁴⁹ Non è possibile indagare compiutamente in questa sede le ragioni storico sociali che portarono al compimento di tale processo riformatore; certamente la necessità di rendere maggiormente competitivo e, quindi, attrattivo il mercato dei capitali, insieme ad una sempre maggiore interazione tra i mercati e il forte impulso europeo nella direzione di una decisiva armonizzazione degli ordinamenti hanno svolto un ruolo preminente nella realizzazione di livelli di tutela dei mercati maggiormente adeguati; sul punto, ripercorrendo altresì le diverse tappe di riforma, cfr. L. ENRIQUES, *Modernizing Italy's Corporate Governance Institutions: Mission Accomplished?*, cit., pp. 3 e ss.; L. ENRIQUES - P. VOLPIN, *Corporate Governance Reforms in Continental Europe*, cit., pp. 128 e ss.

un mercato finanziario italiano, sino ad allora assai asfittico»¹⁵⁰, rendendo più efficiente la gestione delle società quotate (in un’ottica di maggiore competitività sul piano internazionale del mercato mobiliare italiano) e rafforzando inoltre la tutela del risparmio e degli azionisti di minoranza, ma si poneva, altresì, quale «trampolino di lancio per ulteriori innovazioni», tra cui, segnatamente, la riforma del diritto societario del 2003¹⁵¹.

Quest’ultima, riconosciuta come «[l]a prima riforma organica del diritto delle società di capitali dal 1942»¹⁵² mirava a semplificare la disciplina delle società di capitali, ampliando lo spazio riconosciuto all’autonomia privata al fine di favorire la nascita, la crescita e la competitività delle imprese italiane, anche attraverso un più agevole accesso ai mercati nazionali ed internazionali dei capitali¹⁵³.

¹⁵⁰ R. RORDORF, *TUF e sistema legislativo*, in F. ANNUNZIATA (a cura di), *Il testo unico della finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, Milano, 2015, p. 294.

¹⁵¹ *Ivi*, p. 296; M. CERA - G. PRESTI, *Il testo unico finanziario: ieri, oggi, domani*, in M. CERA - G. PRESTI (diretto da), *Il testo unico finanziario. Prodotti e intermediari*, Bologna, 2020, vol. I, p. 4. Era circostanza pacifica, infatti, che l’introduzione del TUF avrebbe determinato la necessità di mettere mano organicamente alla disciplina del diritto societario (avente, allora, più di mezzo secolo), al fine di sopperire, tra le altre cose, all’evidente “scalino normativo” tra la nuova disciplina delle società quotate e quella delle non quotate (ove, e.g., le previsioni a tutela delle minoranze erano decisamente superate da quelle del TUF) che avrebbe potuto determinare un disincentivo alla quotazione; in argomento anche G. PRESTI, *Riforma della s.p.a. e scalini normativi*, in *Società*, 2003, pp. 323 e ss.; G. PRESTI, *Vent’anni vissuti pericolosamente. TUF e codice civile: una convivenza difficile*, in *An. giur. econ.*, 2019, p. 473 e s.; G.D. MOSCO, *Le società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante fra definizione, norme imperative e autonomia privata. Uno scalino sbeccato, da riparare in fretta*, in *Riv. soc.*, 2004, pp. 863 e ss.; *Contra*, individuando in diversificati “gruppi di interesse” i reali promotori della riforma, v. il suggestivo contributo di L. ENRIQUES, *Scelte pubbliche e interessi particolari nella riforma delle società di capitali*, in *Merc. conc. regole*, 2005, pp. 146 e ss.

¹⁵² G. ROSSI - A. STABILINI, *Virtù del mercato e scetticismo delle regole: appunti a margine della riforma del diritto societario*, cit., p. 1.

¹⁵³ In argomento, *ex plurimis*: G. ROSSI - A. STABILINI, *Virtù del mercato e scetticismo delle regole: appunti a margine della riforma del diritto societario*, cit., pp. 1 e ss.; P. FERRO-LUZZI, *Riflessioni sulla riforma: la società per azioni come organizzazione del finanziamento di impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, pp. 673 e ss.; F. D’ALESSANDRO, «La provincia del diritto societario inderogabile (ri)determinata». Ovvero: esiste ancora il diritto societario?, in *Riv. soc.*, 2003, pp. 34 e ss.; P. SPADA, *C’era una volta la società ...*, in *Riv. not.*, 2004, I, pp. 2 e ss.; C. ANGELICI, *Introduzione alla*

Per quanto qui di interesse, giova segnalare come, al netto della modifica dell'art. 2391 del cod. civ. con cui si prevedeva l'obbligo di *disclosure* da parte dell'amministratore di qualsiasi interesse di cui fosse portatore (non più, *recte*, non solo, «in conflitto») in una determinata operazione¹⁵⁴, il codice civile nulla prevedeva in materia di operazioni con parti correlate.

Avvenne però che, nelle more dell'emanazione della novella, e dei suoi decreti correttivi, il verificarsi di noti scandali finanziari "convinsero" il legislatore ad intervenire in modo più decisivo in materia di operazioni in conflitto di interesse introducendo, con un decreto correttivo (d.lgs. 310/2004), l'art. 2391-*bis*, cod. civ., rubricato Operazioni con parti correlate¹⁵⁵ e successivamente definito come il «figlio tardivo» della riforma Vietti¹⁵⁶.

riforma della società di capitali, in P. ABBADESSA - G.B. PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, Milano, 2006, I, pp. 11 e ss.; G. FERRARINI - P. GIUDICI - M. STELLA RICHTER, *Company Law Reform in Italy: Real Progress?*, in *Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht*, 2005, p. 661 e s.

¹⁵⁴ La nuova formulazione, anche per la rilevanza del tema, ha stimolato una fiorente e significativa bibliografia sull'art. 2391, cod. civ.; senza pretesa alcuna di esaustività, si rinvia, *ex plurimis*, a: G. MINERVINI, *Gli interessi degli amministratori di s.p.a.*, in P. ABBADESSA - G.B. PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum Gian Franco Campobasso, Milano, 2006, II, pp. 581 e ss.; V. MELI, *La disciplina degli interessi di amministratori di s.p.a. tra nuovo sistema e vecchi problemi*, in *An. giur. econ.*, 2003, pp. 155 ss.; F. BONELLI, *Gli amministratori di S.p.A. a dieci anni dalla riforma del 2003*, Torino, 2013, pp. 120 e ss.; M. VENTORUZZO, *Commento sub art. 2391*, in F. GHEZZI (a cura), *Amministratori*. Artt. 2380 – 2396 c.c., in P. MARCHETTI - L.A. BIANCHI - F. GHEZZI - M. NOTARI (a cura di), *Commentario alla riforma delle società*, 2005, Milano, pp. 423 e ss.; L. ENRIQUES - A. POMELLI, *Commento sub art. 2391*, in A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Commentario breve al diritto delle società*, 2005, Milano, pp. 520 e ss.

¹⁵⁵ Sul punto, cfr. Enriques, secondo il quale se la riforma Draghi non poté intervenire sul punto, la successiva riforma Vietti non aveva fornito alcun significativo rimedio a fronte di operazioni in conflitto di interessi, al netto di qualche fatua previsione, destinata a restare solo *law on the books*: L. ENRIQUES, *Modernizing Italy's Corporate Governance Institutions: Mission Accomplished?*, cit., p. 34 e s. e nt. 101; sul ruolo che gli scandali finanziari svolsero in termini di spinta all'emanazione dei decreti correttivi v. anche M. CERA - G. PRESTI, *Il testo unico finanziario: ieri, oggi, domani*, cit., p. 10; E. PUCCI, *Il parere degli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate: profili funzionali*, in *Riv. soc.*, 2014, p. 339 e s.; ID., *Operazioni con parti correlate*, in *Digesto delle discipline Privatistiche. Sezione Commerciale.*, Aggiornamento *****, 2015, p. 405.

¹⁵⁶ P. FERRO LUZZI, *Le operazioni con parti correlate*, in V. CARIELLO (a cura di), *Le operazioni con parti correlate. Atti del Convegno. Università Cattolica del Sacro Cuore, Piacenza 19 novembre 2010*, Milano, 2011, p. 3.

Nondimeno, per quanto si ritenesse il quadro normativo italiano non all'altezza, non può condividersi quella (pure autorevole) opinione che ha considerato l'ordinamento italiano antecedente alla riforma Vietti come esempio lampante di un regime di non intervento in materia di operazioni in conflitto di interessi¹⁵⁷.

Sul punto si può sommessamente rilevare come, in generale, obiettivo strutturale del codice civile sia sempre stata la prevenzione e la limitazione di condotte opportunistiche da parte del socio o dell'amministratore di società per azioni¹⁵⁸. Peraltro, una disciplina preesistente volta a contrastare condotte opportunistiche per il tramite di OPC era prevista da alcune fonti primarie, secondarie e di *soft law*.

Sul piano delle fonti primarie, diverse norme potevano segnalarsi in quanto dirette a contrastare talune ipotesi di OPC, ovvero, di conflitti di interesse, tra cui, esemplificando: il già citato art. 2391 cod. civ., in materia di interessi degli amministratori¹⁵⁹; la previsione di cui all'art. 2373 cod. civ., in materia di conflitto di interessi del socio; gli articoli 2497 e ss., cod. civ., in materia di gruppi societari; le norme inerenti alla remunerazione degli amministratori (artt. 2389 cod. civ. e 114-*bis* TUF); l'art. 2343-*bis*, cod. civ., riguardante gli acquisti pericolosi a favore dei soci o degli amministratori; l'art. 2358, cod. civ., che vieta il compimento di talune operazioni quali prestiti o rilascio di garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione di proprie azioni¹⁶⁰.

¹⁵⁷ Z. GOSHEN, *The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality*, cit., p. 437; L. ZINGALES, *No ai conflitti in società*, in *L'Espresso*, 20 agosto 2009, p. 13.

¹⁵⁸ In questi termini, E. PUCCI, *Operazioni con parti correlate*, cit., p. 400.

¹⁵⁹ Sul punto, tra gli "ultimi" contributi offerti prima della riforma del 2003, per l'ampiezza espositiva e bibliografica, cfr.: L. ENRIQUES, *Il conflitto d'interessi degli amministratori di società per azioni*, Milano, 2000, *passim*. In argomento v. anche C. MARCHETTI, *Il conflitto di interessi degli amministratori di società per azioni: i modelli di definizione di un problema in un'analisi economica comparata*, cit., pp. 1129 e ss.

¹⁶⁰ Non è, infatti, un caso che l'art. 2 del Regolamento OPC precisi che: «[r]esta fermo quanto previsto dagli articoli 2343-*bis*, 2358, 2373, 2391, dagli articoli da 2497 a 2497-*septies* del codice civile (...)». Il necessario coordinamento con le predette disposizioni rappresenta uno degli aspetti

In aggiunta a tali previsioni, e in assenza di una norma che espressamente tutelasse la minoranza a fronte di condotte espropriative della maggioranza, la dottrina aveva ricostruito, in via interpretativa, strumenti volti a reprimere forme di prevaricazione da parte della maggioranza a danno dell'interesse sociale o dei soci di minoranza, attraverso un vero e proprio divieto di abuso della regola di maggioranza¹⁶¹. Epperò, si trattava di presidi la cui effettiva operatività risultava assai limitata per diverse ragioni, tra cui, principalmente, la struttura proprietaria concentrata tipica delle società italiane¹⁶², la difficoltà dell'esercizio dei diritti della minoranza (resi maggiormente effettivi per le società quotate a partire dalla legge Draghi del 1998, dipoi, per le società chiuse, con la riforma del 2003) e dei noti limiti di *enforcement* propri del nostro ordinamento, legati ad un sistema giudiziario non sufficientemente adeguato¹⁶³.

che ha interrogato la dottrina; in argomento v. P. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate: questioni sistematiche e problemi applicativi*, in *Riv. dir. comm.*, 2015, I, pp. 66 e ss.; M. HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*, Milano, 2019, *passim*; G. GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi. Trasparenza, ponderazione e imparzialità nell'amministrazione delle s.p.a.*, cit., *passim*. Con riguardo al rapporto tra la disciplina OPC e l'art. 2391, *infra* cap. III, § 2.2.

¹⁶¹ Si veda per tutti D. PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nelle società per azioni*, in G.E. COLOMBO - G.B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, Torino, 1993, 3**, 1 e ss. e spec. (con un'ampia casistica sul punto) pp. 148 e ss. In argomento, sinteticamente, anche E. PUCCI, *Operazioni con parti correlate*, cit., p. 400.

¹⁶² *Ivi*, p. 401

¹⁶³ G. FERRARINI - P. GIUDICI, *Financial Scandals and the Role of Private Enforcement: The Parmalat Case*, cit., p. 47, i quali osservano come l'elevata estrazione di benefici privati del controllo in Italia fosse determinata non tanto da un *weak legal system*, quanto piuttosto da un *weak legal enforcement*. In argomento v. anche P. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate*, in *Giur. comm.*, 2011, I, p. 322 e s.; M. MIOLA, *Le operazioni con parti correlate*, cit., pp. 632 e ss.; R. CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate. Fra corporate governance, responsabilità degli amministratori ed efficiente tutela delle minoranze nelle società quotate*, cit., pp. 119 e ss.; L. ENRIQUES, *Modernizing Italy's Corporate Governance Institutions: Mission Accomplished?*, cit., p. 4. Per una analisi casistica condotta su 106 decisioni del Tribunale di Milano fra il 1986 e il 2000, che rileva una certa tendenza deferenziale verso le decisioni gestorie, una scarsa specializzazione dei giudici, spesso connotata da ragionamenti astratti e teorici, perché preoccupati degli effetti delle loro decisioni, v. L. ENRIQUES, *Do Corporate Law Judges Matter? Some Evidence from Milan*, in *European Business Organization Law Review*, vol. 3(4), 2002, pp. 765 e ss.

Sul piano regolamentare, nella convinzione che fosse opportuno intervenire in maniera maggiormente incisiva¹⁶⁴, fu la Consob a prendere alcune iniziative che si concretizzarono in diverse comunicazioni (31-3-1993 n. 93002422 e 20-02-1997 n. 97001574) volte, essenzialmente, a rafforzare l'impianto informativo inerente alle OPC¹⁶⁵.

Al fine di facilitare l'assolvimento degli obblighi informativi da parte degli emittenti e in attuazione della delega contenuta nell'art. 114 del TUF¹⁶⁶, l'Autorità introduceva poi l'art. 71-*bis* del Regolamento emittenti, con il quale si prevedeva l'obbligo per le società quotate di pubblicare un apposito documento informativo per le operazioni con parti correlate di una certa rilevanza, ossia per le operazioni che "(...) per oggetto, corrispettivo, modalità o tempi di realizzazione possono avere effetti sulla salvaguardia del patrimonio aziendale o sulla completezza e correttezza delle informazioni, anche contabili, relative all'emittente"¹⁶⁷.

Tuttavia, anche in questo caso non mancavano criticità, efficacemente rilevate dalla stessa Consob, derivanti sia dall'incertezza del dato definitorio¹⁶⁸, sia dalle tempistiche di comunicazione al mercato, che rendevano il flusso informativo sovente frammentato¹⁶⁹.

¹⁶⁴ Ciò anche alla luce delle norme già dettate in materia di informazioni contabili da rendere in sede di bilancio; sul punto, diffusamente, v. M. GOMIS DI TRANA, *Le parti correlate nell'economia d'azienda*, Milano, 2014, pp. 45 e ss.; E. DI CARLO, *Operazioni con parti correlate e amministratori indipendenti*, cit., pp. 97 e ss.

¹⁶⁵ E. PUCCI, *Operazioni con parti correlate*, cit., p. 402 e s.

¹⁶⁶ Il quale attribuiva alla Consob il potere di stabilire presupposti e modalità di comunicazioni al pubblico di fatti c.d. *price sensitive*, v. art. 114, d.lgs. 24 febbraio 1998, n° 58.

¹⁶⁷ Con riguardo alla disciplina prevista dall'art. 114 TUF e 71-*bis* del Regolamento emittenti v. M. VENTORUZZO, *Commento sub art. 2391-bis*, in F. GHEZZI (a cura di), *Amministratori. Artt. 2380 – 2396 c.c.*, cit., pp. 505 e ss.; M. MIOLA, *Le operazioni con parti correlate*, cit., pp. 632 e ss.

¹⁶⁸ Osservava, infatti, l'Autorità che la previsione di cui all'art. 71-*bis*, nel suo primo quinquennio di vigenza, aveva determinato uno scarso numero di comunicazioni di OPC (in media 17 per anno), a cagione del fatto che l'individuazione delle stesse operazioni da comunicare fosse fondata «su elementi meramente qualitativi che di per sé lasciano alle società margini di discrezionalità interpretativa», così CONSOB, *Documento di consultazione 2008*, cit., p. 31.

¹⁶⁹ *Ivi*, p. 32.

Venendo al piano della autoregolamentazione (*soft-law*), spiccavano le previsioni contenute nel codice di autodisciplina che, già dalla sua prima pubblicazione (1999) e nelle successive versioni (2002, 2006), molti spunti avrebbero offerto per la disciplina OPC, sia con riguardo al ruolo del consiglio di amministrazione e dei comitati, e in particolare su quello degli amministratori indipendenti, sia per ciò che concerne le modalità con cui si sarebbero dovute approvare le stesse operazioni, raccomandando che fossero rispettati «criteri di correttezza sostanziale e procedurale»¹⁷⁰.

I limiti dell'autoregolamentazione, sprovvista di meccanismi di *enforcement* e foriera di una applicazione disomogenea (perché basata sul metodo del *comply or explain*), ne hanno rivelato l'inadeguatezza (*recte*, insufficienza) e, sovente, sono stati un veicolo atto «a coltivare “vizi privati e pubbliche virtù”»¹⁷¹.

Di talché, alla luce di questo “*corpus*” normativo, sebbene non potesse predicarsi la mancanza di presidi volti a contrastare il fenomeno OPC, poteva tuttavia rilevarsi la mancanza di «un approccio unitario, sul piano della disciplina societaria»¹⁷², con le conseguenze che questo comportava in termini di incertezza sia per le società emittenti, le quali tali norme erano chiamate a rispettare (con un dispendioso impegno da parte delle stesse società nella ricerca del quadro normativo completo), sia per coloro che erano chiamati a farle applicare, autorità giudiziaria e Consob, in assenza, come detto, di adeguati strumenti di *enforcement*.

¹⁷⁰ In questi termini il Codice di autodisciplina del 2002, art. 11.

¹⁷¹ G. ROSSI, *Il conflitto epidemico*, cit., p. 87. Limiti ben rilevati anche dalla stessa Autorità, CONSOB, *Documento di consultazione 2008*, cit., p. 26 e ss.

¹⁷² M. MIOLA, *Le operazioni con parti correlate*, cit., p. 628. Tanto emergeva anche dai primi studi della Consob che, in sede di regolamentazione, coglieva «l'opportunità di realizzare un coordinamento della disciplina in materia di parti correlate (quella vigente e quella di nuova emanazione) che, partendo da una omogeneizzazione delle definizioni utilizzate, individuò un unico e coerente complesso regolamentare», CONSOB, *Documento di consultazione 2008*, cit., p. 5.

È in tale contesto che si inseriva, dunque, la previsione di cui all'art. 2391-*bis*, cod. civ., necessaria per "sistemare", riordinandolo, il ventaglio di presidi previsti nel nostro ordinamento a macchia di leopardo, nonché per rafforzare i meccanismi di tutela, con l'obiettivo di raggiungere sul punto una «sorta di chiusura del sistema perché l'insieme delle norme preesistenti non assicurava adeguata protezione»¹⁷³.

Come noto, la disposizione in esame conferiva ampia delega alla Consob circa l'individuazione dei «principi generali» che gli organi di amministrazione delle società aperte avrebbero dovuto rispettare nella declinazione di regole interne volte ad assicurare «la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale»

¹⁷³ G. PRESTI, *Commento sub art. 2391-bis*, in P. ABBADESSA – G.B. PORTALE (diretto da), *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, Milano, 2016, p. 1359, p. 1357; A. POMELLI, *Commento sub art. 2391-bis del codice civile*, in A. MAFFEI ALBERTI, *Commentario breve al diritto delle società*, Milano, 2017, pp. 745. P. VALENSISE, *Conflitti d'interesse e parti correlate*, in M. CERA - G. PRESTI (diretto da), *Il testo unico finanziario*, cit., vol. II, p. 1969. Sul punto v. anche P. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate*, cit., p. 327, che, tuttavia, esprime il proprio «dubbio sulla effettiva necessità di una regolamentazione così complessa ed analitica», osservando come l'intervento regolamentare potesse limitarsi alla disciplina del parere degli indipendenti sulle operazioni rilevanti e sulla motivazione analitica nell'ipotesi di un parere negativo; ma v. anche L. BONZANINI - A. MARTELLONI, *Le operazioni con «parti correlate» di società «aperte»*, in *Società*, 2005, p. 950, i quali rilevano il carattere poco innovativo della previsione di cui all'art. 2391-*bis*, cod. civ., proprio alla luce della richiamata preesistente normativa, annotando come l'unica novità potesse ascriversi «al fatto che la disciplina vigente in tema di parti correlate (che fino ad oggi era contenuta nella regolamentazione secondaria dettata dalla Consob) trova ora una sua autorevole legittimazione all'interno del codice civile».

delle OPC¹⁷⁴: una «soluzione piuttosto eccentrica»¹⁷⁵ che, come osservato, ha dato luogo ad «un'inedita miscela di fonti eteronome e autoregolamentazione»¹⁷⁶.

¹⁷⁴ A seguito dell'emanazione del Regolamento, diversi dubbi sono stati sollevati da parte della dottrina circa l'ampiezza ed il grado di dettaglio che il dettato normativo attribuiva alla Commissione, la quale avrebbe travalicato l'ambito dei poteri assegnatole dalla legge con una disciplina più di "dettaglio" che di "principi", con ciò comprimendo oltremodo lo spazio discrezionale di regolamentazione delle società emittenti. Sul punto, con nota critica, si è dubitato del fatto che «la disciplina primaria, in sostanza la delega ex art. 2391-bis, comma 1 e 2, c.c., imponesse/consentisse una alterazione così radicale dei principi e delle regole decisionali dell'organo amministrativo»: P. FERRO-LUZZI, *Parti correlate; Il Documento di consultazione; osservazioni*, Roma, 09-11-09, p. 3; così, non è mancato chi ha giudicato l'intervento della Consob «parzialmente al di là della delega della norma primaria – che invitava ad una regolazione per principi – e sembra lasciare in realtà poco spazio alle società in un'autonoma determinazione delle procedure»: G. GUIZZI, *Interessi degli amministratori e operazioni con parti correlate*, in M. VIETTI (diretto da), *La governance nelle società di capitali. A dieci anni dalla riforma*, Milano, 2013, pp. 190 e ss. *Contra*, Presti, il quale riteneva infondate le critiche avverso la Consob, rilevando, piuttosto, un «vizio di fondo della tecnica normativa» imputabile al Legislatore che «non ha avuto la capacità o la forza politica di dettare una regolamentazione concreta, sia pure per principi, ma si è limitato a indicare fini generali lasciando all'autorità di vigilanza la "patata bollente" di stabilire le *guidelines* alle quali le società avrebbero dovuto adeguarsi: come se tale compito fosse puramente tecnico e scevro di scelte di politica del diritto»: G. PRESTI, *Commento sub art. 2391-bis*, cit., p. 1358; similmente Macrì, secondo il quale «[c]iò che risulta chiaro (...) è che il legislatore ha abdicato, in questa sede, alla funzione di individuare gli elementi costitutivi della fattispecie»: C. MACRÌ, *Note minime sugli interessi degli amministratori rapporti con parti correlate*, in *www.dircomm.it*, 2012, p. 11.

Certamente, una lettura più aderente al dato letterale avrebbe dovuto spingere ad una regolamentazione più attenta alla formulazione di principi e regole generali, rispetto ad uno scrupoloso regolamento, arricchito da allegati e successive comunicazioni e tuttavia, al netto di una «formulazione scarsamente lineare ed una gerarchia alquanto articolata» (M. MIOLA, *Le operazioni con parti correlate*, cit., p. 634), una tale regolamentazione poteva apparire giustificata «vuoi per l'elevato livello di tecnicità che le decisioni sottostanti alla disciplina secondaria richiedono, vuoi anche per la maggior flessibilità che lo strumento del regolamento emanato dall'autorità amministrativa offre rispetto alla disciplina, di rango primario o secondario, promanante dallo Stato e dalla sua amministrazione centrale» (L. ENRIQUES - M. GARGANTINI, *La Consob: natura, organizzazione e funzioni*, in M. CERA - G. PRESTI (diretto da), *Il testo unico finanziario*, cit., vol. I, p. 350). Come si vedrà al capitolo successivo, le suddette criticità potrebbero considerarsi venute meno; infatti, con il recepimento della SHRD II, il legislatore è intervenuto anche sulla disposizione civilistica, specificando, con "maggiore dettaglio", che l'Autorità è tenuta ad individuare «(...) almeno: a) le soglie di rilevanza delle operazioni con parti correlate (...); b) regole procedurali e di trasparenza proporzionate (...); c) i casi in cui gli amministratori (...) e gli azionisti coinvolti nell'operazione sono tenuti ad astenersi dalla votazione (...)».

¹⁷⁵ M. VENTURUZZO, *Commento sub art. 2391-bis*, cit., p. 521.

Ebbene, il compito affidato all’Autorità non si presentava agevole. A fronte della delega affidata dal dettato codicistico alla stessa Commissione (dicembre 2004), un primo documento contenente una proposta di regolamentazione si ebbe nell’aprile del 2008 e, dopo la fase di consultazione con il mercato, vide definitivamente la luce il Regolamento operazioni con parti correlate, adottato con Delibera n. 17221 del 12 marzo 2010.

Le considerazioni svolte nel primo capitolo hanno in parte evidenziato le difficoltà e le variabili da tenere in considerazione in sede di scelte di politica regolamentare; *brevis verbis*, l’Autorità aveva il compito, da un lato, di disciplinare il fenomeno OPC, predisponendo idonei presidi volti ad impedire il compimento di condotte espropriative e assicurando agli investitori un sistema di tutele efficaci; dall’altro, di garantire l’efficienza degli stessi presidi e delle tutele, proprio perché un eccesso regolamentare avrebbe potuto comportare risultati non soddisfacenti e nemmeno auspicabili¹⁷⁷.

¹⁷⁶ G. PRESTI, *Commento sub art. 2391-bis*, cit., p. 1358; similmente anche E. SCIMEMI, *Commento sub art. 2391-bis*, in G. CIAN - A. TRABUCCHI (a cura di), *Commentario breve al codice civile*, Padova, 2014, pp. 2932 e ss.

¹⁷⁷ Infatti, laddove la disciplina fosse eccessivamente gravosa per le società emittenti si profilerebbero due possibili risultati, differenti ed alternativi, ma entrambi negativi per il mercato. Si pensi, ad esempio, alla *disclosure*: per quanto essa sia il primo presidio tipicamente disciplinato nei differenti ordinamenti, obblighi di trasparenza particolarmente pervasivi potrebbero scoraggiare la stessa società emittente dal compimento dell’operazione, a causa dell’elevato costo che la produzione e la diffusione di informazioni può determinare (senza considerare che, invece, qualora la società rispettasse i pregnanti requisiti informativi, i destinatari delle informazioni potrebbero non essere in grado di gestire un tale *quantum* informativo), in argomento v. N. MOSCARIELLO, *Related Party Transactions in Continental European Countries: Evidence from Italy*, cit., p. 127. Da un altro lato, poi, la società potrebbe essere indotta alla ricerca di una diversa veste giuridica per l’operazione, un *escamotage* volto ad aggirare le stesse disposizioni, al fine di consentire il compimento dell’operazione vantaggiosa. Nessuno di questi esiti sarebbe auspicabile per un efficiente e corretto funzionamento del mercato. In questa chiave devono essere lette molteplici previsioni contenute nel Regolamento, che sono dirette a declinare (riducendoli) i differenti oneri in capo alle società, in ragione, ad esempio, della dimensione della società (art. 10), della minore rilevanza dell’operazione (art. 7), del suo carattere “ordinario” ovvero della sua particolare natura (art. 13).

Per parte sua, la Consob, ha svolto un'importante e dettagliata indagine confluita nel primo documento di consultazione, ove ha compiuto una attenta analisi del preesistente assetto normativo e dei suoi risultati applicativi, delle previsioni presenti in alcuni ordinamenti esteri (inglese, francese, americano e tedesco), dei principali risultati dell'ampia letteratura economico-giuridica, dei costi e dei benefici legati a differenti ipotesi di regolamentazione alla luce del contesto proprietario italiano e ha quindi formulato una proposta di regolamentazione ed una serie di domande da sottoporre al mercato¹⁷⁸.

Come autorevolmente osservato, si è trattato di «un processo formativo così lungo, tormentato» che ha visto coinvolti molteplici operatori del mercato (Consob, società emittenti, professori universitari, studi legali, associazioni di categoria, ecc.) attraverso «una pluralità di “messa in consultazione”» dai quali è risultato un testo finale «molto diverso rispetto a quello originariamente proposto dalla stessa Autorità»; il ch , come autorevolmente sostenuto con amara ironia, non solo d  testimonianza del fatto che «il tema   complesso e delicato», bens  che «la Consob ascolta di pi : che testi di altre autorit  nascono gi  perfetti»¹⁷⁹.

2. Le scelte operate nel Regolamento OPC

Alla luce delle considerazioni svolte nel primo capitolo,   difficile stabilire se nel confezionare il Regolamento OPC sia prevalso un approccio volto a contenere un fenomeno dannoso per il mercato, ovvero sostenere, presidiandolo,

¹⁷⁸ CONSOB, *Documento di consultazione 2008*, cit., *passim*.

¹⁷⁹ P. FERRO LUZZI, *Le operazioni con parti correlate*, cit., p. 3; sulla «delega sempre pi  frequente che il Parlamento va operando in favore di altre autorit », sulle ragioni e sul suo fondamento in termini di efficienza, cfr. F. DENOZZA, *Norme efficienti. L'analisi economica delle regole giuridiche*, cit., pp. 105 e ss., spec. p. 108.

un circolo virtuoso ed efficiente¹⁸⁰. Tuttavia, e forse più realisticamente, si può ritenere che la Consob abbia adottato un approccio decisamente pragmatico, che sembra risultare anche negli stessi documenti di consultazione, dai quali emergono tanto le criticità ed i rischi di una regolamentazione sciatta in tema di operazioni con parti correlate, quanto la necessità di salvaguardare, anche nella prospettiva della discrezionalità gestoria, il carattere potenzialmente benefico delle stesse operazioni, che può incidere positivamente sul generale andamento societario. Al riguardo, ed a conferma di quanto detto, si è osservato che scopo della disciplina «non è quello di limitare o disincentivare queste operazioni – che spesso corrispondono all’interesse sociale – ma, piuttosto, quello di renderle trasparenti e di assicurarne la correttezza»¹⁸¹.

In estrema sintesi, punti focali del Regolamento OPC sono da individuarsi nell’obbligo a carico dell’organo amministrativo di adottare (e di rendere note al pubblico) procedure che assicurino la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni; nella individuazione delle parti correlate (allegato 1 del Regolamento) in presenza delle quali deve attivarsi la procedura; nella distinzione tra operazioni in base alla maggiore ovvero minore rilevanza (allegato 3) delle stesse, con la previsione di una procedura meno stringente per quelle di minore rilevanza; in un ruolo, decisamente inedito, per gli amministratori indipendenti, chiamati ad esprimere un preventivo parere (vincolante nel caso di operazioni di maggiore rilevanza) che attesti la correttezza sostanziale e procedurale, nonché la rispondenza all’interesse sociale della stessa operazione; infine, in un’ottica di proporzionalità e flessibilità che si manifesta nella

¹⁸⁰ Secondo certa dottrina economica, sarebbe prevalso, visti i noti scandali societari, un approccio negativo volto a contenere un fenomeno espropriativo: M. PIZZO, *Related party transactions under a contingency perspective*, cit., p. 318; N. MOSCARIELLO, *Related Party Transactions in Continental European Countries: Evidence from Italy*, cit., p. 127.

¹⁸¹ D. REGOLI, *L’informazione nelle operazioni con parti correlate*, cit., p. 547; negli stessi termini anche F. CAPPELLIERI, *The slate-vote system as a mechanism to mitigate the risk of self-dealing transactions via RPTs*, in *Journal of Governance and Regulation*, vol. 9(3), 2020, p. 125.

declinazione normativa¹⁸², nella previsione di numerose ipotesi di disapplicazione totale e parziale della disciplina, in considerazione della natura dell'operazione¹⁸³, di determinate specificità della società¹⁸⁴ ovvero dettate da specifiche esigenze, quale la necessità di compiere un'operazione urgente¹⁸⁵.

Di fronte alle differenti strategie di regolamentazione, precedentemente osservate e considerate anche dalla stessa Commissione¹⁸⁶, è quindi emersa, come da taluni ragionevolmente previsto, una disciplina «a geometria variabile»¹⁸⁷ che, declinata in un triplice livello di fonti (art. 2391-*bis*, cod. civ., Regolamento, autoregolamentazione), realizza, anche a cagione della flessibilità concessa da numerose previsioni regolamentari con facoltà di *opt-in* ovvero di *opt-out* (in sede di redazione delle procedure)¹⁸⁸, un variopinto quadro normativo, pur sempre ispirato e devoto alle due principali direttrici lungo le quali si muove e si plasma

¹⁸² OECD, *Flexibility and Proportionality in Corporate Governance*, cit., *passim*.

¹⁸³ Il riferimento è alle operazioni di importo esiguo (art. 13, co. 2), a quelle ordinarie e a condizioni di mercato (art. 13, co. 3, lett. c)), ai compensi in attuazione di piani *equity-based* o di politiche retributive (art. 13, co. 3, lett. a) e b)), alle operazioni con società controllate e collegate (art. 14, co. 2).

¹⁸⁴ È il caso delle società di minori dimensioni, di quelle neo quotate ovvero delle società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante (art. 10); in argomento v. P. GIUDICI, *Neo-quotate, piccole quotate e società con azioni diffuse: lo speciale regime per le operazioni con parti correlate*, in *Società*, 2010, pp. 871 ss.; P. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate tra efficienza gestionale nei gruppi e rischi di conflitti di interessi: quale disciplina?*, in AA.VV., *La crisi finanziaria: banche, regolatori, sanzioni, Atti del Convegno. Courmayeur, 25-26 settembre 2009*, Milano, 2010, p. 160 e s.

¹⁸⁵ Cfr. art. 13, co. 6 e art. 11, co. 5, Reg. OPC.

¹⁸⁶ CONSOB, *Documento di consultazione 2008*, cit., pp. 4 e ss.

¹⁸⁷ M. VENTORUZZO, *Commento sub art. 2391-bis*, cit., p. 525.

¹⁸⁸ Critico per l'elevata discrezionalità che «rischia o di creare disomogeneità o di rilevarsi un approccio irrealistico», frustrando, quindi, gli obiettivi della disciplina, P. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate tra efficienza gestionale nei gruppi e rischi di conflitti di interessi: quale disciplina?*, cit., p. 154.

Con riguardo alla tecnica normativa, si è osservato come «nessun efficace modello di *corporate governance* possa basarsi esclusivamente su un tipo di strategia normativa, essendo piuttosto il risultato dell'interazione e della somma di soluzioni che operano anche a diversi livelli», R. CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate. Fra corporate governance, responsabilità degli amministratori ed efficiente tutela delle minoranze nelle società quotate*, cit., p. 225.

l'intero Regolamento OPC: *disclosure* e procedimentalizzazione; il tutto ricamando una veste peculiare attorno alla figura dell'amministratore indipendente.

Come detto, si tratta di una regolamentazione flessibile e, per molti aspetti, *firm-specific*, perché rimessa alla discrezionalità ed all'autonomia poietica delle stesse emittenti, realizzando, così, un quadro «significativamente complesso ed articolato, informato, come è, da una logica di rigorosa tutela preventiva»¹⁸⁹, che appare del tutto giustificata alla luce delle "incertezze" che l'ordinamento presenta rispetto alla mancanza di un adeguato sistema di *enforcement*. Altresì, si tratta di una disciplina preventiva, e, segnatamente, ispirata alla trasparenza e procedimentalizzata, che appare senz'altro coerente con l'impostazione della riforma del 2003 che ha pensato e trattato la funzione amministrativa, «specie nelle organizzazioni imprenditoriali di maggiori dimensioni e/o più complesse, sempre meno come gestione diretta, e sempre più come predisposizione, a monte e in via generale, di regole, procedure e sistemi idonei a promuovere la correttezza e la conformità all'interesse sociale dell'attività gestoria e a facilitarne il controllo, prevedendo il rischio di abusi e assicurando la pronta rilevazione di eventuali elementi di criticità»¹⁹⁰.

Giova, quindi, soffermarsi brevemente su taluni, salienti, profili della disciplina OPC¹⁹¹ dai quali sono emerse le principali criticità, anche alla luce di un

¹⁸⁹ A. ZANARDO, *Delega di funzioni e diligenza degli amministratori nella società per azioni*, Padova, 2010, p. 70 e ss.

¹⁹⁰ *Ibidem*; sul punto anche E. PUCCL, *Operazioni con parti correlate*, cit., p. 404.

Sul tema della procedimentalizzazione dell'organizzazione e dell'attività d'impresa, *ex multis*: R. WEIGMANN, *Responsabilità e potere legittimo degli amministratori*, Torino, 1974, pp. 303 ss.; B. LIBONATI, *L'impresa e la società. Lezioni di diritto commerciale*, Milano, 2004, p. 264 s.; P. MONTALENTI, *La società quotata*, in G. COTTINO (diretto da), *Trattato di diritto commerciale*, Padova, 2004, p. 265; M. MOZZARELLI, *Appunti in tema di rischio organizzativo e procedimentalizzazione dell'attività imprenditoriale*, in AA. VV., *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*. Liber amicorum Antonio Piras, Torino, 2010, pp. 728 ss.

¹⁹¹ La bibliografia in tema di OPC, del Regolamento Consob, del suo recepimento da parte delle società emittenti è ad oggi molto vasta; sia consentito rinviare in questa occasione ai contributi monografici che si sono occupati, sotto diversi aspetti, del tema (dal più recente): P. FERA, *Le operazioni tra parti correlate. Profili informativi e di governance*, cit.; M. HOUBEN, *Operazioni con*

“tagliando” che, come si vedrà, la *Shareholder Rights Directive II* ha occasionato all’interno del nostro ordinamento.

3. La trasparenza per le operazioni con parti correlate

La trasparenza informativa rappresenta la condizione di esistenza ed il presidio naturale per l’origine e per il buon funzionamento dei mercati finanziari; questi, fondandosi sulla fiducia di quanti intendono profittare (in senso stretto) delle opportunità del mercato dei capitali, richiedono anzitutto un certo livello di trasparenza, *i.e.*, di conoscibilità delle dinamiche (giuridiche e fattuali) inerenti al mercato, alle società emittenti ed ai soggetti a diverso titolo coinvolti¹⁹². L’informazione societaria, in particolare, svolge una primaria funzione allocativa, sì che le stesse società hanno interesse «a farsi “conoscere” dal mercato e, quindi, (...) ad informare quest’ultimo»¹⁹³. Il grado, poi, di diffusione delle informazioni societarie, secondo i noti studi condensati nella ricostruzione della teoria “*The*

parti correlate e governo societario, cit.; R. CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate. Fra corporate governance, responsabilità degli amministratori ed efficiente tutela delle minoranze nelle società quotate*, cit.; M. GOMIS DI TRANA, *Le parti correlate nell’economia d’azienda*, cit.; N. MICHIELLI, *La gestione del conflitto d’interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit.; G. GUIZZI, *Gestione dell’impresa e interferenze di interessi. Trasparenza, ponderazione e imparzialità nell’amministrazione delle s.p.a.*, cit.; E. DI CARLO, *Operazioni con parti correlate e amministratori indipendenti*, cit.; G. LIACE, *Le operazioni con parti correlate*, cit.; N. MOSCARIELLO, *Le operazioni tra “parti correlate” nella comunicazione d’azienda*, Padova, 2007; cfr. anche le raccolte di contributi realizzate da L. ENRIQUES - T.H. TRÖGER (edited by), *The Law and Finance of Related Party Transactions*, cit., e da V. CARIELLO (a cura di), *Le operazioni con parti correlate. Atti del Convegno Università Cattolica del Sacro Cuore, Piacenza, 19 novembre 2010*, Milano, 2011.

¹⁹² Proprio perché idonea ad incidere sulle scelte e sui comportamenti di soggetti terzi (investitori), l’informazione al mercato, benché avente ad oggetto affari privati, di persone fisiche ovvero giuridiche, «trascende il mero interesse di queste persone», e innalza il valore della stessa sino al punto di renderla «un vero e proprio bene pubblico», così R. RORDORF, *Importanza e limiti dell’informazione nei mercati finanziari*, in *Giur. comm.*, 2002, p. 775.

¹⁹³ R. COSTI, *L’informazione al mercato: trasparenza e riservatezza*, in P. MARCHETTI - F. GHEZZI - R. SACCHI (a cura di), *Il caleidoscopio dell’informazione nel diritto societario e dei mercati. In ricordo di Guido Rossi*, Milano, 2020, p. 153.

mechanism of market efficiency”¹⁹⁴, incide direttamente sulla determinazione dei prezzi ai quali vengono scambiati i valori mobiliari.

Quale meccanismo di presidio e di controllo, l’informazione mette «gli azionisti e il pubblico in condizione di valutare l’operato degli amministratori» con un benefico effetto deterrente per gli stessi al compimento di operazioni che potrebbero incidere negativamente tanto sul piano reputazionale quanto sul piano della loro responsabilità¹⁹⁵. Dunque, come osservato nel precedente capitolo, può condividersi l’autorevole opinione secondo la quale la trasparenza rappresenta «uno dei possibili modi di risoluzione» di quegli «annosi e decisivi nodi del conflitto di interessi tra amministratori ed azionariato diffuso – o, più spesso, tra azionariato di controllo ed azionariato diffuso»¹⁹⁶.

Alla luce di queste considerazioni, non stupisce che, soprattutto nella materia che qui interessa, l’informazione rappresenti «il perno fondamentale attorno al quale ruota l’intera disciplina relativa alle operazioni con parti correlate»¹⁹⁷. Infatti, ancor prima dell’introduzione dell’art. 2391-*bis*, cod. civ., che ha delegato alla Consob il compito di definire i principi idonei ad assicurare la trasparenza delle operazioni con parti correlate, la stessa Autorità era intervenuta con diversi provvedimenti volti ad implementare quantità e qualità del flusso informativo endosocietario e, più in generale, di quello al mercato¹⁹⁸.

¹⁹⁴ Il riferimento è al noto contributo di R.J. GILSON - R.H. KRAAKMAN, *The Mechanisms of Market Efficiency*, in *Virginia Law Review*, vol. 70, 1984, pp. 549 e ss., di cui costituiscono un successivo sviluppo: IDD., *The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias*, in *Journal of Corporation Law*, vol. 28(4), 2003, pp. 715 e ss. e IDD., *Market Efficiency After the Financial Crisis: it's Still a Matter of Information Costs*, in *Virginia Law Review*, vol. 100, 2014, pp. 313 e ss.

¹⁹⁵ N. MICHELI, *La gestione del conflitto d’interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., p. 177.

¹⁹⁶ R. RORDORF, *Importanza e limiti dell’informazione nei mercati finanziari*, cit., p. 779.

¹⁹⁷ *Ut supra* nota 102; anche in D. REGOLI., *L’informazione nelle operazioni con parti correlate*, cit., p. 547.

¹⁹⁸ Sul punto E. PUCCI, *Operazioni con parti correlate*, cit., p. 402. In argomento anche D. REGOLI, *L’informazione nelle operazioni con parti correlate*, cit., p. 565 e s.

Quindi, in sede di elaborazione del regolamento, l’Autorità ha effettuato una revisione del quadro normativo vigente e, nella valutazione di differenti ipotesi regolamentari¹⁹⁹, è emersa una disciplina informativa che si presenta declinata in ragione: *i)* delle differenti soglie di rilevanza, distinguendo così le operazioni di maggiore da quelle di minore rilevanza²⁰⁰; *ii)* dei destinatari ai quali è rivolta l’informazione, distinguendosi in endosocietaria ovvero *extra*-societaria; *iii)* della scansione temporale della *disclosure*, “immediata”, ovvero sia da fornire senza indugio e genericamente rivolta al pubblico degli investitori, o “periodica”, con valenza maggiormente (ma non esclusivamente) endosocietaria e destinata a confluire nella relazione sulla gestione (intermedia ovvero annuale)²⁰¹.

Si tratta di un pregnante sistema pubblicitario volto, in sostanza e come già osservato, alla tutela non solo dei soci (siano essi di minoranza ovvero di maggioranza) ma del mercato, quindi degli *stakeholders* generalmente intesi, a riprova della rilevanza pubblica che l’informazione acquista nel mercato dei capitali.

¹⁹⁹ In particolare, cfr. CONSOB, *Documento di consultazione 2008*, cit., pp. 5, 10 e ss., 34 e ss.

²⁰⁰ Le soglie di rilevanza individuata dalla Consob all’allegato n. 3 (ispirata dagli indicatori di significatività previsti dalle UK *Listing Rules*, v. CONSOB, *Documento di consultazione 2008*, cit., p. 63, nt. 48) si riferisce all’indice di rilevanza del controvalore, all’indice di rilevanza dell’attivo e all’indice di rilevanza delle passività, e si considera raggiunta qualora uno o più dei predetti indici risulti superiore al 5%, dovendosi, quindi, considerare l’operazione come OPC di maggiore rilevanza (*ibidem*); sul punto, *funditus*, cfr. M. GOMIS DI TRANA, *Le parti correlate nell’economia d’azienda*, cit., p. 143 e ss.; F. BAVA - M. GOMIS DI TRANA, *Disclosure on Related Party Transactions: Evidence from Italian Listed Companies*, in *Accounting, Economics, and Law*, vol. 6(2), 2016, p. 130, ove si osserva come il differente e triplice indice di rilevanza dovrebbe essere volto ad intercettare differenti tipologie di operazioni: le transazioni commerciali sarebbero generalmente valutate utilizzando l’indice di rilevanza del controvalore, per le acquisizioni varrebbe l’indice di rilevanza dell’attivo, mentre il terzo indice risulterebbe essere più appropriato per i prestiti.

²⁰¹ CONSOB, *Documento di consultazione 2008*, cit., p. 5; sul punto v. anche D. REGOLI, *L’informazione nelle operazioni con parti correlate*, cit., p. 561, il quale parla di informazione “continua” e “periodica”.

3.1 (segue). *L'informazione extra-societaria*

Quanto all'informazione rivolta al mercato, si prevede che essa sia attuata con la pubblicazione di un documento informativo per le operazioni di maggiore rilevanza da mettere a disposizione del pubblico entro sette giorni dall'approvazione dell'operazione (ex art. 5, commi 1 e 3, Reg. OPC); per quelle di minore rilevanza, l'obbligo di informativa al pubblico è previsto entro 15 giorni dalla chiusura di ciascun trimestre dell'esercizio, ma solo in relazione alle operazioni rispetto alle quali il comitato OPC²⁰² abbia espresso parere negativo rispetto al compimento dell'operazione (art. 7, co. 1, lett. g), Reg. OPC)²⁰³.

Il contenuto di tale documento si presenta decisamente più denso e pervasivo nel caso di operazioni di maggiore rilevanza. Le informazioni in esso contenute, infatti, devono essere idonee a consentire un controllo da parte del mercato sull'operazione: in particolare, sulla base dell'allegato n. 4 del Regolamento, il documento deve porre in evidenza i rischi connessi ai potenziali conflitti d'interesse derivanti dell'operazione, ponendo in luce, quindi, tutte le informazioni utili alla valutazione della stessa, sia con riguardo alla parte correlata, sia sotto il profilo delle caratteristiche economiche (modalità, termini, condizioni, motivazioni e convenienza economica, modalità di determinazione del

²⁰² Il comitato OPC costituisce quell'organo endo-consiliare composto in maggioranza ovvero esclusivamente da amministratori indipendenti che assume principale rilievo nel procedimento di approvazione di una operazione con parti correlate. In generale, come si avrà modo di vedere infra § cap III nella maggior parte dei casi le sue funzioni sono svolte dal comitato controllo e rischi, ma non mancano casi in cui la stessa società emittente provveda alla costituzione di un comitato OPC *ad hoc*. Sui comitati endoconsiliari, da ultimo, v. G. MEO, *L'amministrazione delle società quotate*, in M. CERA - G. PRESTI (diretto da), *Il testo unico finanziario*, cit., vol. II, pp. 1879 e ss.

²⁰³ Peraltro, coerentemente con l'approccio di flessibilità tipico dello stesso regolamento, il § 9 della Comunicazione OPC chiarisce che il regime informativo (o parte di esso) proprio delle operazioni di maggiore rilevanza possa trovare applicazione anche nel caso di operazioni di minore rilevanza qualora l'emittente decida di esercitare tale facoltà, suggerita, in particolare, per i c.d. casi *border-line*, ovvero sia per quei casi che si pongono poco al di sotto delle soglie di maggiore rilevanza.

corrispettivo e valutazioni sulla congruità, ecc.)²⁰⁴. Si prevede, altresì, la pubblicazione (come allegato del documento, ovvero nel sito internet della società emittente) dei pareri degli amministratori o consiglieri indipendenti e di eventuali esperti indipendenti²⁰⁵. A dichiarati fini antielusivi²⁰⁶, l'art. 5, co. 2 del Reg. OPC, stabilisce che il medesimo documento informativo venga pubblicato non solo nell'ipotesi in cui le soglie vengano superate per effetto del cumulo di operazioni omogenee o realizzate in esecuzione di un medesimo disegno unitario con una stessa parte correlata, ma anche per il caso di operazioni compiute da società controllate italiane o estere (fatte salve le esclusioni previste, per queste operazioni, dagli artt. 13 e 14 Reg. OPC)²⁰⁷.

In aggiunta a questa informazione "immediata", si è prevista, altresì, quella "periodica"²⁰⁸ (art. 5, co. 8, Reg. OPC). In particolare, le società emittenti sono tenute a fornire informazioni nella relazione intermedia e in quella sulla gestione annuale con riguardo: alle singole operazioni di maggiore rilevanza compiute nel periodo di riferimento; alle altre eventuali operazioni che nello stesso periodo abbiano influito in misura rilevante sulla situazione patrimoniale o sui risultati delle società; a qualsiasi modifica o sviluppo di un'operazione riportata nell'ultima

²⁰⁴ Si è rilevato che il controllo del mercato avviene anche per le operazioni di minore rilevanza che abbiano ricevuto un parere negativo da parte del comitato; epperò, ai sensi dell'art. 7, co. 1, lett. g), Reg. OPC, il documento informativo predisposto dalla società emittente si limita, in tali casi, a contenere l'indicazione della controparte, dell'oggetto, del corrispettivo delle operazioni approvate nel trimestre, nonché delle ragioni per le quali l'emittente ha ritenuto di non condividere il parere del comitato.

²⁰⁵ Quanto al parere degli esperti indipendenti, l'allegato n. 4 consente di riportare i soli elementi essenziali che l'allegato stesso provvede ad elencare. La ragione di tale possibile sintesi andrebbe ricondotta all'eventualità che i pareri degli esperti presentino profili di riservatezza tali da giustificare la scelta dell'emittente di "limare" le informazioni da rendere al mercato; sul punto v. D. REGOLI, *L'informazione nelle operazioni con parti correlate*, cit., p. 563. Certamente, la riservatezza rappresenta il contraltare alla stessa informazione al mercato, sul punto, da ultimo, v. R. COSTI, *L'informazione al mercato: trasparenza e riservatezza*, cit., pp. 151 e ss.

²⁰⁶ CONSOB, *Documento di consultazione 2008*, cit., p. 63.

²⁰⁷ Sul punto, criticamente, D. REGOLI, *L'informazione nelle operazioni con parti correlate*, cit., p. 564 e s.

²⁰⁸ *Supra* nota 201.

relazione annuale che abbia avuto un effetto rilevante sulla situazione patrimoniale o sui risultati della società.

A fronte di queste previsioni, che si pongono su un piano di coerente sviluppo rispetto al *corpus* normativo preesistente²⁰⁹, si è osservato, nella esperienza applicativa, un impatto generalmente positivo in termini di maggiore trasparenza circa il compimento di OPC, raggiungendo, così, uno degli scopi perseguiti dalla stessa Autorità di vigilanza: rilevante, a tal fine, è stato il passaggio dal criterio qualitativo a quello quantitativo nell'individuazione delle operazioni da assoggettare alla procedura²¹⁰. Si è, così, superato il limite rappresentato dalla eccessiva discrezionalità che le soglie qualitative assicuravano alle società emittenti, a vantaggio di soglie quantitative, rafforzate, altresì, da previsioni anti-elusive (quali cumulo e operazioni infragruppo), con evidenti benefici in termini di maggiore trasparenza: è stato osservato, infatti, che il numero dei documenti pubblicati nei primi anni di applicazione della nuova normativa sia aumentato «in misura esponenziale», passando da «44 documenti del 2010 (valore già condizionato dal primo mese di applicazione del Regolamento) a 92 nel 2011, facendo registrare dunque un incremento del 109%, per poi arrivare a 84 nel 2012»²¹¹, a fronte, peraltro, di un calo del 5% del numero di società quotate tra il 2010 e il 2011 e del 3% tra il 2011 e il 2012.

²⁰⁹ Per una più ampia trattazione, cfr.: M. VENTORUZZO, *Commento sub art. 2391-bis*, cit., pp. 505 e ss.; L. SEMINARA, *L'informazione c.d. esterna sulle operazioni con parti correlate infragruppo*, in *An. giur. econ.*, 2013, p. 303 e ss.; E. DI CARLO, *Operazioni con parti correlate e amministratori indipendenti*, cit., p. 135 e ss.; G. LIACE, *Le operazioni con parti correlate*, cit., pp. 46 e ss.

²¹⁰ Il limite delle precedenti previsioni era noto alla stessa Autorità, v. CONSOB, *Documento di consultazione 2008*, cit., pp. 30, 38 e ss.; in argomento anche M. GOMIS DI TRANA, *Le parti correlate nell'economia d'azienda*, cit., p. 228; D. REGOLI, *L'informazione nelle operazioni con parti correlate*, cit., p. 562 nt. 44.

²¹¹ M. GOMIS DI TRANA, *Le parti correlate nell'economia d'azienda*, cit., p. 227. Il dato rilevato si discosta leggermente da quello reperibile nei *report* di *corporate governance* della Consob (80 OPC comunicate nel 2011 e 79 OPC comunicate nel 2012), in ragione della differente fonte (l'autore utilizza dati ricavati da Borsa italiana poiché, osserva, nel 2012 la Consob non fornì l'elenco delle operazioni comunicate al mercato), tuttavia, e al netto di questa differenza, invariate rimangono le considerazioni svolte circa il significativo aumento delle stesse comunicazioni. Riconosce

E, tuttavia, non mancano criticità.

Con riguardo all'informazione "periodica", fornita dalle società emittenti nella relazione intermedia e in quella annuale, al netto della complessità del suo necessario coordinamento con altre disposizioni vigenti in materia di informazione societaria²¹², si è affermato che il Regolamento abbia accresciuto la «frammentarizzazione (...) dell'informazione, spesso disseminata nelle diverse componenti del bilancio di esercizio o delle relazioni infrannuali», perdendo così «l'opportunità di una razionalizzazione e concentrazione dell'informazione sulle operazioni con parti correlate»²¹³, con conseguente aggravio del rischio di compromettere la comprensione delle informazioni da parte del mercato²¹⁴.

Quanto all'informazione "immediata", poi, merita soffermarsi su un dato che emerge dai report predisposti dalla Consob sull'attività di vigilanza svolta: se infatti l'introduzione del Regolamento ha segnato nei primi anni un incremento del livello di trasparenza con un elevato numero di documenti informativi, negli anni successivi si osserva un numero via via inferiore di documenti pubblicati (54 nel 2014, 51 nel 2016, 63 nel 2017), stabilizzatosi negli ultimi anni attorno ai 50/60²¹⁵.

Tale riduzione, non essendo imputabile a cambiamenti inerenti alle modalità di istruzione ed approvazione ovvero alle soglie in virtù delle quali scatta

l'indubbio merito del Regolamento nell'aver accresciuto la qualità e la quantità dell'informazione destinata al pubblico anche G. GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi. Trasparenza, ponderazione e imparzialità nell'amministrazione delle s.p.a.*, cit., p. 69 e s.; sul punto v. anche F. BAVA - M. GOMIS DI TRANA, *Disclosure on Related Party Transactions: Evidence from Italian Listed Companies*, cit., pp. 135 e ss.

²¹² In argomento, compiutamente, D. REGOLI., *L'informazione nelle operazioni con parti correlate*, cit., p. 568 e s.

²¹³ *Ivi*, p. 560 e s.

²¹⁴ R. RORDORF, *Importanza e limiti dell'informazione nei mercati finanziari*, p. 780; in argomento, anche: P.L. MARCHINI - T. MAZZA - A. MEDIOLI, *The impact of related party transactions on earnings management: some insights from the Italian context*, cit., p. 989 e ss.

²¹⁵ Nel 2020 sono stati pubblicati 55 documenti informativi; si tratta di dati annualmente forniti ed aggiornati dalla Consob, reperibili sul *Rapporto Consob sulla corporate governance delle società quotate italiane*, pubblicato all'inizio di ogni anno sul sito della stessa Autorità.

l'obbligo di comunicazione, parrebbe da ricondursi a due differenti ragioni: da un lato si potrebbe ritenere che il "costo" informativo, *i.e.* l'elevata burocratizzazione ed il complessivo onere organizzativo, abbia nei fatti scoraggiato le società emittenti al compimento di operazioni con parti correlate, così come paventato da una parte della dottrina²¹⁶; dall'altro, come osservato da certa dottrina economica, potrebbero essere emersi i limiti della stessa disciplina OPC ovvero, con più malizia, la stessa potrebbe essere stata elusa, attraverso l'individuazione, da parte delle società emittenti, di espedienti volti ad aggirare le previsioni regolamentari.

Anzitutto, quanto ai limiti della disciplina, se la previsione di soglie quantitative ha favorito un considerevole aumento del numero di comunicazioni, si è osservato che il carattere rigido delle medesime soglie, in uno con la mancata combinazione con criteri di tipo qualitativo, abbia determinato una più contenuta efficacia ricognitiva, a cagione del fatto per cui la sola (rigida ed elevata) soglia quantitativa trascurerebbe gli «effetti che le operazioni producono sul risultato d'esercizio» e «la rischiosità di determinate situazioni in cui le imprese possono trovarsi»²¹⁷. Sul punto si ritiene che il non aver contemplato soglie misurate su

²¹⁶ Così N. MOSCARIELLO, *Related Party Transactions in Continental European Countries: Evidence from Italy*, cit., p. 132, il quale rileva come la disciplina introdotta nel 2010, ossequiosa di un approccio ostile al fenomeno OPC, volto a privilegiare l'effettiva tutela da condotte opportunistiche piuttosto che salvaguardare l'efficienza delle stesse, avrebbe disincentivato il ricorso al compimento di operazioni con parti correlate proprio a causa degli eccessivi costi di *disclosure*. Parzialmente aderente anche Regoli il quale, con riguardo alle previsioni in materia di cumulo osserva come «l'onere in capo alle società rischia di essere sproporzionato rispetto ai benefici apportati dalla *disclosure*», D. REGOLI., *L'informazione nelle operazioni con parti correlate*, cit., p. 564.

²¹⁷ Lo rileva M. GOMIS DI TRANA, *Le parti correlate nell'economia d'azienda*, cit., p. 247 e s., il quale individua taluni parametri qualitativi, sintomatici di situazioni di rischio, in presenza dei quali la soglia quantitativa dovrebbe necessariamente variare, tra i quali, segnatamente: il fattore di rischio connesso allo "stato di salute" dell'emittente; quello rappresentato dalla "tipologia di operazione" posta in essere; quello costituito dalla "controparte" dell'operazione; il fattore di rischio connesso alla prossimità con la data di chiusura dell'esercizio (*ivi*, p. 264). In parziale adesione anche M. PIZZO, *Related party transactions under a contingency perspective*, cit., p. 325; N. MICHIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., p. 122; G. LIACE, *Le*

voci di conto economico avrebbe determinato la irrilevanza normativa di talune operazioni (come quelle di gestione corrente) delle quali non sarebbe possibile predicare in astratto e con certezza il carattere innocuo²¹⁸.

In aggiunta, l'insieme delle disposizioni introdotte con una finalità (dichiaratamente) antielusiva non si sarebbe rivelata del tutto efficace. Tra queste, la disciplina del cumulo, lungi dall'essere uno dei presidi più efficaci di fronte a schemi negoziali e operativi evasivi della disciplina in presenza di una medesima parte correlata, non avrebbe adeguatamente contenuto il rischio di operazioni frammentate nel tempo. Infatti, il difetto di concretezza della disciplina avrebbe concesso alle società emittenti una discrezionalità eccessiva poiché il cumulo si applicherebbe alle operazioni ritenute (arbitrariamente) «omogenee»

operazioni con parti correlate, cit., p. 177. Non si tratta certo di osservazioni stravaganti se sol si considera che, originariamente, la prima proposta di regolamentazione da parte della Consob prevedeva all'allegato 3I che «[I]e società, fermi i criteri di tipo quantitativo di cui al paragrafo 1, individuano altresì criteri di tipo qualitativo per l'identificazione delle operazioni rilevanti con parti correlate, facendo almeno riferimento:

a) alle operazioni con parti correlate aventi ad oggetto un'attività immateriale (ad esempio, marchi, brevetti);

b) alle operazioni con parti correlate atipiche e/o inusuali»: CONSOB, *Documento di consultazione 2008*, cit., p. 157.

L'eliminazione della previsione fu il risultato della consultazione con il mercato, giustificata dal rischio che «la gestione sociale venisse irrigidita e che venissero comunicate al mercato un numero eccessivo di informazioni, degenerando, così, in una mera disinformazione, riducendo il valore segnaletico delle stesse e gravando, infine, le società interessate di costi ingiustificati»: S. ESPOSITO, *Le operazioni con parti correlate: regole sulla trasparenza e sul governo societario*, cit., p. 867.

²¹⁸ L. ENRIQUES, "Parti correlate" l'alba delle regole, Repubblica, 4 giugno 2012, il quale suggeriva, quindi, di considerare come OPC di maggiore rilevanza anche quelle che «superano come controvalore il 5 per cento degli utili (o in alternativa dei ricavi)»; analogamente, in termini più approfonditi, v. M. GOMIS DI TRANA, *Le parti correlate nell'economia d'azienda*, cit., p. 261 e s., il quale, in aggiunta, rileva come si tratti di operazioni che sfuggono alla applicabilità della disciplina sia perché irrilevanti rispetto alle soglie, sia perché normalmente catalogate come ordinarie (*infra* nel testo che segue). Ancora una volta v'è da segnalare come l'originaria proposta di regolamentazione contemplasse un indice di rilevanza relativo agli utili (cfr. art. 1.1, lett. c, Allegato 3I, in CONSOB, *Documento di consultazione 2008*, cit.) successivamente espunto a seguito della consultazione con il mercato.

ovvero «realizzate in esecuzione di un medesimo disegno unitario» (art. 5, co. 2, Reg. OPC)²¹⁹.

Non diversamente, la disciplina dettata in tema di operazioni ordinarie²²⁰ «avrebbe lasciato aperto un importante canale che potrebbe far passare come ordinarie (...) operazioni che in realtà hanno tutt'altra natura»; nonostante una disciplina maggiormente dettagliata, anche in questo caso si sarebbe «lasciato ampio margine nell'identificazione di tali operazioni»²²¹.

L'esperienza applicativa dei primi dieci anni conferma, almeno in parte, i dubbi sollevati in tema di operazioni ordinarie. Infatti, nelle relazioni annualmente realizzate dall'Autorità vi è sovente traccia di raccomandazioni, ovvero notizia di

²¹⁹ GOMIS DI TRANA, *Le parti correlate nell'economia d'azienda*, cit., p. 260.

²²⁰ Come noto il Regolamento, all'art. 13, co. 3, lett. c), prevede che le società emittenti possano escludere dall'applicazione della procedura (in tutto o in parte e fermi restando obblighi di *disclosure* alla Consob e nelle relazioni intermedia ed annuale) le operazioni ordinarie che siano concluse a condizioni equivalenti a quelle di mercato o *standard*. Ai sensi dell'art. 3, co. 1, lett. d), "ordinarie" devono considerarsi quelle operazioni rientranti nell'ordinario esercizio dell'attività operativa e della connessa attività finanziaria, mentre la successiva lett. e) del medesimo comma, chiarisce che sono considerate "condizioni equivalenti a quelle di mercato o *standard*" le «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». Ulteriori chiarimenti sono contenuti nella successiva Comunicazione OPC, § 3, ove, in estrema sintesi, si precisa che due ulteriori requisiti devono essere soddisfatti affinché l'operazione sia qualificabile come ordinaria: i) anzitutto, la sua ascrivibilità all'attività operativa o, alternativamente, all'attività finanziaria a questa connessa; ii) secondariamente, l'operazione deve altresì rientrare nell'esercizio ordinario dell'attività operativa o della connessa attività finanziaria.

²²¹ M. GOMIS DI TRANA, *Le parti correlate nell'economia d'azienda*, cit., p. 259 e s. Lo stesso autore giudica questa ampia discrezionalità qualificatoria, tanto nelle ipotesi di cumulo, quanto per il caso di operazioni ordinarie, contraddittoria rispetto all'approccio quantitativo delle soglie attuato nel Regolamento: non si spiegherebbe infatti, rispetto a tale metro di giudizio, l'attribuzione alle emittenti del potere di stabilire, per il tramite di criteri soggettivamente qualitativi, l'esclusione a monte (ed arbitrariamente) di alcune operazioni (*ivi*, p. 257). Sul punto, perplessità sono espresse anche da L. ENRIQUES, *La corporate governance delle società quotate italiane: sfide e opportunità*, in *Giur. comm.*, 2012, I, pp. 493 e ss.

procedimenti sanzionatori, inerenti alla corretta qualificazione di operazioni “ordinarie”²²².

Una valutazione unitaria di tali criticità (assenza di soglie calibrate sugli utili ovvero sui ricavi, rigidità delle soglie previste²²³, eccessiva discrezionalità sulle valutazioni ai fini del cumulo ovvero del carattere ordinario delle OPC) ha, quindi, portato a ritenere che molteplici operazioni siano sfuggite alla *disclosure* ovvero all’applicazione della disciplina nella sua interezza (OPC ordinarie), così frustrando i potenziali benefici, pure in parte oggettivamente raggiunti, che si sarebbero potuti realizzare²²⁴.

Rispetto a tali ipotesi, che spiegherebbero la riduzione del numero di operazioni compiute e la conseguente scarsa pubblicazione di documenti

²²² In particolare, cfr.: CONSOB, *Relazione per l’anno 2015*, Roma, 31 marzo 2016, p. 102; CONSOB, *Relazione per l’anno 2013*, Roma, 31 marzo 2014, p. 203; e CONSOB, *Delibera n. 20183-bis*, 8 novembre 2017, dove si delibera una sanzione pecuniaria alla società emittente per errata qualificazione come OPC ordinaria di un affitto di ramo d’azienda (il provvedimento è disponibile all’indirizzo www.consob.it).

²²³ Merita, tuttavia, precisare che la soglia del 5% è abbassata al 2,5% per ciascun indice di rilevanza nelle ipotesi di operazioni compiute con la società controllante quotata o con soggetti a quest’ultima correlati che risultino a loro volta correlati alla società (v. art. 1.2, Allegato 3, Reg. OPC), mentre viene rimessa alla valutazione delle società emittenti l’individuazione di soglie di rilevanza inferiori rispetto a quelle definite dal Regolamento per le operazioni che possano incidere sull’autonomia gestionale dell’emittente, come ad esempio la cessione di attività immateriali quali marchi e brevetti (v. art. 1.3, Allegato 3, Reg. OPC).

²²⁴ F. BAVA - M. GOMIS DI TRANA, *Disclosure on Related Party Transactions: Evidence from Italian Listed Companies*, cit., p. 142. Peraltro, non manca chi ricollega tale carenza normativa all’elevato indice di *earnings management* (manipolazione di bilanci) che caratterizzerebbe l’operato di molteplici realtà societarie; il riferimento è a P.L. MARCHINI - T. MAZZA - A. MEDIOLI, *The impact of related party transactions on earnings management: some insights from the Italian context*, cit., p. 981 e ss.: in particolare, sulla base delle informazioni ricavabili dalla nota integrativa al bilancio (che, come noto, richiede completa *disclosure* delle OPC, v. art. 2427, co. 1, n° 20-bis, cod.civ.), gli autori rilevano come la manipolazione di bilanci, realizzata per il tramite di OPC, non sia sufficientemente presidiata dalle norme dettate dal Regolamento, auspicando, quindi, interventi correttivi volti ad assicurare (non una maggiore bensì) una migliore *disclosure* (*ivi*, p. 1007). Da un insieme di dati accuratamente raccolti (M. GOMIS DI TRANA, *Le parti correlate nell’economia d’azienda*, cit., pp. 203 e ss.) emerge un’elevata densità di operazioni (spesso infragruppo) nell’ultimo periodo di bilancio, con effetti generalmente positivi sullo stesso, onde fondato parrebbe il sospetto che si tratti di operazioni tipicamente di *earnings management* (*ivi*, 213).

informativi, deve necessariamente aggiungersi l'ulteriore considerazione secondo la quale tale riduzione vedrebbe la propria giustificazione nella variazione degli assetti proprietari delle società quotate. In particolare, è stato rilevato che il numero di gruppi piramidali sia diminuito tra il 2014 ed il 2016, soprattutto a causa di fusioni infragruppo di società o di operazioni di cambio di controllo che coinvolgevano la controllata quotata²²⁵. Costituendo le operazioni infragruppo la tipologia di operazione maggiormente diffusa nel sistema societario italiano²²⁶, una diminuzione dei soggetti interessati avrebbe, giocoforza, inciso direttamente sul numero di OPC compiute.

Per quanto quest'ultimo rilievo possa considerarsi corretto, la Consob, in sede di recepimento della SHRD II, non ha trascurato i rilievi emersi non solo dalla dottrina ma anche dalla propria esperienza applicativa, implementando taluni presidi volti, precipuamente, ad assicurare una maggiore effettività della disciplina in sede di ricognizione, quindi emersione, di operazioni particolarmente rischiose troppo spesso sfuggite al reticolo normativo.

3.2 (segue). L'informazione endosocietaria

Come l'informazione *extra*-societaria, anche quella endosocietaria viene declinata diversamente, in ragione della maggiore ovvero minore rilevanza dell'operazione e della tempistica, *ex ante* o *ex post*, del flusso informativo²²⁷, indici che sono utili ad individuarne anche la diversa funzione.

²²⁵ OECD, *Flexibility and Proportionality in Corporate Governance*, cit., p. 134, nt. 12.

²²⁶ M. GOMIS DI TRANA, *Le parti correlate nell'economia d'azienda*, cit., p. 202 e 205, ove l'A. rileva come il sistema societario domestico si caratterizzi «per la fitta "ragnatela" che lega molte delle società quotate tra di loro».

²²⁷ È stato, autorevolmente, osservato che, per quanto alla disciplina OPC vada riconosciuto l'indubbio merito di aver accresciuto la qualità dell'informazione destinata al pubblico (*extra*-societaria), sono le previsioni dettate in materia di informazione endosocietaria *ex ante* a rappresentare la svolta, innovativa, in tema di informazione, così G. GUIZZI, *Gestione dell'impresa*

Così, la scansione del flusso informativo *ex ante* rispetto al compimento dell'operazione è volta a garantire una certa quantità e tipologia di informazioni sulle quali il comitato OPC potrà fondare le proprie valutazioni inerenti alla correttezza procedurale e sostanziale e alla rispondenza dell'operazione all'interesse sociale; diversamente, il flusso informativo *ex post* è volto ad assicurare una successiva attività di monitoraggio rivolta alla valutazione del rispetto del Regolamento e della procedura predisposta dalla società emittente.

Senza dubbio, nel quadro regolamentare, assume rilevanza centrale l'insieme delle previsioni inerenti all'organizzazione dei flussi informativi intraorganici antecedenti all'approvazione dell'operazione²²⁸ proprio perché, come precedentemente osservato, la disciplina è improntata ad un meccanismo di presidi preventivi plasmati su dettagliate procedure.

In particolare, il coinvolgimento del comitato OPC in un momento anteriore al compimento dell'operazione rappresenta un elemento comune alle procedure per le operazioni di maggiore e di minore rilevanza: si prevede, infatti, che lo stesso sia destinatario, «con congruo anticipo», di «informazioni complete e adeguate» qualora sia chiamato a rendere parere su un'operazione (art. 7, co. 1, lett. c), poi richiamato anche all'art. 8, co. 1, Reg. OPC). In aggiunta, per il solo caso di operazioni di maggiore rilevanza, si richiede che i membri del comitato «siano coinvolti nella fase delle trattative e nella fase istruttoria attraverso la

e interferenze di interessi. Trasparenza, ponderazione e imparzialità nell'amministrazione delle s.p.a., cit., p. 69 e s. A completamento, si può aggiungere che il coinvolgimento degli amministratori indipendenti in uno con l'informazione preventiva rappresentano i momenti non solo innovativi, bensì qualificanti e tipizzanti la disciplina. Sul punto, oltre all'A. appena richiamato, v. E. PUCCI, *Il parere degli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate: profili funzionali*, cit., p. 350.

²²⁸ Per un acuto approfondimento sul tema in generale, v. G. ZAMPERETTI, *Il dovere di informazione degli amministratori nella governance di società per azioni*, Milano, 2005, *passim*.

Quanto all'informazione successiva all'operazione (*ex post*), identiche sono le previsioni per le OPC di maggiore e di minore rilevanza, essendo richiesta «una completa informativa almeno trimestrale al consiglio di amministrazione e al collegio sindacale sull'esecuzione delle operazioni», artt. 7, co. 1, lett. f), e 8, co. 1, per rinvio).

ricezione di un flusso informativo completo e tempestivo e con la facoltà di richiedere informazioni e di formulare osservazioni» ai soggetti deputati alla conduzione delle trattative o dell'istruttoria (art. 8, co. 1, lett. b)).

Nonostante tale ultima ulteriore previsione, con riguardo al “*quantum*” informativo, si è detto che l'informazione da destinare al comitato sia sostanzialmente la medesima per le OPC di maggiore e di minore rilevanza²²⁹. L'osservazione merita di essere condivisa pur con la precisazione che il “*quantum*” informativo può ritenersi in buona sostanza il medesimo per entrambe le tipologie di operazioni se funzionalmente inteso rispetto allo scopo per il quale il flusso informativo deve essere assicurato, essendo previsto per entrambe che esso sia «adeguato e completo» (art. 7, co.1 lett. c) e art. 8, co. 1)²³⁰. In altre parole, l'adeguatezza e la completezza informativa vanno valutate rispetto alla funzione che l'informazione svolge: nell'un caso (operazioni di minore rilevanza), infatti, sarebbe funzionale alla predisposizione del parere, onde, si è osservato, «pare legittimo informare il comitato quando le trattative si siano ormai concluse»²³¹; nell'altro (operazioni di maggiore rilevanza), l'informazione adeguata e completa sarebbe funzionale al coinvolgimento del comitato nella fase delle trattative ovvero nella fase istruttoria, onde, differente è il livello di maturità che l'operazione avrà raggiunto.

Emerge, così, anche il “momento” in cui il comitato OPC dovrebbe ricevere le informazioni e il differente ruolo che lo stesso svolge. Infatti, se per le operazioni di minore rilevanza il «congruo anticipo» con cui il comitato riceverà le

²²⁹ D. REGOLI, *L'informazione nelle operazioni con parti correlate*, cit., p. 558.

²³⁰ E infatti lo stesso A. citato alla nota precedente precisa, altrove, che «l'informazione è, pur sempre, la medesima e cioè un'informazione completa ed adeguata allo scopo per cui deve essere fornita», D. REGOLI, *L'informazione delle e sulle operazioni con parti correlate*, in V. CARIELLO (a cura di), *Le operazioni con parti correlate. Atti del Convegno Università Cattolica del Sacro Cuore, Piacenza, 19 novembre 2010*, cit., p. 151. Sul carattere “completo” e “adeguato” delle informazioni v. anche N. MICHIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., p. 130.

²³¹ M. HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*, cit., p. 60.

informazioni avverrà, come detto, *in limine* all'approvazione del parere, in quelle di maggiore rilevanza l'ulteriore previsione del suo coinvolgimento «nella fase delle trattative e nella fase istruttoria attraverso la ricezione di un flusso completo e tempestivo»²³², oltre a segnalare un “momento” antecedente nell'informazione

²³² Merita ricordare come il ruolo degli amministratori indipendenti si sia notevolmente ridotto nei differenti passaggi che hanno preceduto l'emanazione del Regolamento: rispetto alla prima proposta che attribuiva loro «un ruolo determinante nella conduzione delle trattative, [e] nell'istruttoria della deliberazione» e che si concretizzava in «una partecipazione attiva di quest'ultimi nelle negoziazioni» (CONSOB, *Documento di consultazione 2008*, cit., p. 72), si è passati al più contenuto ruolo della «partecipazione alle trattative» e con la previsione di adeguati flussi informativi (*ivi*, p. 18; sul punto v. le critiche sollevate da Montalenti e raccolte in P. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate tra efficienza gestionale nei gruppi e rischi di conflitti di interessi: quale disciplina?*, cit., p. 154 e 158, nonché P. MONTALENTI, *Corporate governance e mercati finanziari: un rapporto controverso*, in AA.VV., *I nuovi equilibri mondiali: imprese, banche, risparmiatori*, Atti del convegno CNPDS-Fondazione Courmayeur, 26-27 settembre 2008, Milano, 2009, pp. 67 e ss.), per giungere, infine, all'attuale formulazione più generica del “coinvolgimento informativo”; sul punto, a conclusione della fase di consultazione, v. ASSONIME, *La disciplina della Consob in materia di operazioni con parti correlate. Circolare N. 38 del 6 dicembre 2010*, p. 77, ove si osserva che la partecipazione diretta degli amministratori indipendenti alle trattative «avrebbe modificato significativamente il ruolo degli indipendenti, sia perché avrebbero assunto un ruolo “quasi-esecutivo” in sede di gestione di un'operazione rilevante (perdendo per definizione la qualifica di amministratore indipendente) sia perché nella successiva fase deliberativa avrebbero perso l'indipendenza nel giudizio rispetto ad un'operazione che avevano “gestito” nelle fasi antecedenti». Gli è che, al netto delle previsioni regolamentari, pare irragionevole escludere una partecipazione diretta alle trattative qualora la stessa sia «strumento finalizzato ad assicurare una più completa e tempestiva informazione nonché la possibilità di interloquire con chi conduce la trattativa», in questi termini G. PRESTI, *Commento sub art. 2391-bis*, cit., p. 1370; non esclude tale possibilità, se prevista nelle procedure, nemmeno A. POMELLI, *Sub art. 2391-bis*, cit., p. 756; S. LOPATRIELLO - S. PROVIDENTI, *Commento sub art. 2391-bis*, in D.U. SANTOSUOSSO (a cura di), *Delle Società, Dell'Azienda, Della Concorrenza*, Milano, 2015, p. 345 e ss.; *contra*: M. BAGLIONI - G. GRASSO, *Parti Correlate: l'attività di predisposizione delle nuove procedure interne*, in *Società*, 2010, p. 732.

Per quanto il dibattito sugli amministratori indipendenti abbia raggiunto un notevole grado di approfondimento (*infra*, paragrafo successivo), deve rilevarsi come si tratti di una figura i cui contorni (intesi come l'insieme dei poteri, dei doveri e delle facoltà) restano tutt'ora in fase di definizione. Come si avrà modo di vedere, nei molteplici passaggi che coinvolgono i predetti contorni, la costante preoccupazione della dottrina maggioritaria consiste nel salvaguardare il carattere non-esecutivo degli stessi e la loro estraneità rispetto alla gestione degli affari correnti, al fine di assicurare un corretto (ed indipendente) monitoraggio sull'operato degli esecutivi. Dovendosi quindi escludere qualsiasi potere di decisione di stampo esecutivo, opacità si presentano nella fase precedente alla decisione definitiva, onde l'attribuzione di eccessive

endosocietaria rispetto a quello delle operazioni di minore rilevanza, evidenzia il differente ruolo che il comitato è chiamato a svolgere, il quale avrà, altresì, la «facoltà di richiedere informazioni e di formulare osservazioni»²³³.

E tuttavia, è stato opportunamente osservato che in caso di operazione di minore rilevanza difficilmente il comitato potrebbe limitarsi ad essere destinatario passivo di un certo flusso informativo. Infatti, in quanto amministratori, i componenti del comitato non solo sarebbero sottoposti al dovere di agire in modo informato ex art. 2381, co. 6, cod. civ., e dunque tenuti ad attivarsi circa la richiesta di chiarimenti²³⁴, ma altresì, proprio perché investiti del compito di rendere il

prerogative potrebbe inquinare il ruolo di amministratori indipendenti (sul punto però, cfr. le considerazioni svolte dalla stessa Autorità: CONSOB, *Documento di consultazione 2008*, cit., p. 74).

²³³ L'inciso ha suscitato l'attenzione della dottrina nella ricostruzione del ruolo al quale gli amministratori indipendenti sarebbero chiamati. Giova, infatti, ricordare che, essendo tale previsione dettata solo nel caso di operazioni di maggiore rilevanza, il comitato chiamato a formulare il parere deve essere composto esclusivamente da amministratori indipendenti, art. 8, co. 1, lett. b), Reg. OPC.

Sul punto, al predetto fine di non contraddire la natura non esecutiva degli amministratori indipendenti, si ritiene, anzitutto, che la locuzione non sottenda alcun potere in ordine alla formulazione di proposte, ché, diversamente, darebbe luogo ad un «procedimento ibrido, intermedio tra l'informazione e la vera e propria codecisione» (così P. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate*, cit., p. 331; conforme la dottrina prevalente, tra cui, *ex multis*: P. VALENSISE, *Conflitti d'interesse e parti correlate*, cit., p. 1994; A. POMELLI, *Commento sub art. 2391-bis*, cit., p. 756; N. MICHIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., p. 133), essendo, quindi, le facoltà riconosciute pur sempre funzionali ad un coinvolgimento esclusivamente informativo. Tuttavia, si è altresì ragionevolmente osservato come la formulazione di proposte non necessariamente condurrebbe all'instaurazione di un procedimento ibrido, di sostanziale codecisione, potendo, invece, costituire occasione di «accrescimento della dialettica interna» (R. CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate. Fra corporate governance, responsabilità degli amministratori ed efficiente tutela delle minoranze nelle società quotate*, cit., p. 95), fermo restando l'impossibilità per il comitato di giustificare un eventuale parere negativo sul rigetto di una proposta alternativa formulata dallo stesso (A. POMELLI, *Commento sub art. 2391-bis*, cit., p. 756).

²³⁴ N. MICHIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., p. 179 e s.; P. VALENSISE, *Conflitti d'interesse e parti correlate*, cit., p. 1991; sul punto v. anche R. CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate. Fra corporate governance, responsabilità degli amministratori ed efficiente tutela delle minoranze nelle società quotate*, cit., p. 61, il quale rileva, in termini generali, come il tipo di coinvolgimento degli amministratori indipendenti in materia di OPC costituisca «un'estrinsecazione del dovere degli amministratori di agire in modo informato – e della speculare facoltà di informarsi – enunciati dal sesto comma dell'art. 2381 c.c.», dovendosi,

parere, avrebbero «poteri di ricerca attiva», quali quello di «rivolgere domande ai responsabili delle strutture aziendali, almeno nel momento successivo alla conclusione delle trattative, in tutti i casi in cui i dati trasmessi siano insufficienti, carenti o contraddittori e dunque inadeguati a consentirgli il corretto adempimento del dovere di agire in modo informato nel varo del parere»²³⁵.

Rinviando al § successivo le considerazioni inerenti alle valutazioni che il comitato è chiamato ad effettuare e detto delle principali previsioni regolamentari circa i flussi informativi, ai fini che qui interessano può rilevarsi come nel corso della vigenza decennale di tale disciplina, la *compliance* da parte delle società emittenti sul punto pare non aver raggiunto sempre livelli soddisfacenti.

In particolare, una recente analisi condotta su talune procedure che, lungi dal limitarsi ad un mero richiamo delle previsioni regolamentari (artt. 7, co. 1, lett. c) e art. 8, co. 1, lett. b), Reg. OPC), presentano una dettagliata scansione temporale dei flussi informativi, ha posto in evidenza come si assista sovente ad una compressione delle attività del comitato OPC secondo tempistiche (parrebbe) non compatibili con l'ampiezza di approfondimento che il Regolamento richiede,

quindi, escludere che l'informazione endoconsiliare possa limitarsi alla mera ricezione di un flusso informativo quantunque completo e tempestivo.

²³⁵ M. HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*, cit., p. 64 e s.; similmente N. MICHIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., p. 179. Secondo l'interpretazione generalmente accettata e coerente con quella maggioritaria propria dell'art. 2381, co. 6, cod. civ., si tratterebbe di prerogative il cui esercizio richiede necessariamente la collegialità (con specifico riguardo all'art. 2381, co. 6 cod. civ., *ex plurimis*, cfr. U. TOMBARI, *Riflessioni sulle "funzioni" degli amministratori "non esecutivi" e sull'"amministrazione" nella S.p.A. quotata*, in *RDS*, 2020, pp. 328 e ss., ove anche ampia bibliografia, nonché D. REGOLI, *Poteri di informazione e controllo degli amministratori non esecutivi*, in M. CAMPOBASSO (et al.) (diretto da), *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum P. Abbadessa*, Torino, 2014, II, pp. 1129 e ss., il quale individua, in via interpretativa, ipotesi eccezionali di emersione «della dimensione individuale» dei poteri informativi). Ciò nonostante, si è osservato come le previsioni del Regolamento (art. 8, co.1, lett. b), che specifica come il comitato possa delegare a uno o più dei suoi componenti i predetti poteri, non escluderebbero un'assegnazione di poteri informativi individuali (in questi termini M. HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*, cit., p. 64), determinando, le previsioni introdotte dal Reg. OPC, «momenti di iniziale superamento dell'art. 2381, comma 6, cod. civ.», in questi termini M. STELLA RICHTER jr., *La informazione dei singoli amministratori*, in *Banca impr. soc.*, 2017, p. 341.

in special modo per le operazioni di maggiore rilevanza²³⁶. Infatti, gli intervalli di tempo, compresi tra i 2 e i 15 giorni per le operazioni di maggiore rilevanza e tra i 2 e i 7 giorni per quelle di minore rilevanza²³⁷, non possono considerarsi generalmente conformi alle previsioni regolamentari.

Non stupisce, quindi, che in taluni procedimenti sanzionatori avviati dalla Consob, tra le contestazioni mosse alla società emittente, sovente ricorra il mancato ovvero il tardivo coinvolgimento del comitato²³⁸: se, infatti, la completezza informativa è requisito richiesto dal Regolamento, può facilmente rilevarsi come, senza la sua tempestività, la stessa possa essenzialmente risultare non solo inutile²³⁹, ma anche pernicioso e rischioso sul piano della responsabilità, non rappresentando un'esimente per gli amministratori indipendenti la scarsità del tempo avuto a disposizione per il suo necessario approfondimento, a motivo del fatto che, non solo avrebbero dovuto rilevarlo in sede di approvazione della procedura, bensì, che ciò avrebbe giustificato una legittima richiesta di dilazione per l'esatto adempimento dei loro doveri²⁴⁰.

La questione inerente al flusso informativo e alla sua effettiva tempestività aveva, peraltro, sollevato qualche perplessità nei primi commenti successivi all'emanazione del Regolamento e, dopo dieci anni di vigenza, può rilevarsi come, se da un lato talune proposte, tra cui quella di individuare un responsabile della

²³⁶ M. HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*, cit., p. 93. In tal senso è evidente che «il rischio di asimmetrie informative a danno degli amministratori indipendenti costituisce uno dei principali profili critici della disciplina delle operazioni con parti correlate: e ciò soprattutto ove si tenga conto della possibilità che le informazioni decisive al fine di consentire a costoro di formulare un fondato giudizio sulla bontà dell'operazione pervengano solo a ridosso della riunione dell'organo consiliare chiamato a deliberare sul suo compimento», così M. MIOLA, *Le operazioni con parti correlate*, cit., p. 662.

²³⁷ *Ibidem*.

²³⁸ CONSOB, Delibere n. 20144 e 20145 del 2017; Delibere n. 20171 e 20172 del 2017.

²³⁹ Sul punto, Rordorf, secondo cui «[l]a tempestività è, ovviamente, una caratteristica essenziale di qualunque informazione che aspiri ad essere utile», R. RORDORF, *Importanza e limiti dell'informazione nei mercati finanziari*, cit., p. 778.

²⁴⁰ Negli stessi termini, M. HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*, cit., p. 96.

procedura incaricato di «far partire, tempestivamente, il flusso informativo»²⁴¹ mantengono la loro attualità, dall'altro, l'efficacia delle stesse previsioni regolamentari viene a dipendere «dalla capacità dell'emittente di allestire un sistema di flussi»²⁴² idonei. Infatti, come è stato efficacemente osservato, «nel sistema complessivo della *governance* degli emittenti, ciò che è fisiologicamente rilevante non è la ricerca della informazione mancante o della informazione in più (che potrebbe essere fatta anche a fini strumentali, ostruzionistici e – diciamo pure – ricattatori), ma la predisposizione di procedure atte a fare in modo che agli organi sociali siano somministrate informazioni con tempi, modalità e in quantità e qualità tali da consentire agli stessi di assolvere correttamente alle loro funzioni»²⁴³.

Anche per queste ragioni, come si vedrà, a seguito del recepimento della SHRD II, l'Autorità ha ritenuto di procedere a talune specificazioni volte, essenzialmente, a rendere maggiormente efficace il coinvolgimento (tempestivo) del comitato.

²⁴¹ D. REGOLI, *L'informazione delle e sulle operazioni con parti correlate*, cit., p. 148 che osserva come un soggetto responsabile della procedura, necessariamente in posizione apicale, ben potrebbe assumersi il compito (e la relativa responsabilità) dell'applicazione pratica e del funzionamento della procedura, dando concretezza alla "tempestività", perché a conoscenza delle varie fasi di una operazione, e fungere quale presidio per la completezza ed adeguatezza informativa.

²⁴² E. PUCCI, *Operazioni con parti correlate*, cit., p. 417.

²⁴³ M. STELLA RICHTER jr., *La informazione dei singoli amministratori*, cit., p. 342; G. GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi. Trasparenza, ponderazione e imparzialità nell'amministrazione delle s.p.a.*, cit., p. 72.

4. *Gli amministratori indipendenti: una fattispecie in cerca di... funzioni*

Affrontare il tema degli amministratori indipendenti immerge l'avventuriero in uno spaccato dottrinario dai confini di difficile definizione²⁴⁴.

²⁴⁴ È noto come la creazione della figura degli amministratori indipendenti sia rinvenibile intorno agli anni Settanta nell'ordinamento statunitense quale tentativo di contenere il potere dei consigli di amministrazione ai quali era stata imputata la responsabilità di numerosi scandali finanziari. Sul punto v. per tutti, J.N. GORDON, *The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: of Shareholder value and Stock Market Prices*, in *Stanford Law Review*, vol. 59(6), 2007, pp. 1465 e ss. In particolare, è stato evidenziato come il ruolo degli amministratori indipendenti svolgesse una triplice funzione nel contesto societario americano: «[f]irst, they enhance the fidelity of managers to shareholder objectives (...). Second, they enhance the reliability of the firm's public disclosure (...). Third, and more controversially, they provide a mechanism that binds the responsiveness of firms to stock market signals but in a bounded way» (*ivi*, p. 1469).

Benché la conformazione della struttura proprietaria delle società italiane (e più in generale europea) divergesse da quella tipicamente diffusa degli Stati Uniti, la categoria degli indipendenti venne ben presto trapiantata nel continente europeo, nella convinzione per cui, per il caso dell'ordinamento italiano, gli stessi «possono contribuire ad un miglioramento dei sistemi di controllo e ad una riduzione dei c.d. problemi di agenzia tra "maggioranza" e "minoranza"; ciò in quanto essi rappresentano (*rectius*, dovrebbero rappresentare) la massima garanzia del perseguimento dell'interesse sociale», così U. TOMBARI, *Amministratori indipendenti, "sistema dei controlli" e corporate governance: quale futuro?*, in U. TOMBARI (a cura di), *Corporate governance e "sistema dei controlli" nella S.P.A.*, Torino, 2013, p. 45; in argomento anche A. PISANI MASSAMORMILE, *Appunti sugli amministratori indipendenti*, in *RDS*, 2008, p. 239 e s., nonché, con accurata bibliografia, A. LUCIANO, *Amministratori indipendenti ed incarichi esecutivi*, in *RDS*, 2012, pp. 356 e ss.

L'introduzione e la disciplina dell'amministratore indipendente nell'ordinamento domestico avrebbero, dunque, stimolato il passaggio «dall'idea di un "consiglio che gestisce" (*managing board*) a quella di un "consiglio che controlla" (*monitoring board*)» (G. FERRARINI, *Funzione del consiglio di amministrazione, ruolo degli indipendenti e doveri fiduciari*, in M. BIANCHINI - C. DI NOIA (et. al.), *I controlli societari. Molte regole, nessun sistema*, Milano, 2010, p. 51), contribuendo, così, alla tipizzazione di quella che è stata definita la "duplice anima" propria del consiglio di amministrazione (in questi termini M. REBOA, *Il monitoring board e gli amministratori indipendenti*, in *Giur. comm.*, 2010, I, p. 659).

Per il dibattito internazionale in tema di amministratori indipendenti sia consentito limitare il rinvio a: J.N. GORDON, *The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: of Shareholder value and Stock Market Prices*, cit., *passim*; S.M. BAINBRIDGE, *The Board of Directors*, in J.N. GORDON - W.G. RINGE (edited by), *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, cit., pp. 316 e ss.; J. ARMOUR - L. ENRIQUES - E HANSMANN - R. KRAAKMAN, *The Basic Governance Structure: The Interests of Shareholders as a Class*, cit., p. 66 e ss.

Con riguardo alla dottrina italiana, invece, *ex plurimis*: R. LENER, *Gli amministratori indipendenti*, in G. SCOGNAMIGLIO (a cura di), *Profili e problemi dell'amministrazione nella riforma delle società*,

Le finalità del presente lavoro – ed opportune ragioni di economia espositiva – suggeriscono di limitare l’indagine di questa categoria in relazione ai profili che possono interessare il tema che ci occupa, dovendo anzitutto segnalare che, senza dubbio alcuno, la disciplina OPC ha contribuito a ricamare una veste per gli amministratori indipendenti dai connotati più precisi in termini di funzioni e responsabilità di quanto non fosse stato fatto in passato²⁴⁵.

In particolare, si è detto che la disciplina OPC, così dettagliata nell’attribuzione di specifiche competenze e dei poteri a queste funzionali, rappresenterebbe l’occasione per superare non solo le incertezze relative al loro

Milano, 2003, pp. 115 e ss.; A. PISANI MASSAMORMILE, *Appunti sugli amministratori indipendenti*, cit.; L. CALVOSA, *Alcune riflessioni sulla figura degli amministratori indipendenti*, in F. ANNUNZIATA (a cura di), *Il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, Milano, 2015, pp. 45 e ss.; D. REGOLI, *Gli amministratori indipendenti e i codici di Autodisciplina*, in M. VIETTI (diretto da), *La governance nelle società di capitali. A dieci anni dalla riforma*, cit., pp. 127 e ss.; U. TOMBARI, *Amministratori indipendenti, “sistema dei controlli” e corporate governance: quale futuro?*, cit., p. 35 e ss.; M. BELCREDI, *La questione del ruolo «specifico» degli indipendenti nei sistemi di governance*, in M. BIANCHINI – C. DI NOIA (a cura di), *I controlli societari. Molte regole, nessun sistema*, cit., pp. 67 e ss.; P. FERRO-LUZZI, *Indipendente... da chi; da cosa?*, in *Riv. soc.*, 2008, pp. 204 e ss.; N. SALANITRO, *Nozione e disciplina degli amministratori indipendenti*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2008, I, pp. 6 e ss. V. anche la storica, “scettica”, posizione di G. ROSSI, *Le c.d. regole di corporate governance sono in grado di incidere sul comportamento degli amministratori?*, in *Riv. soc.*, 2001, pp. 12 e ss., anche in ID., *Il mito della corporate governance*, in AA.VV., *Le nuove funzioni degli organi societari: verso la Corporate Governance?*, Milano, 2002, pp. 13 e ss., ove l’A. definì gli amministratori indipendenti come *financial gigolò*.

²⁴⁵ Come noto, nel nostro ordinamento la figura dell’amministratore indipendente ha fatto la sua prima “comparsa” nel Codice di Autodisciplina delle società quotate di Borsa Italiana sin dalla sua prima edizione del 1999. Fu solo con la riforma del 2003, quindi con successivi interventi regolatori (su tutti la Legge 28 dicembre 2005, n. 262, poi modificata con il d.lgs. correttivo 29 dicembre 2006, n. 303), che la categoria degli amministratori indipendenti ricevette piena cittadinanza nelle norme di rango primario; ma, si osserva, è solo con il Regolamento OPC che «la disciplina [degli amministratori indipendenti] ha ormai assunto i connotati di un vero e proprio statuto speciale», così D. REGOLI, *Poteri di informazione e controllo degli amministratori non esecutivi*, cit., p. 1123; ID. *Gli amministratori indipendenti*, in P. ABBADESSA - G.B. PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum Gian Franco Campobasso, cit., II, pp. 385 e ss.; negli stessi termini, parrebbe, anche L. CALVOSA, *Alcune riflessioni sulla figura degli amministratori indipendenti*, cit., p. 54.

effettivo contributo in termini di *performance* economica della società²⁴⁶, ma anche i numerosi ostacoli alla piena realizzazione, in termini di efficacia nel monitoraggio, della funzione degli indipendenti²⁴⁷. Il riferimento è ai nodi inerenti all'asimmetria informativa rispetto agli amministratori esecutivi, determinata dalla complessità delle informazioni spesso comunicate a ridosso dei consigli²⁴⁸ che limiterebbe un effettivo monitoraggio da parte degli stessi²⁴⁹; il c.d. rischio di "cattura" degli amministratori indipendenti da parte del gruppo di comando²⁵⁰; la mancanza di competenze idonee a valutare operazioni e attività gestionali complesse²⁵¹. Inoltre, si è detto, tra le cause di inefficienza vi sarebbe «lo scarso impegno, anche in termini di tempo, dedicato alla attività e alla modesta organizzazione e coesione interna degli amministratori indipendenti che talvolta

²⁴⁶ Cfr., su tutti, S. BHAGAT - B.S. BLACK, *The Non-Correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance*, in *The Journal of Corporation Law*, vol. 27, 2002, pp. 231 e ss., e IDD., *The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance*, in *The Business Lawyer*, vol. 54(3), 1999, pp. 921 e ss. Sul punto, con dovizia bibliografica inerente ai divergenti studi empirici di stampo economico, v. N. MOSCARIELLO - M. PIZZO - D. GOVORUN - A. KOSTYUK, *Independent minority directors and firm value in a principal-principal agency setting: evidence from Italy*, in *Journal of Management and Governance*, vol. 23(1), 2019, pp. 168 e ss.

²⁴⁷ M. HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*, cit., p. 49.

²⁴⁸ Sul tema, più in generale, v. il recente contributo di P. MARCHETTI, *Sull'informativa preconigliare e sulla sua possibile complessità*, in P. MARCHETTI - F. GHEZZI - R. SACCHI (a cura di), *Il caleidoscopio dell'informazione nel diritto societario e dei mercati. In ricordo di Guido Rossi*, cit., pp. 105 e ss.

²⁴⁹ *Ex multis*: L. CALVOSA, *Alcune riflessioni sulla figura degli amministratori indipendenti*, cit., p. 53. Il deficit informativo, la mancanza di adeguate competenze e idonei strumenti avrebbero reso inefficace la categoria degli amministratori indipendenti non solo rispetto a determinati scandali societari (caso Enron), ma, altresì, verso l'ultima crisi finanziaria del 2011, U. TOMBARI, *Amministratori indipendenti, "sistema dei controlli" e corporate governance: quale futuro?*, cit., p. 36.

²⁵⁰ *Ut supra* nota 118; sul punto v. anche N. MICHIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., p. 229 e s.; M. MIOLA, *Le operazioni con parti correlate*, cit., p. 661.

²⁵¹ R. LENER, *Gli amministratori indipendenti*, cit., p. 132; sul punto più in generale v. *Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law. Brussels, 5 aprile 2011* (con presentazione di Francesco Chiappetta ed Umberto Tombari, Il "Report on the Future of EU Company Law": una breve introduzione), in *RDS*, 2011, pp. 746 e ss.

sono la causa, altre volte l'effetto, del mancato esercizio delle prerogative di una effettiva indipendenza»²⁵².

Prima di addentrarsi negli aspetti (già in parte descritti) che caratterizzano l'amministratore indipendente nel Regolamento OPC, e, in special modo, in quelli che hanno avuto un significativo riflesso nella prassi applicativa, giova premettere qualche osservazione a beneficio di un migliore inquadramento normativo dell'amministratore indipendente nella cornice delle operazioni con parti correlate.

Come risulta dalle prime intenzioni regolamentari, la Consob intendeva attribuire agli amministratori indipendenti un ruolo di spicco e determinante nell'intera fase di approvazione di operazioni con parti correlate. Per quanto il ruolo degli amministratori si sia attenuato rispetto alle originarie proposte, non può dubitarsi del carattere rilevante, quando non determinante, attribuito agli stessi.

In particolare, il Regolamento, nell'imporre l'obbligo in capo al consiglio di amministrazione di adottare le procedure idonee ad assicurare la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate, richiede, anzitutto, che le stesse siano approvate previo parere favorevole di un comitato, anche appositamente costituito, composto esclusivamente da amministratori indipendenti; si precisa, inoltre che, in mancanza di almeno tre amministratori indipendenti in carica, il parere sia reso da quelli eventualmente presenti, ovvero, previo parere non vincolante di un esperto indipendente (art. 4, co. 3, Reg. OPC).

È, tuttavia, in sede di approvazione di determinate operazioni che gli amministratori indipendenti sono chiamati a svolgere un ruolo fino ad ora inedito almeno nel nostro ordinamento²⁵³. In particolare, come già accennato nei

²⁵² D. REGOLI, *Gli amministratori indipendenti e i codici di Autodisciplina*, cit., p. 131, nt. 11.

²⁵³ Circa il coinvolgimento degli amministratori indipendenti nei sistemi anglosassoni, v. R. CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate. Fra corporate governance, responsabilità degli*

paragrafi che precedono circa il flusso informativo endosocietario ed il coinvolgimento del comitato, secondo la declinazione normativa operata in ragione della minore ovvero maggiore rilevanza delle OPC, si prevede, per le operazioni di minore rilevanza, che un comitato «composto esclusivamente da amministratori non esecutivi e non correlati, in maggioranza indipendenti, esprima un motivato parere non vincolante, sull'interesse della società al compimento dell'operazione nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni» (art. 7, co. 1, lett. a), Reg. OPC). Un previo parere avente il medesimo oggetto ma a carattere vincolante viene, invece, richiesto per l'approvazione di operazioni di maggiore rilevanza, da parte di un comitato, in questo caso, composto esclusivamente da amministratori indipendenti e non correlati (art. 8, co. 1, lett. b), Reg. OPC).

Epperò, giova rilevare come non si tratti di un vero e proprio veto da parte del comitato, poiché il rilascio di un parere vincolante è temperato, in caso di esito negativo, dalla (opzionale²⁵⁴) disciplina del c.d. *whitewash* (ovvero *majority of the minority rule*), meccanismo che consente di compiere ugualmente l'operazione a seguito del voto favorevole espresso dai soci non correlati presenti in assemblea, sempreché rappresentino almeno una determinata quota del capitale sociale con diritto di voto non superiore al dieci per cento (art. 11, co. 3, Reg. OPC)²⁵⁵.

amministratori ed efficiente tutela delle minoranze nelle società quotate, cit., pp. 85 e ss.; con esclusivo riferimento al sistema statunitense, D. SEMEGHINI, *Valutazioni preventive e retrospettive sulle operazioni con parti correlate: spunti dalla comparazione con la giurisprudenza del Delaware*, cit., pp. 139 e ss. Sul punto, la disciplina OPC rappresenterebbe uno di quei casi in cui si registrano «spinte (...) che svelano l'avvicinamento fra sistemi anglosassoni e sistemi continentali, all'insegna di un'osmosi parziale fra modelli contrapposti», M. COSSU, *Società aperte e interesse sociale*, cit., p. 12.

²⁵⁴ Il ricorso al *whitewash* è rimesso alla discrezionalità delle società emittenti. Nei fatti la sua mancata previsione determinerà, dunque, l'interruzione delle trattative, precludendo, quindi, la conclusione dell'operazione. In tal caso, il parere acquisterà, giocoforza, le caratteristiche di un vero e proprio veto.

²⁵⁵ Si tratta di un meccanismo che vede l'attribuzione di rilevanti poteri "decisori" in capo ai soci non correlati circa l'approvazione di una OPC (sul punto, diffusamente, M. HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*, cit., pp. 113 e ss., che rileva come la disciplina in commento

confermi «la legittimità di un'azione di orientamento dei soci nell'ambito delle società gestite con il modello tradizionale», *ivi*, p. 139). Fanno ricorso a tale strategia molteplici società dell'ordinamento inglese che, a ragione, è stata definita come “(*minority-*) *shareholder centred*”, *ivi*, p. 7 e ss. e 34; sul punto anche P. DAVIES, *Related Party Transactions: UK Model*, cit., pp. 361 e ss.

In Italia, come si è visto, pur prediligendo il coinvolgimento degli indipendenti (sistema *board-centred*), l'istituto dell'autorizzazione assembleare «per come è strutturato, costituisce allo stato una soluzione piuttosto originale (...), che non ha immediati corrispondenti negli ordinamenti dei paesi più avanzati»: A. POMELLI, *Commento sub art. 2391-bis*, cit., p. 759. Si è detto che la previsione di questo “intervento dolce” (così P. ABBADESSA, *Assemblea ed operazioni con parti correlate (prime riflessioni)*), in P. BENAZZO - CERA M. - PATRIARCA S., *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze. Studi in onore di Giuseppe Zanarone*, Milano, 2011, p. 590, anche in V. CARIELLO (a cura di), *Le operazioni con parti correlate. Atti del convegno. Università Cattolica del Sacro Cuore, Piacenza, 19 novembre 2010*, cit., p. 25) da parte dell'assemblea rappresenterebbe «un esplicito riconoscimento del principio che gli interessi economici di cui sono portatori i soci possono essere tra loro fortemente distanti, al punto da legittimare tecniche deliberative idonee a rimodulare il normale funzionamento del principio maggioritario», così E. PUCCI, *Operazioni con parti correlate*, cit., p. 416. Altro Autore, riportando esempi normativi di ulteriori interventi a carattere (latamente) decisorio propri dell'assemblea, ha osservato come anche l'introduzione del *whitewash* debba inserirsi all'interno di «quel movimento di pensiero ed anche riforme volte a recuperare un certo ruolo di indirizzo dell'assemblea sulla gestione», in questi termini M. CAMPOBASSO, *Il futuro delle società di capitali*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, p. 150 e s. in argomento v. anche M. NOTARI, *La sterilizzazione del voto nelle società per azioni: appunti sul tema di “whitewash” e dintorni*, in AA. VV., *Studi in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2011, pp. 397 e ss. Circa il contenuto della delibera assembleare, con particolare riguardo alla motivazione v. L. MARCHEGIANI, *La motivazione delle deliberazioni consiliari nelle società per azioni*, Milano, 2018, pp. 88 e ss.

Non sono, tuttavia, mancate critiche circa il temperamento introdotto alla Consob, tra cui si veda: V. SALAFIA, *Le operazioni con parti correlate*, in *Società*, 2010, p. 738; P. FERRO-LUZZI, *Parti correlate; Il Documento di consultazione*, cit., pp. 9 e 10; P. ABBADESSA, *Assemblea ed operazioni con parti correlate (prime riflessioni)*, cit., p. 19, secondo il quale «non è rimedio che si segnali per particolare efficienza, considerati i tempi ed i costi dell'attivazione della procedura, nonché il pregiudizio reputazionale che può conseguire all'emersione esterna di tali dissensi»; *contra* sul punto, ritenendo che la stessa, invece, «è funzionale a garantire l'efficienza dell'azione gestoria, “filo rosso” della riforma del 2003», M. HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*, cit., p. 126.

Al netto delle notevoli implicazioni teoriche che siffatto strumento ha suscitato nel dibattito dottrinale, deve tuttavia rilevarsi come il suo utilizzo sia stato, sostanzialmente, nullo nella prassi applicativa, pur avendo quasi la totalità delle emittenti recepito tale facoltà nelle proprie procedure (invero, si è registrata un'unica applicazione volontaria della procedura in discorso, utilizzata, peraltro, quale presidio aggiuntivo rispetto al parere del comitato degli amministratori indipendenti e volto ad assicurare il coinvolgimento dei soci; v. CONSOB, *Relazione per l'anno 2016*, Roma, 31 marzo, 2017, p. 111). Sul punto, preconizzando il suo scarso utilizzo, v. P. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate*, cit., p. 332.

Alla luce di queste previsioni, in uno con quelle approfondite nei paragrafi che precedono, appare, dunque, corroborata quella autorevole considerazione che vedeva nella introduzione del Regolamento OPC «un'occasione significativa per definire con maggiore precisione i poteri degli amministratori indipendenti, in modo da rendere verificabile la loro attività ed accertare le conseguenti responsabilità»²⁵⁶.

Si può, quindi, ritenere che, quantomeno sul piano formale, il Regolamento OPC abbia contribuito alla istituzionalizzazione degli amministratori indipendenti; e, tuttavia, occorre precisare come le considerazioni che si stanno svolgendo non possano ritenersi valide per tutta la categoria degli amministratori indipendenti, bensì, esclusivamente, per quanti si troveranno ad essere membri del comitato chiamato a rilasciare il parere in tema di OPC²⁵⁷.

Venendo ai punti salienti sui quali, in questa sede, si ritiene opportuno soffermarsi e premessa qualche rapida considerazione circa il requisito dell'indipendenza, si porranno in luce taluni profili che hanno suscitato maggior interesse pratico, anche alla luce delle successive modifiche introdotte, e che, essenzialmente, riguardano il compito che gli stessi sono chiamati a svolgere in seno ai comitati, con specifico riguardo al giudizio che agli stessi viene richiesto e al regime di responsabilità che ne deriva.

²⁵⁶ M. MIOLA, *Le operazioni con parti correlate*, cit., p. 656.

²⁵⁷ sul punto v. M. CERA, *"Indipendenti", interlocking ed interessi fra modelli societari e realtà*, in P. BENAZZO - CERA M. - PATRIARCA S., *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze. Studi in onore di Giuseppe Zanonone*, cit., p. 617 e s., il quale rileva come «nel discutere di amministratori indipendenti non si può non tener conto delle caratteristiche dell'organismo ove essi sono inseriti, della sua composizione e dei suoi poteri».

4.1 (segue). L'indipendenza

Preliminarmente, qualche breve considerazione deve essere spesa sul requisito di indipendenza richiesto in capo ad un amministratore affinché possa far parte del comitato OPC²⁵⁸.

Come noto, il Regolamento all'art. 3, co.1, lett. h) rinvia alla disciplina indicata dall'art. 148, co. 3 del TUF, ovvero ai codici di comportamento qualora la società emittente dichiara di aderirvi e sempre che siano previsti requisiti di indipendenza almeno equivalenti a quelli di cui alla disposizione appena richiamata²⁵⁹.

Ebbene, la definizione di indipendenza, sin dalla sua introduzione, ha suscitato un acceso dibattito difficilmente destinato a trovare pacifica soluzione in punto di diritto positivo. E la ragione è presto detta: a fronte di un chiaro obiettivo

²⁵⁸ Come poc'anzi rilevato, in caso di operazioni di maggiore rilevanza, il requisito dell'indipendenza è richiesto in capo a tutti i componenti del comitato (art. 8, co. 1, lett. b), Reg. OPC).

Il legislatore nel 2005 ha reso obbligatoria la presenza di amministratori in possesso dei requisiti di indipendenza in tutte le società quotate (almeno uno oppure due se l'organo è composto da più di sette membri (art. 147-ter, TUF). Al riguardo, il codice di *Corporate Governance* prevede, invece, la presenza di almeno due amministratori indipendenti diversi dal Presidente, specificando che mentre per le «società grandi a proprietà concentrata gli amministratori indipendenti costituiscono almeno un terzo dell'organo di amministrazione, [n]elle altre società grandi gli amministratori indipendenti costituiscono almeno la metà dell'organo di amministrazione», Codice di *Corporate Governance*, Gennaio 2020, art. 2, Raccomandazione 5.

²⁵⁹ L'articolo 148, co. 3, TUF, ricava la nozione di indipendenza "in negativo": si esclude, infatti, che detta qualità possa essere riconosciuta laddove il soggetto proposto per la carica evidenzi "legami qualificati" con il *management* della società, di sue controllate, di società che la controllano o sottoposte a comune controllo ovvero sia titolare di rapporti di lavoro o comunque di carattere patrimoniale o professionale (idonei a comprometterne, appunto, l'indipendenza) con gli stessi soggetti appena menzionati. La norma non specifica ulteriori "legami" rilevanti e nemmeno fornisce indicazioni sullo "specifico ruolo" che i componenti indipendenti sono chiamati ad assumere nell'ambito dell'organo gestorio della società. In argomento, tra i primi commenti cfr. A. PISANI MASSAMORMILE, *Appunti sugli amministratori indipendenti*, cit., p. 240 e ss.; nonché il recente e ricco contributo di V. CARIELLO, *Indipendenza sostanziale e codice di autodisciplina*, cit., p. 650 e ss.

da parte del legislatore²⁶⁰, sono oramai evidenti i limiti di ogni tentativo di completa definizione, che derivano da una «ubiquità della nozione registrabile all'interno del medesimo ordinamento italiano, [dal]la sua conclamata sfuggevolezza e evanescenza, [dal]la conseguente (pressoché universalmente attestata) estremamente ardua (se non, allo stato, finanche impossibile) elaborazione di una definizione unitaria di amministratori indipendenti e di indipendenza comune e applicabile a tutti gli ordinamenti»²⁶¹. Infatti, l'indipendenza degli amministratori ben può essere metaforicamente rappresentata da una fotografia istantanea di un paesaggio, effettuata in un determinato momento. Immediatamente dopo lo scatto, fisiologico appare il "rischio" che non venga dato rilievo alcuno a quanto, accadendo, possa anche in minima parte modificarne le fattezze²⁶². Così, l'indipendenza dell'amministratore, più di altre qualifiche, viene (più o meno) scrupolosamente valutata in un determinato momento²⁶³, laddove l'assenza delle dettagliate e circostanziate situazioni "formalmente" obiettive stabilite dalla legge (ovvero dal codice di Autodisciplina) fa presumere che la stessa sussista. Epperò, coinvolgendo tali situazioni la dimensione non solo professionale, bensì (latamente) sociale che circonda e caratterizza la vita di un individuo, la valutazione di indipendenza rischia

²⁶⁰ Che consiste nel voler «evitare legami o relazioni dell'amministratore indipendente con l'emittente, i suoi *managers* o i suoi soci di controllo tali da influenzare la sua autonomia di giudizio»: D. REGOLI, *Gli amministratori indipendenti*, cit., p. 410.

²⁶¹ V. CARIELLO, *Indipendenza sostanziale e codice di autodisciplina*, cit., p. 665.

²⁶² E infatti, si è efficacemente osservato che «[l]'indipendenza misurata a priori su dati esterni più o meno segnaletici non solo non assicura l'effettivo esercizio indipendente della funzione (non occorre molto a spiegare i meccanismi di «cattura» dell'amministratore indipendente resi possibili dall'accomunarlo agli amministratori di varia rappresentanza e dall'esporsi alla comune responsabilità), ma neppure la persistenza sostanziale dei livelli iniziali di indipendenza presunti, *ab origine*, dal fatto di presentare certi requisiti formali, estrinseci e obiettivi», G. MEO, *Per un ripensamento dell'organo amministrativo delle società quotate*, in *An. giur. econ.*, 2019, p. 545.

²⁶³ Ma v. art. 2, raccomandazione 6, del Codice di *Corporate Governance 2020*, dove si prevede che «[l]'organo di amministrazione valuta l'indipendenza di ciascun amministratore non esecutivo subito dopo la nomina nonché durante il corso del mandato al ricorrere di circostanze rilevanti ai fini dell'indipendenza e comunque con cadenza almeno annuale».

di essere estremamente precaria, indecifrabilmente ed intrinsecamente instabile, perché (ri)determinabile da fattori comportamentali naturalmente volubili, ovvero mentali, che difficilmente ricevono rilevanza normativa²⁶⁴. Infatti, come è stato autorevolmente osservato, in sede di valutazione dell'indipendenza «non basta l'assenza di circostanze obiettive che possono indurre in tentazione; occorre anche l'esistenza di buone ragioni per resistere alle tentazioni»²⁶⁵.

Alla luce di queste considerazioni, un dato comune è emerso in dottrina e consiste nel rilievo per cui la valutazione dell'indipendenza, non potendo essere considerata in modo uniforme ed astratto²⁶⁶, appare essere questione più sostanziale che formale²⁶⁷, richiedendo, dunque, «un'attività di valutazione e verifica rigorosa e stringente. Questo importa, all'evidenza, l'esclusione di qualunque apriorismo e la necessità di indagini (seppure equilibrate, ma necessariamente) approfondite e articolate, che vadano al di là della forma, della "indipendenza cosmetica", al fine di valutare (oltre che da parte dell'amministratore che si qualifichi indipendente, a opera del consiglio di amministrazione) e verificare (dovere incombente sull'organo di controllo interno) *in concreto l'effettiva indipendenza*»²⁶⁸.

²⁶⁴ Sul punto, *ex multis*, E. DI CARLO, *Operazioni con parti correlate e amministratori indipendenti*, cit., pp. 175 e ss.

²⁶⁵ P. FERRO-LUZZI, *Indipendente... da chi; da cosa?*, cit., p. 209; non a caso, osservava Libonati, "indipendente" è «una qualifica, un pregio, non un ruolo»: B. LIBONATI, *Il governo del consiglio di amministrazione di società per azioni*, in *Diritto, mercato ed etica. Dopo la crisi. Omaggio a Piergaetano Marchetti*, Milano, 2010, p. 375.

²⁶⁶ In argomento, L. CALVOSA, *Alcune riflessioni sulla figura degli amministratori indipendenti*, cit., pp. 46 e ss., secondo la quale «l'indipendenza è un'attitudine dello spirito, per la quale non può rilevare alcuna griglia, di criteri o requisiti formali».

²⁶⁷ *Ex multis*: L.A. BEBCHUCK - A. HAMDANI, *Independent Directors and Controlling Shareholders*, in *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 165(6), 2017, pp. 1271 ss.; G. STRAMPELLI, *How to Enhance Directors' Independence at Controlled Companies*, in *The Journal of Corporation Law*, vol. 44(1), 2018, pp. 103 ss.; V. CARIELLO, *Indipendenza sostanziale e codice di autodisciplina*, cit., pp. 672 e ss.

²⁶⁸ *Ivi*, p. 671. In questi termini, dunque, la valutazione di indipendenza richiederà più che

In questi termini, dunque, la presenza dei requisiti di indipendenza in capo ad un amministratore non solo non può prescindere da una valutazione dell'organo amministrativo su tutte quelle circostanze che possono incidere o apparire idonee ad incidere sull'indipendenza dell'amministratore (raccomandazione 6, Codice di *Corporate Governance*), ma deve, necessariamente, valutarsi in relazione ai singoli casi concreti. In tal senso, allora, l'indipendenza da requisito statico (asserito come immanente²⁶⁹) acquisisce rilevanza dinamica (*recte*: "relazionale"), assumendo un significato concreto e sostanziale in relazione ad un singolo fatto (operazione) e, dunque, che deve essere intesa in termini di «autonomia di giudizio nell'esercizio delle funzioni di cui si risponde»²⁷⁰.

La ricaduta in tema di OPC è di immediata evidenza e si pone, peraltro, in linea con quanto sinora osservato: è noto, infatti, che il principio di prevalenza della sostanza sulla forma assurga a principio interpretativo del Regolamento, ergo, quale parametro di applicazione dello stesso²⁷¹. In tal senso, non sono mancati casi in cui la Consob, in sede di vigilanza, abbia contestato la sussistenza della stessa indipendenza, sanzionando ora la società, ora il collegio sindacale per aver omesso ovvero errato nella relativa valutazione²⁷².

²⁶⁹ Ancora una volta, con indubbia efficacia espositiva v. G. MEO, *Per un ripensamento dell'organo amministrativo delle società quotate*, cit., p. 546, secondo cui «[n]on esistono questi supereroi, atarassici, insensibili all'ambiente circostante, capaci di giudizio oggettivo, che scendono dall'alto e s'innestano, quali principi attivi rassodanti, rigeneranti, legalizzanti e moralizzanti, nel tessuto delle nostre società».

²⁷⁰ G. MEO, *Per un ripensamento dell'organo amministrativo delle società quotate*, cit., p. 546

²⁷¹ Richiami a tale principio sono contenuti nell'allegato 1 del Regolamento OPC e nel § 5, della Comunicazione OPC, in numerose relazioni realizzate annualmente dalla Consob e, altresì, in Cass. civ., 26 gennaio 2021, n. 1602, in *Banca dati DeJure*. La prevalenza della sostanza sulla forma costituisce, inoltre, a tutti gli effetti una chiave interpretativa di lettura ed applicazione dello stesso Codice di *Corporate Governance*, p. 1.

²⁷² Consob, Delibera n. 18668, 2 ottobre 2013. Sul tema dell'indipendenza si è anche pronunciata la giurisprudenza, come nel noto caso Parmalat, V. Trib. Parma, 29 marzo 2013 (decr.), in *Giur. comm.*, 2014, II, pp. 95 e ss., con nota critica di M. DEL LINZ e v. anche N. MICHIELI, *Gli amministratori indipendenti nel comitato parti correlate*, in *Giur. comm.*, 2014, II, p. 1042, nota 51.

E, tuttavia, si tratta di un profilo sul quale il ruolo della Consob si esplica pressoché esclusivamente sul campo della vigilanza (sovente preventiva²⁷³) e, eventualmente, su quello sanzionatorio.

Un ulteriore dato merita di essere rilevato nella vigenza decennale del Regolamento, e riguarda il “contributo” degli amministratori di minoranza eventualmente presenti nel consiglio di amministrazione delle società emittenti²⁷⁴. A pochi anni dalla introduzione della nuova disciplina, uno studio empirico²⁷⁵ ha posto in rilievo come il carattere maggiormente rigido di talune procedure non dipendesse tanto dal numero di indipendenti presenti nei consigli, rispetto ai quali, invece, nessun significativo effetto veniva segnalato²⁷⁶; bensì, come fosse proprio la presenza di amministratori di minoranza all’interno del consiglio di amministrazione (chiamato ad approvare le procedure ai sensi dell’art. 4, co. 1, Reg. OPC) a segnalare una significativa implementazione delle procedure

Merita, peraltro, rilevare come il requisito dell’indipendenza sia espressamente previsto anche per l’eventuale esperto, eventualmente incaricato su proposta del comitato per farsi assistere nella valutazione dell’operazione. Anche rispetto a questa ipotesi, si sono verificati casi di assenza sostanziale del requisito dell’indipendenza, giungendo, in taluni casi, a provvedimenti sanzionatori nei confronti del collegio sindacale per omesso controllo, v. Cass. civ., 10 luglio 2020, n. 14708, in *Banca dati DeJure*.

²⁷³ Il dato emerge dalle relazioni annualmente svolte dalla Commissione.

²⁷⁴ Il riferimento normativo è alla legge 262 del 2005 poi modificata con il d.lgs n. 303 del 2006; tra i primi commenti v. M. VENTORUZZO, *La composizione del consiglio di amministrazione delle società quotate dopo il d.lgs n. 303 del 2006: prime osservazioni*, in *Riv. soc.*, 2007, pp. 205 e ss.

²⁷⁵ Il riferimento è al lavoro di M. BIANCHI - A. CIAVARELLA - L. ENRIQUES - R. SIGNORETTI, *Regulation and self-regulation of related party transactions in Italy. An empirical analysis*, cit. Gli Autori, in particolare, hanno elaborato un indicatore *ad hoc* basato su cinque previsioni chiave del Regolamento, rispetto alle quali sussistevano margini di discrezionalità da parte delle emittenti nella predisposizione delle procedure. In generale, l’analisi condotta ha mostrato un ampio ricorso alla flessibilità concessa da Regolamento, suggerendo, inoltre, come la differente struttura proprietaria delle società possa determinare incentivi all’adozione di regole più o meno stringenti nell’attuazione della disciplina.

²⁷⁶ Negli stessi termini anche R. MAGLIO - A. REY - F. AGLIATA - R. LOMBARDI, *Exploring sustainable governance: Compliance with the Italian related party transactions regulation for the legal protection of minority shareholders*, in *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, vol. 27(4), 2020, pp. 272 e ss., i quali rilevano, tuttavia, una scarsa *compliance* al regolamento da parte delle società emittenti, *ivi*, p. 277.

in termini di maggiore rigidità delle stesse²⁷⁷. Non pare peregrino, dunque, ritenere che la presenza di amministratori di minoranza²⁷⁸, prassi sempre più diffusa anche all'interno del comitato OPC²⁷⁹, potrà avere un impatto positivo in termini di efficacia ed efficienza della stessa normativa²⁸⁰.

4.2 (segue). Il parere degli amministratori indipendenti

Dopo il coinvolgimento nella fase istruttoria, e quindi dopo l'eventuale formulazione di osservazioni ovvero la richiesta di ulteriori informazioni, il rilascio del parere rappresenta il culmine, e allo stesso tempo la sintesi, del preminente e decisivo ruolo svolto dal comitato OPC. A quest'ultimo viene richiesto di emettere un parere «sull'interesse della società al compimento dell'operazione nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni» (artt. 7, co. 1, lett. a) e 8, co. 1, lett. c), Reg. OPC)²⁸¹.

²⁷⁷ M. BIANCHI - A. CIAVARELLA - L. ENRIQUES – R. SIGNORETTI, *Regulation and self-regulation of related party transactions in Italy. An empirical analysis*, cit., pp. 10 e ss.

²⁷⁸ In generale, la stessa Autorità registra come nel 2019 fossero 119 le società emittenti nelle quali vi fosse almeno un amministratore di minoranza, rispetto alle 91 del 2011, cfr. CONSOB, *Report on corporate governance of Italian listed companies*, 2020, p. 37.

²⁷⁹ *Infra*, capitolo successivo.

²⁸⁰ Il punto è sostenuto, *ex multis*, da: A.M. PACCES, *Procedural and Substantive Review of Related Party Transactions. The Case for Noncontrolling Shareholder-Dependent Directors*, cit., pp. 185 e ss., secondo cui il compito dei «noncontrolling shareholders-dependent directors» dovrebbe limitarsi esclusivamente proprio allo *screening* delle OPC; in Italia, cfr. gli studi di N. MOSCARIELLO - M. PIZZO - D. GOVORUN - A. KOSTYUK, *Independent minority directors and firm value in a principal-principal agency setting: evidence from Italy*, cit., pp. 185 e ss.; F. CAPPELLIERI, *The slate-vote system as a mechanism to mitigate the risk of self-dealing transactions via RPTs*, cit., pp. 122 e ss.; A. POMELLI, *La disciplina Consob delle operazioni con parti correlate*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2010, p. 1346; *contra*, G. GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi. Trasparenza, ponderazione e imparzialità nell'amministrazione delle s.p.a.*, cit., p. 82 nt. 33.

²⁸¹ La declinazione di tali principi applicativi è avvenuta nella cornice di delega di cui all'art. 2391-bis, cod. civ., che, giova ricordarlo, impone agli organi amministrativi di adottare, secondo i principi fissati dalla Consob, «regole che assicurano la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate»; sul punto v. M. VENTORUZZO, *Commento sub*

Anzitutto, agli spunti rilevabili dalla prassi giova premettere qualche considerazione di carattere teorico. Sul piano terminologico, la Consob non ha offerto particolari dettagli utili alla comprensione delle locuzioni dell'interesse al compimento dell'operazione, della convenienza e della correttezza sostanziale delle condizioni della stessa, sì che l'utilizzo e l'interpretazione degli stessi ha suscitato un vivace dibattito in dottrina²⁸². Ciascuno di essi ben potrebbe costituire oggetto di autonome ed approfondite ricerche che, tuttavia, l'economia del presente lavoro e lo scopo del Regolamento OPC sconsiglia di intraprendere²⁸³. Pare comunque utile, in questa sede, dedicarvi alcuni cenni poiché prodromici alla comprensione della natura del parere che il comitato OPC deve rilasciare e, in

art. 2391-bis, cit., pp. 517, il quale, in termini dubitativi sull'utilizzo di tali generiche previsioni, individuava un legame di mezzo a fine tra la correttezza procedurale e quella sostanziale, per cui la prima sarebbe strumentale alla seconda (*ivi*, p. 532); infine "sconsigliava", in fase attuativa, di ancorare la correttezza sostanziale ad «ipotetiche condizioni di mercato quale condizione del rispetto della norma» (*ivi*, p. 534). Sulle scelte in fase attuativa cfr. CONSOB, *Documento di consultazione 2008*, p. 86 e ss.

²⁸² Tra i primissimi commenti della disciplina, v. P. FERRO-LUZZI, *Parti correlate; Il Documento di consultazione; osservazioni*, cit., p. 4, il quale esprimeva perplessità circa il carattere indefinito e «di difficilissima precisazione» dei predetti concetti. Osservava infatti l'Autore che, ad esempio, la correttezza sostanziale «non può (...) essere intesa come quella che avrebbe conformata l'operazione se non si fosse svolta con parte correlata; è però questa ancora regola molto generica, talora evidentemente inapplicabile, p. es. per operazioni di fusione e scissione».

²⁸³ Basti pensare alla sconfinata letteratura inerente all'interesse sociale per il quale ci si limita a citare, tra i tanti, P.G. JAEGER, *L'interesse sociale*, Milano, 1963, *passim*; A. MIGNOLI, *L'interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 1958, pp. 725 ss.; L. MENGONI, *Appunti per una revisione della teoria sul conflitto di interessi nelle deliberazioni di assemblea della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, p. 434 ss.; AA.VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders, in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Atti del convegno, Milano 9 ottobre 2009, Milano, 2010, *passim*; M. COSSU, *Società aperte e interesse sociale*, cit., *passim*; F. D'ALESSANDRO, *Il conflitto di interessi nei rapporti tra socio e società*, in *Giur. comm.*, 2007, I, pp. 5 ss.; F. DENOZZA, *Logica dello scambio e "contrattualità": la società per azioni di fronte alla crisi*, in *Giur. comm.*, 2015, I, pp. 5 ss.; ID., *Quattro variazioni sul tema "contratto, impresa e società" nel pensiero di Carlo Angelici*, in *Giur. comm.*, 2013, I, pp. 480 ss.; ID., *Verso il tramonto dell'«interesse sociale»?*, in *La dialettica degli interessi nella disciplina delle società per azioni*, in A. PACIELLO (a cura di), Napoli, 2011, pp. 77 ss.; M. LIBERTINI, *Ancora in tema di contratto, impresa e società. Un commento a Francesco Denozza, in difesa dello "istituzionalismo debole"*, in *Giur. comm.*, 2014, I, pp. 669 ss.; P. MONTALENTI, *L'interesse sociale: una sintesi*, in *Riv. soc.*, 2018, pp. 303 ss.; G. ROSSI, *La metamorfosi della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2012, pp. 1 ss.

particolare, all'estensione dell'analisi che egli è chiamato a compiere sull'operazione.

Secondo una (prima) unitaria interpretazione, si è osservato che la correttezza sostanziale debba essere intesa primariamente in termini "procedurali", *i.e.*, di «adozione di appropriate procedure istruttorie e valutative tecnico-aziendalistiche di analisi delle caratteristiche dell'operazione dal punto di vista economico, finanziario e reddituale»; quindi, che le stesse procedure «devono essere appropriate e "tailor-made", non già standardizzate senza una puntuale valutazione dell'idoneità al caso di specie»²⁸⁴. La convenienza delle condizioni andrebbe, invece, intesa quale «specificazione del criterio di correttezza e non come valutazione del merito dell'operazione», nei termini, dunque, di una verifica circa la «congruità dei prezzi, delle forme di pagamento, dell'importo finanziario»²⁸⁵. In conclusione, secondo questa prospettiva, una valutazione positiva circa l'esistenza dei profili di «correttezza dell'operazione e della sua complessiva ragionevole economicità [convenienza] nel quadro delle opzioni strategiche della società» rappresenterebbe per ciò stesso «ipotesi tipica (...) della sussistenza di un interesse sociale nell'operazione»²⁸⁶.

²⁸⁴ P. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate: questioni sistematiche e problemi applicativi*, cit., p. 70, la correttezza sostanziale andrebbe dunque interpretata, primariamente, come correttezza procedurale (in quel rapporto di strumentalità già rilevato da Ventrone, *supra* nota 281); conf. sul punto anche M. MIOLA, *Le operazioni con parti correlate*, cit., p. 651.

²⁸⁵ P. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate: questioni sistematiche e problemi applicativi*, cit., p. 70 e s.; in argomento, criticamente, S. ESPOSITO, *Le operazioni con parti correlate: regole sulla trasparenza e sul governo societario*, cit., p. 869.

²⁸⁶ P. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate: questioni sistematiche e problemi applicativi*, cit., p. 66, il quale giunge a tale conclusione nel presupposto per cui l'interesse sociale debba essere interpretato come «l'interesse dei soci alla valorizzazione della partecipazione sotto il profilo reddituale e patrimoniale che gli amministratori devono perseguire componendo e omogeneizzando la pluralità di interessi delle diverse categorie di azionisti, nel quadro delle limitazioni, condizionamenti e finalizzazioni giuridicamente rilevanti», *ivi*, p. 65. L'interpretazione unitaria, seppur con sfumature differenti, pare essere condivisa anche da P. VALENSISE, *Conflitti d'interesse e parti correlate*, cit. p. 1998.

Similmente si è osservato, in termini più generali, che al comitato spetterebbe la verifica «sulla correttezza (anche sostanziale) dell'operazione e sulla ragionevolezza delle condizioni negoziate e non sul "merito" (se, quando e con chi contrattare) delle scelte operate (in tal senso dovendosi intendere il giudizio sulla "convenienza" e sull'"interesse" della società)»²⁸⁷.

Tali orientamenti avrebbero trovato, peraltro, un parziale riconoscimento giurisprudenziale. Infatti, secondo il Tribunale di Milano, la correttezza sostanziale comprende «non solo la valutazione che l'operazione sarebbe stata compiuta negli stessi termini se conclusa con una parte non correlata, ma include anche la valutazione di convenienza dell'operazione», determinata avendo come parametro le «ordinarie condizioni di mercato». In questo ragionare, si rileva, «convenienza e correttezza sostanziale, in quanto unitariamente riferite alle condizioni dell'operazione, costituiscono un'endiadi reciprocamente esplicativa»²⁸⁸.

In buona sostanza, la predetta dottrina ha inteso "svuotare" parzialmente il contenuto della valutazione degli indipendenti, al dichiarato fine di mantenere gli stessi estranei da qualsiasi intendimento dei predetti termini che possa, anche solo in minima parte, spingere i membri del comitato ad una valutazione sul merito, o ancor di più, sull'opportunità dell'operazione; ché, altrimenti, si

²⁸⁷ M. BAGLIONI - G. GRASSO, *Parti Correlate: l'attività di predisposizione delle nuove procedure interne*, cit., p. 733, solo in questi termini, osservano gli autori, può e deve intendersi il giudizio sulla «convenienza» e sull'«interesse» della società; il ché, esemplificando, vorrebbe dire che «l'amministratore delegato decide se e quando investire in una determinata area geografica o settore produttivo, oppure se aggredire un nuovo mercato, nonché con quali operatori (anche correlati) negoziare gli accordi; gli indipendenti, estranei alla gestione esecutiva (che è oggetto della delega consiliare conferita agli amministratori delegati), dovrebbero invece esprimersi, di regola, sulla correttezza e ragionevolezza degli accordi negoziati con l'eventuale parte correlata», *ibidem*.

²⁸⁸ Trib. Milano, sez. spec. imprese B, 20 febbraio 2015, in www.giurispudenzadelleimprese.it; tuttavia, come si vedrà nel prosieguo, il Tribunale si discosta dai predetti orientamenti, ritenendo necessaria, da parte del comitato, una valutazione sul merito.

finirebbe per attribuire agli stessi un potere di natura decisoria/gestoria, proprio (in via esclusiva) degli amministratori esecutivi ovvero del *plenum*²⁸⁹.

A posizioni intermedie possono anzitutto ricondursi quanti hanno inteso distinguere la portata terminologica dei canoni della correttezza sostanziale e della convenienza. In particolare, mentre la prima implicherebbe un'analisi complessiva dell'operazione (tipica della *substantive fairness*, familiare alla giurisprudenza statunitense²⁹⁰) che «investe l'analisi della contrattualistica sottostante (e l'accertamento che non contenga clausole "inusuali") e/o la struttura societaria dell'operazione, la "convenienza" inerisce più puntualmente al prezzo, che per essere giusto deve essere a condizioni di mercato e, quindi, "fair"»²⁹¹. Circa l'interesse al compimento dell'operazione, la relativa valutazione si esaurirebbe nella sua coerenza con il piano industriale e con gli elementi di rischio identificati dal consiglio di amministrazione²⁹². Questo tipo di valutazioni, giocoforza, spingerebbero il comitato ad una valutazione approfondita sul merito dell'operazione, rimanendo, invece, agli stessi preclusa ogni sorta di valutazione circa l'opportunità della stessa, esclusivo appannaggio del consiglio di

²⁸⁹ P. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate: questioni sistematiche e problemi applicativi*, cit., p. 73; M. BAGLIONI - G. GRASSO, *Parti Correlate: l'attività di predisposizione delle nuove procedure interne*, cit., p. 732; N. MICHIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., p. 158 e ss.; L.A. BIANCHI, *Le linee di tendenza dell'evoluzione dei poteri della Consob (nei confronti degli emittenti)*, in G. CARCANO - C. MOSCA - M. VENTORUZZO, *Regole del mercato e mercato delle regole. Il diritto societario e il ruolo del legislatore. Atti del convegno internazionale di studi, Venezia, 13-14 novembre 2015*, Milano, 2016, p. 345.

²⁹⁰ D. SEMEGHINI, *Valutazioni preventive e retrospettive sulle operazioni con parti correlate: spunti dalla comparazione con la giurisprudenza del Delaware*, cit., pp. 173 e ss.

²⁹¹ In questi termini NEDCOMMUNITY, *Osservazioni di Nedcommunity al documento posto in consultazione da Consob*, cit., p. 79, che raccomanda, in sede di redazione del parere, una trattazione autonoma della convenienza rispetto alla correttezza. Conf. anche E. PUCCI, *Il parere degli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate: profili funzionali*, cit., p. 357 e ss.; M. MIOLA, *Le operazioni con parti correlate*, cit., p. 653, il quale esclude che «il rispetto delle normali condizioni di mercato possa di per sé costituire indice decisivo della correttezza sostanziale dell'operazione»; sul punto già M. VENTORUZZO, *Commento sub art. 2391-bis. Operazioni con parti correlate*, cit., p. 533.

²⁹² NEDCOMMUNITY, *Osservazioni di Nedcommunity al documento posto in consultazione da Consob*, cit., p. 78.

amministrazione nel suo *plenum* ovvero degli organi delegati²⁹³. Similmente, autorevole dottrina ha rilevato come il canone della correttezza sostanziale debba fondarsi su di un giudizio ipotetico, valutando se al compimento della medesima operazione si sarebbe addivenuti pur in assenza della correlazione. Conseguentemente, i parametri di riferimento risiederebbero, da un lato, nella astratta coerenza dell'operazione all'interesse sociale, alla luce degli obiettivi imprenditoriali e strategici previamente stabiliti dagli amministratori; secondariamente, nell'attenta analisi delle prassi contrattuali e delle condizioni di mercato prevalenti nel settore di riferimento²⁹⁴. Esclusivamente entro questi limiti si aprirebbe la strada ad una valutazione sul merito delle scelte di gestione²⁹⁵, dubitandosi, tuttavia, se il parere possa contenere un «giudizio vincolante sull'opportunità, vantaggiosità e/o bontà imprenditoriale della stessa quale più efficace tra le varie strategie possibili per il migliore soddisfacimento dell'interesse della società nelle concrete circostanze del caso»²⁹⁶.

In ultimo, giova dare conto di un altrettanto autorevole orientamento che ha ritenuto del tutto legittima non solo una valutazione sul merito dell'operazione, bensì anche sull'opportunità della stessa: «[l]a triade "interesse sociale, convenienza, correttezza sostanziale", oltre ad escludere un'analisi di sola legittimità, parrebbe alludere a un esame a tutto tondo esteso (non solo al profilo che la OPC non sia inquinata da interessi extrasociali e abbia condizioni analoghe

²⁹³ *Ibidem*. In questi termini anche Trib. di Milano sez. spec. imprese B, 20 febbraio 2015, *cit.*

²⁹⁴ A. POMELLI, *Commento sub art. 2391-bis*, cit., p. 751; con diversità di accenti, parrebbe anche M. VENTORUZZO, *Commento sub art. 2391-bis*, cit., pp. 517 e 530.

²⁹⁵ A. POMELLI, *Commento sub art. 2391-bis*, cit., p. 752; D. REGOLI, *Gli amministratori indipendenti e i codici di Autodisciplina*, p. 150 e s. Al riguardo cfr. anche A. MAZZONI, *Operazioni con parti correlate e abusi*, in F. ANNUNZIATA (a cura di), *Il Testo Unico della finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, cit., p. 209, per il quale «il giudizio di *fairness* (o di correttezza sostanziale) non mira (...) a proteggere la libera scelta di opportunità imprenditoriali [quanto, piuttosto] ad ancorare a dati esterni al soggetto la valutazione che egli è tenuto a compiere. In questo senso, il *proprium* del giudizio di *fairness* è che chi è chiamato ad esprimerlo è tenuto a reprimere la sua inclinazione ad adottare criteri soggettivi anziché oggettivi».

²⁹⁶ A. POMELLI, *Commento sub art. 2391-bis*, cit., p. 752.

a una di mercato con una controparte “terza”) anche all’opportunità in concreto dell’operazione per la società»²⁹⁷.

Pare potersi ritenere che la sostanziale divergenza emersa dagli orientamenti succintamente descritti sia da rinvenirsi nei differenti intendimenti circa il compito che gli amministratori indipendenti sono chiamati a svolgere all’interno della realtà societaria. Secondo la dottrina più “cauta”, l’attribuzione di poteri tali da consentire un “contributo” degli indipendenti attinente alla sfera decisionale incrinerebbe il ruolo di “semplice” monitoraggio degli stessi, che li vorrebbe avulsi da una qualsivoglia incidenza più o meno significativa sulla funzione esecutiva. Così, interpretando sistematicamente e a costo di sacrificare il dato letterale e terminologico contenuto nello stesso Regolamento, si giungerebbe a ridimensionare l’importanza e la decisività del parere del comitato.

E, tuttavia, si ritiene che una lettura più “audace” ma, forse, più in sintonia con la realtà, possa dimostrare maggiore coerenza sistematica con l’impianto regolamentare. Infatti, è stato opportunamente osservato come l’interpretazione di queste espressioni e il *quantum* di significazione agli stessi concetti attribuibile non può in nessun modo essere inteso in senso «assoluto e decontestualizzato», richiedendo necessariamente «una lettura funzionale agli specifici obiettivi di garanzia» sanciti nell’art. 2391-bis, cod. civ., quindi nella disciplina attuativa del Regolamento²⁹⁸.

A ben vedere, il parere del comitato, e la procedimentalizzazione che lo precede, rappresentano un «passaggio ulteriore e prodromico alla fase deliberativa (...), con funzione di “filtro”, il cui scopo non è quello di sovvertire i poteri e le competenze interne al consiglio di amministrazione, né di appesantire inutilmente l’attività dell’emittente, ma semmai di rendere più difficoltosi (...)

²⁹⁷ Così G. PRESTI, *Commento sub art. 2391-bis*, cit., p. 1371; conforme anche M. HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*, cit., p. 69 e ss. e 76 e ss.

²⁹⁸ Così, P. VALENSISE, *Conflitti d’interesse e parti correlate*, cit., p. 1998.

comportamenti espropriativi attraverso il mezzo, statisticamente insidioso, delle operazioni con parti correlate»²⁹⁹.

Così argomentando, non vi sarebbe nulla di «eversivo», si è detto, «nel ritenere che gli indipendenti, in quanto amministratori, possano o debbano occuparsi anche del merito dell'operazione, per le finalità imposte dai (e nei limiti dei) tre elementi di valutazione» richiesti dal Regolamento³⁰⁰.

In altre parole, al netto della cifra particolarmente pervasiva delle prerogative del comitato, deve ribadirsi come l'attività svolta si inserisca all'interno di una dimensione dal carattere assolutamente profilattico rispetto al compimento dell'operazione. Le valutazioni che lo stesso è chiamato a svolgere, le quali richiedono anche analisi approfondite di carattere gestorio, svolgono la loro funzione in una fase *ex ante*, che, come tale, e in nessun modo, sottrae la relativa competenza all'organo deputato ad assumere la relativa responsabilità deliberante.

Un tale approdo, a prescindere dal diverso modo di intendere i concetti espressi dal dato normativo, è stato più volte affermato anche dalla giurisprudenza, la quale non ha mancato di censurare quel comitato che si sia

²⁹⁹ R. CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate. Fra corporate governance, responsabilità degli amministratori ed efficiente tutela delle minoranze nelle società quotate*, cit., p. 111 e 117; cfr. anche E. PUCCI, *Il parere degli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate: profili funzionali*, cit., p. 362, il quale giudica l'intervento del comitato come «elemento di garanzia aggiuntivo»; G. GUIZZI, *Interessi degli amministratori e operazioni con parti correlate*, cit., p. 196; negli stessi termini, pare, anche F. GUERRERA, *Le operazioni sul capitale e straordinarie "con parti correlate": aspetti sostanziali e procedurali*, cit., p. 23, secondo cui il parere «costituisce una fase preliminare o istruttoria che si iscrive necessariamente, alla stregua di una "condizione di validità", nel procedimento decisionale dell'organo amministrativo, e non un atto deliberativo "autonomo", se pure a contenuto consultivo», restando, invece, la decisione finale sul compimento dell'operazione esclusivo appannaggio dell'organo collegiale plenario. In argomento, ancora sul carattere prodromico del parere e sul connotato «tipico della nozione amministrativistica dell'atto di "consulenza"», cfr. L. MARCHEGIANI, *La motivazione delle deliberazioni consiliari nelle società per azioni*, cit., pp. 104 e ss.

³⁰⁰ R. CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate. Fra corporate governance, responsabilità degli amministratori ed efficiente tutela delle minoranze nelle società quotate*, cit., p. 117; A. MAZZONI, *Operazioni con parti correlate e abusi*, cit., p. 207 e s.

astenuto da ogni valutazione sul merito dell'operazione³⁰¹: «[è] altrettanto vero, tuttavia, che il CCI [comitato] non può arrestarsi ad un piano di valutazione meramente formale, di registrazione della semplice completezza della pratica istruttoria e deve invece esprimere un parere di merito sui punti critici che la singola operazione presenta, suggerendo quegli aggiustamenti o variazioni che possano risolvere quelle criticità»³⁰². Il comitato, dunque, nel confezionare il parere, avrebbe il compito di dare un contenuto concreto, circostanziato, ragionato e (a tratti) propositivo sull'operazione e, quindi, sul merito rispetto alla correttezza sostanziale dell'operazione, alla sua convenienza e all'interesse al compimento dell'operazione. Resterebbe invece preclusa, secondo la già citata dottrina e giurisprudenza, la valutazione inerente all'opportunità.

E, tuttavia, quest'ultimo punto non appare convincente. È pur vero, infatti, che l'opportunità circa il compimento di un'operazione (così come l'opportunità sull'inizio della stessa intrapresa) lambisce le sfere del connotato più squisitamente imprenditoriale (ovvero, idiosincratico, *ut supra* cap. I,) di un'iniziativa economica. Epperò, deve rilevarsi come il coinvolgimento di un numero sempre maggiore di soggetti, quali dipendenti, creditori, debitori e più in generale *stakeholders*, così come l'aumento del numero dei soci sino alla forma più "estesa" di partecipazione della platea degli investitori a seguito della quotazione in borsa, incide necessariamente sul profilo della libera iniziativa economica. Beninteso, in nessun modo essa viene meno ovvero esclusa, in

³⁰¹ Più correttamente, come si vedrà nel § successivo, per mancanza dei necessari poteri, le sanzioni hanno normalmente colpito il collegio sindacale, reo di aver omesso i dovuti controlli sull'adempimento dei doveri da parte dei membri del comitato.

³⁰² Trib. di Milano sez. spec. imprese B, 20 febbraio 2015, cit. Questo avrebbe determinato l'illegittimità dell'operazione per violazione delle norme procedurali che, appunto, impongono una valutazione sul merito: fermo restando il limite dell'opportunità la cui valutazione sarebbe, invece preclusa. Negli stessi termini anche Trib. Milano, 20 dicembre 2013, in *Società*, 2014, pp. 560 e ss.; Trib. Torino, 13 novembre 2014, nn. 2438 e 2439 (riportate da R. CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate. Fra corporate governance, responsabilità degli amministratori ed efficiente tutela delle minoranze nelle società quotate*, cit., p. 146). Sul punto v. anche L. MARCHEGIANI, *La motivazione delle deliberazioni consiliari nelle società per azioni*, cit., p. 108 e s.

particolare nelle dinamiche delle scelte gestorie che lo svolgimento di un'attività richiede, ma tuttavia la stessa viene attentamente presidiata proprio a tutela di quegli interessi (non solo) patrimoniali che un'attività economica è in grado di attirare a sé³⁰³.

Entro questi termini, la procedimentalizzazione preventiva introdotta con la disciplina OPC e le finalità cui la stessa mira sembrano legittimare, dal punto di vista letterale e sistematico della normativa, uno scrutinio particolarmente pregnante da parte del comitato. Questo avrà ad oggetto, anzitutto, la correttezza sostanziale non solo intesa quale rispetto delle procedure (con riguardo alle tempistiche, alla trasparenza e al coinvolgimento del comitato, dei quali elementi il parere dovrebbe dare debito conto) ma, altresì, i termini entro cui la complessiva struttura negoziale, nei suoi profili giuridici (clausole, condizioni, penali) ed economici, risponda alla prassi contrattuale e alle condizioni di mercato prevalenti nel settore di riferimento; *brevis verbis*, che l'operazione sia, appunto, *fair*³⁰⁴. Quindi, la convenienza delle condizioni dell'operazione, derivante verosimilmente dai "benefici" della correlazione (secondo la teoria della transazione efficiente di cui al cap. I): si tratterà di una valutazione delle condizioni economiche in termini

³⁰³ Osserva Houben come tra i «tra i "beni giuridici" avuti a cuore dalla disciplina OPC, posto centrale occupi quello della tutela degli investitori e del corretto funzionamento del mercato, obiettivi alla luce dei quali l'intera disciplina deve essere letta», M. HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*, cit., p. 85. In argomento v. anche S. ALVARO - E. CAPPARIELLO - V. GENTILE - E.R. IANNACCONE - G. MOLLO - S. NOCELLA - M. VENTORUZZO, *Business judgement rule e mercati finanziari. Efficienza economica e tutela degli investitori*, in *Quaderni giuridici Consob*, 2016, n. 11, p. 40 e 51 e ss.

Le norme in materia di procedimentalizzazione e di trasparenza in materia di OPC rispondono, per certo, a tali istanze di tutela.

A medesime istanze, paiono potersi ricondurre, più in generale, talune ultime novelle che, sulla base di un robusto e datato dibattito, hanno voluto assicurare, da parte di chi eserciti un'attività d'impresa in forma societaria, la predisposizione di adeguati assetti organizzativi, amministrativi e contabili (il riferimento è alla d.lgs. 12 gennaio 2019, n. 14).

³⁰⁴ Non potrà, dunque, considerarsi tale quell'operazione che abbia un oggetto o sia compiuta con modalità, termini e/o condizioni tali per cui gli amministratori non avrebbero acconsentito qualora avessero concluso l'affare o la transazione con una parte non correlata, sul punto v. A. POMELLI, *Commento sub art. 2391-bis*, cit., p. 751.

di congruità dei prezzi, rispetto ai quali la correlazione dovrebbe, appunto, contribuire a renderli convenienti³⁰⁵. Convenienza e correttezza dovranno, infine, essere confortate dalla necessaria coerenza dell'operazione rispetto ai piani strategici ed operativi nonché agli elementi di rischio identificati dal consiglio di amministrazione, in un'ottica di crescita ovvero di conservazione della continuità dell'attività d'impresa.

Un parere, dunque, di merito, dal quale non potrà non emergere una generale valutazione inerente all'opportunità dell'operazione.

La coerenza sistematica di un tale approccio emerge dalle seguenti considerazioni. Anzitutto, deve rilevarsi come, se la competenza deliberativa rimessa al *plenum*, quantomeno con riguardo alle operazioni di maggiore rilevanza, richiede in ogni caso, a seguito del parere, una valutazione di opportunità da parte di tutto il consiglio, allora non si vede perché, nella logica di tutela preventiva e procedimentalizzata propria della disciplina OPC, possa escludersi che tale valutazione sia, da parte dei membri del comitato, anticipata. A riprova di ciò, vi sarebbe la previsione per cui, nel caso di mancanza di amministratori indipendenti, il collegio sindacale ovvero l'esperto indipendente (quali presidi equivalenti ma esterni al consiglio) debbano limitare il proprio parere alla sola correttezza sostanziale (art. 8, co. 1, lett. d), Reg. OPC)³⁰⁶.

Altresì, il meccanismo del *whitewash* potrebbe essere interpretato nell'ottica di una differente valutazione circa l'opportunità dell'operazione. Infatti, un eventuale parere negativo del comitato sull'operazione, anche o solo per ragioni di opportunità, potrebbe suggerire il ricorso, da parte del consiglio, alla

³⁰⁵ Sulla base di un giudizio che coinvolge, necessariamente, una valutazione inerente alla riduzione di eventuali costi di transazione, tra cui, *e.g.*, i costi della negoziazione, e i costi legati alla maggiore incertezza circa l'evoluzione dei rapporti contrattuali, ecc. (cfr. cap. I).

³⁰⁶ Anche per tali ragioni, e per il compito proprio del collegio sindacale, nonché per il carattere "alieno" dell'esperto indipendente, si ritiene del tutto distonico quanto affermato dalla Consob nella Comunicazione OPC, § 15, ove, contrariamente a quanto previsto nel Reg. OPC, si estende il parere del collegio sindacale e dell'esperto indipendente anche alla convenienza e all'interesse sociale.

stessa assemblea perché possa consentire, superando il veto del comitato, il compimento dell'operazione³⁰⁷.

Tali conclusioni portano a svolgere una breve riflessione anche in tema di responsabilità; beninteso, è evidente che, ferma restando l'applicazione di talune specifiche previsioni quali l'art. 2358, 2391, 2497 e ss., cod. civ. (lo esplicita lo stesso Regolamento OPC all'art. 2, co. 2), le inosservanze dei doveri imposti agli amministratori dalla legge (quali quelli stabiliti nel Regolamento) e dallo statuto ben potranno costituire fonte di responsabilità in capo agli stessi ai sensi dell'art. 2392 cod. civ., dando luogo agli ordinari rimedi civilistici. Sul punto, a seguito dell'emanazione del Regolamento, un vivace dibattito è sorto proprio con riguardo ai differenti profili di responsabilità degli amministratori indipendenti componenti il comitato, volto, anzitutto, ad indagare se l'attribuzione di nuovi, particolari poteri potesse incidere sul piano della responsabilità degli stessi.

Come noto, per la dottrina dominante, ai sensi dell'art. 2392, cod. civ., gli amministratori sono considerati condebitori di una stessa prestazione indivisibile, e, per tale ragione, responsabili solidalmente per il suo inadempimento³⁰⁸. La stessa disposizione prevede, quindi, delle deroghe per mezzo del conferimento di una delega o mediante attribuzione in concreto di funzioni³⁰⁹, deroghe che,

³⁰⁷ Per ulteriori spunti e riflessioni che giustificerebbero un tale approccio cfr.: G. PRESTI, *Commento sub art. 2391-bis*, cit., p. 1369 e s. nonché, *funditus*, M. HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*, cit., p. 76 e ss.

³⁰⁸ *Ex multis*: F. BONELLI, *La responsabilità degli amministratori di società per azioni*, Milano, 1992, pp. 120 e ss.; D. REGOLI, *Gli amministratori indipendenti*, cit., p. 432; V. CALANDRA BUONAURA, *L'amministrazione della società per azioni nel sistema tradizionale*, in R. COSTI (diretto da), *Trattato di diritto commerciale*, Torino, 2019, pp. 329 e ss.

³⁰⁹ P. ABBADESSA, *Profili topici della nuova disciplina della delega amministrativa*, in P. ABBADESSA - G.B. PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, cit., II, p. 511; V. CALANDRA BUONAURA, *L'amministrazione della società per azioni nel sistema tradizionale*, cit., 237 e ss.

comportando un frazionamento della prestazione, plasmano diversamente, recidendolo in parte, il vincolo solidale di responsabilità³¹⁰.

Chiaramente, alla luce delle previsioni del Regolamento, ci si è, anzitutto, interrogati sulla possibile riconduzione della fattispecie (inerente all'attribuzioni di specifiche prerogative in capo agli indipendenti) alla categoria della delega ovvero delle funzioni in concreto attribuite, ergo sulla conseguente idoneità della disciplina a spezzare il legame della solidarietà. Se la dottrina prevalente appare concorde nell'escludere che possa parlarsi di una forma di delega ex art. 2381 cod. civ.³¹¹, maggiori divergenze si registrano con riguardo alla configurazione di "funzioni in concreto attribuire". Epperò, anche al lume delle considerazioni sopra svolte non può condividersi quell'opinione che scioglie positivamente una tale questione³¹². Benché, infatti, il comitato sia investito di particolari funzioni, deve escludersi l'assimilabilità alla fattispecie di cui all'art. 2392 cod. civ., in quanto i compiti degli indipendenti non concretano attribuzioni di tipo gestorio *tout court* (ed è a questo tipo di funzioni che deve ritenersi riferibile l'inciso di cui all'art. 2392

³¹⁰ F. BONELLI, *Gli amministratori di S.p.A. a dieci anni dalla riforma del 2003*, cit., pp. 2 e ss.; V. CALANDRA BUONAURA, *L'amministrazione della società per azioni nel sistema tradizionale*, cit., pp. 332 e ss.; A. ZANARDO, *Delega di funzioni e diligenza degli amministratori nella società per azioni*, cit., pp. 161 e ss.

³¹¹ M. HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*, cit., p. 87; R. CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate. Fra corporate governance, responsabilità degli amministratori ed efficiente tutela delle minoranze nelle società quotate*, cit., p. 167 e ss.; N. MICHIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., p. 238 e s.; *contra*, ritenendo applicabile al comitato OPC le disposizioni in materia di delega V. CALANDRA BUONAURA, *L'amministrazione della società per azioni nel sistema tradizionale*, cit., p. 273.

³¹² In tal senso si è detto che le prerogative del comitato OPC sarebbero, «al pari di quanto previsto dall'art. 2392, co. 1, c.c. per le "attribuzioni proprie del comitato esecutivo", (...) idonee a polarizzare sul comitato una competenza specifica», in questi termini M. HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*, cit., p. 90; nonché M. STELLA RICHTER jr., *La funzione di controllo del consiglio di amministrazione nelle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2012, p. 674; N. MICHIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., p. 239; G. LIACE, *Le operazioni con parti correlate*, cit., p. 108 e ss.

c.c.)³¹³ nemmeno di fatto, ponendosi, come poc'anzi osservato, su di un piano assolutamente prodromico senza sottrazione di alcuna competenza gestoria³¹⁴.

L'adesione a questa impostazione porta a ritenere che, in assenza di attribuzioni a carattere, appunto, gestorio non venga meno il vincolo di solidarietà nella responsabilità facente a capo all'organo collegiale in fase di deliberazione dell'operazioni con parti correlate; giocoforza, le particolari attribuzioni al comitato spiegherebbero la loro efficacia sul mero piano dei rapporti interni mediante l'esercizio di azioni di rivalsa, determinando una redistribuzione della responsabilità in ragione delle funzioni svolte, nonché, del grado di diligenza e di professionalità di ciascun amministratore^{315,316}.

³¹³ R. CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate. Fra corporate governance, responsabilità degli amministratori ed efficiente tutela delle minoranze nelle società quotate*, cit., p. 170.

³¹⁴ Sul punto v. R. CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate. Fra corporate governance, responsabilità degli amministratori ed efficiente tutela delle minoranze nelle società quotate*, cit., p. 171; conf. E. PUCCI, *Il parere degli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate: profili funzionali*, cit., p. 368 e s., e G. GUIZZI, *Interessi degli amministratori e operazioni con parti correlate*, cit., p. 192 e s

³¹⁵ R. CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate. Fra corporate governance, responsabilità degli amministratori ed efficiente tutela delle minoranze nelle società quotate*, cit., p. 170; negli stessi termini anche L. CALVOSA, *Alcune riflessioni sulla figura degli amministratori indipendenti*, cit., p. 55. *Contra*, per tutti, ritenendo che la specifica attribuzione determinerebbe «la corrispondente responsabilità in caso di inadempimento al quale consegua un danno per la società ai sensi dell'art. 2392, co. 1, seconda parte, c.c.» e, quindi, una responsabilità diretta e personale dei membri del comitato in caso di violazione dei loro doveri ad essi imposti dal Regolamento, v. M. HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*, cit., p. 90.

³¹⁶ Ulteriori riflessioni sono altresì state condotte con riguardo ai doveri degli amministratori non componenti il comitato (con diversità di sfumature cfr.: R. CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate. Fra corporate governance, responsabilità degli amministratori ed efficiente tutela delle minoranze nelle società quotate*, cit., p. 201; A. POMELLI, *Commento sub art. 2391-bis*, cit., p. 769; M. HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*, cit., pp. 98 e ss.) così come sui rimedi esperibili contro una delibera consiliare adottata in violazione delle procedure (R. CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate. Fra corporate governance, responsabilità degli amministratori ed efficiente tutela delle minoranze nelle società quotate*, cit., p. 392 e ss.; N. MICHIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., p. 257 e ss.; C. MACRÌ, *Note minime sugli interessi degli amministratori e rapporti con parti correlate*, cit., p. 13; S. LOPATRIELLO - S. PROVIDENTI, *Commento sub art. 2391-bis*, cit., p. 360; A. POMELLI, *Commento sub art. 2391-bis*, cit., p. 767 e s.).

Deve tuttavia segnalarsi come, ad oggi, non constino precedenti giurisprudenziali concernenti l'esercizio di azioni di responsabilità per violazione della disciplina OPC. Naturalmente, la causa va ricercata nei precari meccanismi di *enforcement* propri del nostro ordinamento, che rendono sconveniente, quando non sufficientemente presidiato, l'esercizio delle proprie prerogative giudiziarie a fronte di violazioni esperite normalmente dal gruppo di controllo, a causa di un sistema che ancora oggi fatica ad assicurare la tutela³¹⁷.

Fatte le necessarie premesse a carattere principalmente teorico, giova ricordare quei profili di rilievo che hanno caratterizzato, sul punto, l'esperienza delle società emittenti.

Quanto alle prassi affermatesi in questi anni, se normalmente si assiste alla redazione di pareri che risultano circostanziati alla luce dei differenti parametri poc'anzi descritti, non sono mancate occasioni in cui, viceversa, sono stati resi pareri, per così dire, eccessivamente superficiali, perché mancanti di un adeguato approfondimento proprio del merito dell'operazione ovvero, talvolta, limitati a dichiarazioni apodittiche circa la sussistenza dei tre differenti requisiti.

Il dato emerge non solo da talune decisioni della giurisprudenza, che, come detto, in più di una circostanza ha censurato la mancanza del dovuto approfondimento³¹⁸, ma, altresì dall'esame di alcuni procedimenti della Consob,

³¹⁷ Non a caso, il Regolamento, come osservato, si caratterizza per una forma di tutela non *ex post*, bensì *ex ante*, secondo una scansione procedimentalizzata che, pur non neutralizzando possibili violazioni, dovrebbe disincentivare condotte opportunistiche ovvero facilitarne l'emersione (in argomento v. L. ENRIQUES, *La corporate governance delle società quotate italiane: sfide e opportunità*, cit., pp. 503 e ss.; R. CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate. Fra corporate governance, responsabilità degli amministratori ed efficiente tutela delle minoranze nelle società quotate*, cit., pp. 287 e ss.; G. FERRARINI - P. GIUDICI, *Financial Scandals and the Role of Private Enforcement: The Parmalat Case*, cit., pp. 41 e ss.).

³¹⁸ Trib. di Milano sez. spec. imprese B, 20 febbraio 2015, cit.; Trib. Torino 13 novembre 2014, nn. 2438 e 2439, cit.; Trib. Parma (decr.), 28 marzo 2013, in *Giur. Comm.*, 2015, II, pp. 1012 e ss.; Cass. Sentenza 26 gennaio 2021, n. 1601, in *Banca dati DeJure*; Cass. Sentenza 4 febbraio 2021, n. 2639, in *Banca dati DeJure*.

la quale non ha mancato, nella sua attività di vigilanza, di segnalare il carattere incompleto ovvero non sufficientemente approfondito dei pareri³¹⁹.

In aggiunta, e a voler dimostrare come sia rilevante il ruolo ed il contributo della dottrina in relazione alla prassi applicativa delle società emittenti, possono segnalarsi talune procedure che hanno espressamente inteso specificare i limiti del parere, precludendo, in particolare, agli amministratori di effettuare una qualsivoglia valutazione sul merito³²⁰.

Come si avrà modo di chiarire nelle pagine che seguono, al netto di qualche sentenza citata e di taluni procedimenti della Consob, il tema del contenuto del parere ha interessato principalmente la dottrina. La ragione, però, pare potersi ricercare anche negli (in passato inesistenti) strumenti di *enforcement* immediatamente incidenti sul contenuto del parere, quindi sulla sanzionabilità degli stessi amministratori.

4.3 (segue). *L'enforcement ed il regime sanzionatorio del Regolamento: una disciplina incompiuta*

Ulteriore profilo che si intende affrontare, per quanto non abbia immediata rilevanza circa la predisposizione delle procedure, riguarda il tema fondamentale dell'*enforcement*³²¹.

³¹⁹ Consob, Delibera n. 19821 del 21/12/2016 vs. Collegio Sindacale di BIM S.p.A; Consob, Delibera n. 18678 del 17/10/2013 vs. Collegio Sindacale Parmalat.

³²⁰ Il dato è riferito da M. HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*, cit., p. 83, nota 102, che riporta gli esempi delle procedure di Falck Renewables, Geox e Pierreel. Come si avrà modo di verificare nell'ultimo capitolo, si tratta di previsioni che tuttora permangono in alcune procedure, a riprova dell'attualità di tali profili problematici.

³²¹ Pare, forse, utile ricordare che alla base di ogni ordinamento giuridico (*recte*, ogni insieme di norme) via sia la necessaria sanzionabilità, non solo morale, della condotta, sì che, in tal guisa, possa, ogni singola disposizione prescrittiva svolgere a pieno la sua funzione dissuasiva in vista della sua effettività.

È circostanza nota³²² che il Regolamento OPC sia nato del tutto sprovvisto di meccanismi sanzionatori in capo alle società emittenti per il caso di mancata osservanza delle disposizioni regolamentari in sede di adozione delle procedure³²³, così come in capo agli amministratori per l'ipotesi di violazione delle stesse. Non è stato, infatti, attribuito alla Consob alcuno specifico potere sanzionatorio per tali evenienze.

Invero, tale "mancanza" non costituisce una peculiarità del solo Regolamento OPC, ascrivibile, quindi, all'Autorità regolamentare, la quale ha operato nei limiti della delega di cui all'art. 2391-*bis*, cod. civ. A ben vedere, la ragione va ricercata nel sistema dei poteri sanzionatori attribuiti alla Consob. In particolare, la legge 6 febbraio 1996, n. 52, di delega per la redazione del Testo Unico della Finanza, all'art. 21, comma 4, prevedeva espressamente che «in sede di riordino delle materie concernenti gli intermediari, i mercati finanziari e mobiliari» dovesse essere modificata «la disciplina relativa alle società emittenti titoli negoziati sui mercati regolamentati, con particolare riferimento al collegio sindacale, ai poteri delle minoranze, ai sindacati di voto e ai rapporti di gruppo, secondo criteri che rafforzino la tutela del risparmio e degli azionisti di minoranza». Si tratterebbe, dunque, di una precisa scelta del legislatore dettata, si è detto, dal voler sottrarre alla Consob poteri diretti di "vigilanza sanzionatoria" con riguardo a violazioni di norme di governo societario in senso stretto³²⁴. Gli è che tale scelta non solo ha determinato una sorta di «asimmetria» tra le previsioni normative dedicate dal Testo Unico della Finanza alla responsabilità e alla

³²² V. sul punto: L. ENRIQUES, *La corporate governance delle società quotate italiane: sfide e opportunità*, cit., pp. 503 e ss.; S. LOPATRIELLO - S. PROVIDENTI, *Commento sub art. 2391-bis*, cit., p. 360; A. MAZZONI, *Operazioni con parti correlate e abusi*, cit., p. 212; P. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate*, cit., p. 340.

³²³ Fanno, tuttavia, eccezione le sanzioni irrogabili nei confronti delle società in caso di violazione delle regole di trasparenza, ex art. 114 TUF.

³²⁴ S. LOPATRIELLO – S. PROVIDENTI, *Commento sub art. 2391-bis*, cit., p. 360.

sanzionabilità degli amministratori rispetto a quelle dei sindaci³²⁵, ma ha altresì inciso sulla effettività del Regolamento OPC³²⁶.

In questo contesto normativo, la Consob ha, dunque, svolto la sua attività di vigilanza sul rispetto della disciplina OPC in via “indiretta”, attraverso lo strumento della trasparenza³²⁷ e attraverso l’esercizio “diretto” dei poteri di controllo e sanzionatori nei confronti dei sindaci. Per questi ultimi, anzitutto, l’art. 2391-*bis* cod. civ. stabilisce uno specifico obbligo di vigilanza circa l’osservanza delle regole adottate dalle società in materia di OPC; il Regolamento OPC, declinando tale dovere, ha quindi stabilito che «[l]’organo di controllo vigila sulla conformità delle procedure adottate ai principi indicati nel regolamento nonché sulla loro osservanza e ne riferisce all’assemblea ai sensi dell’articolo 2429,

³²⁵ S. ALVARO - E. CAPPARIELLO - V. GENTILE - E.R. IANNACCONE - G. MOLLO - S. NOCELLA - M. VENTORUZZO, *Business judgement rule e mercati finanziari. Efficienza economica e tutela degli investitori*, cit., p. 57.

³²⁶ Significativamente, il Presidente Giuseppe Vegas, nel 2012 ebbe a sottolineare l’opportunità di «rafforzare i poteri della Consob in tema di condotte illecite poste in essere dagli amministratori di società quotate», in particolare prevedendo «una specifica sanzione per gli amministratori in caso di violazione della disciplina in materia di operazioni con parti correlate, anche in questo caso oggi addebitabili solo ai componenti degli organi di controllo», G. VEGAS, *Incontro annuale con il Mercato Finanziario. Discorso del Presidente Giuseppe Vegas*, Milano, 6 maggio 2013, disponibile all’indirizzo www.consob.it, p. 18. Più diffusamente cfr. CONSOB, *Relazione per l’anno 2012*, Roma, 31 marzo 2013, in www.consob.it, p. 36, che osserva come «l’attuale quadro sanzionatorio non appare sufficientemente dissuasivo tanto nei confronti di coloro che sono portatori di interessi in conflitto con quello della società, quali i titolari di deleghe gestionali gestione che hanno promosso operazioni non rispondenti all’interesse della società, quanto nei confronti degli amministratori indipendenti a cui la regolamentazione attribuisce un ruolo centrale nella verifica della correttezza sostanziale dell’operazione. Per un’efficace vigilanza sarebbe, pertanto, auspicabile la previsione di una specifica sanzione amministrativa pecuniaria nei confronti degli amministratori delle società quotate per la violazione della disciplina in materia di operazioni con parti correlate di cui al combinato disposto dell’art. 2391-bis del codice civile e del Regolamento Consob di attuazione». Anticipando quanto verrà trattato *infra* cap. III, dopo taluni tentativi falliti (li riportano: R. CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate. Fra corporate governance, responsabilità degli amministratori ed efficiente tutela delle minoranze nelle società quotate*, cit., pp. 123 e ss.; N. MICHIELI, *La gestione del conflitto d’interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., pp. 248 e ss.), volti a rispondere a tali esigenze, solo con il recepimento della SHRD II il legislatore italiano è intervenuto sul punto, estendendo, nel senso auspicato, il potere sanzionatorio della Consob.

³²⁷ Sul punto cfr. N. MICHIELI, *La gestione del conflitto d’interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., pp. 243 e ss.

secondo comma, del codice civile ovvero dell'articolo 153 del Testo unico» (art. 4, co. 6, Reg. OPC)³²⁸. L'inosservanza degli obblighi derivanti dalla disciplina in argomento è poi fonte di sanzioni ex art. 149 TUF.

Per queste ragioni, non sorprende il fatto che nei diversi procedimenti sanzionatori adottati dalla Consob, quindi nelle ulteriori (ed eventuali) vicende giudiziarie, i principali destinatari delle conseguenti sanzioni siano stati i membri del collegio sindacale. Sul punto, merita osservare come, nelle pieghe di differenti decisioni, siano emersi più nitidamente i confini di taluni doveri che lo stesso collegio è tenuto ad assolvere nell'espletamento delle funzioni attribuitegli dal Regolamento. In tal senso, si ritiene che i doveri del collegio consistano nel verificare: la corretta qualificazione dell'operazione, quindi l'adozione della appropriata procedura; la composizione del comitato, con specifico riguardo ai requisiti di indipendenza e di non correlazione dei suoi membri; il corretto espletamento delle funzioni da parte del comitato; il suo efficace (tempestivo e completo) coinvolgimento anche informativo; il rispetto del contenuto del parere, e delle conseguenze a fronte di un parere negativo³²⁹. In aggiunta, si riconosce al collegio sindacale il potere di intervenire in qualsiasi momento della procedura "invitando" le parti coinvolte ad attenersi agli obblighi previsti dalla legge, dallo statuto e dalle procedure interne³³⁰.

³²⁸ Giova ricordare come, secondo la Comunicazione OPC, in caso di mancanza di almeno due consiglieri indipendenti non correlati, possono considerarsi "specifici presidi equivalenti", tra gli altri, i pareri resi dal collegio sindacale, previa *disclosure* da parte dei suoi membri in caso di interessi nell'operazione. Sul punto, criticamente, v. G. PRESTI, *Commento sub art. 2391-bis*, cit., p. 1367.

³²⁹ *Ex multis*, A. POMELLI, *Commento sub art. 2391-bis*, cit., p. 771; M. HOUBEN, *La responsabilità dei sindaci di società quotate per omessa vigilanza sulle operazioni con parti correlate. La verifica sull'adeguatezza delle procedure e sulla correttezza dei singoli affari: il difetto di indipendenza dell'advisor*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2021, p. 700.

³³⁰ *Ibidem*, ove si ritiene, altresì, «opportuno che il collegio sindacale partecipi sempre alle sedute del comitato degli amministratori», poiché «[s]oltanto con la partecipazione diretta può esservi idonea garanzia di una vigilanza effettiva e tempestiva sul procedimento di formazione delle deliberazioni del comitato». Sul punto anche M. HOUBEN, *La responsabilità dei sindaci di società quotate per omessa vigilanza sulle operazioni con parti correlate. La verifica sull'adeguatezza delle*

Tale attività di vigilanza dovrebbe investire la concreta applicazione delle procedure e la loro sostanziale conformità alle disposizioni regolamentari. Diversamente, limitando l'attività di verifica ad un controllo sotto il profilo della conformità soltanto formale ed astratta delle procedure, si andrebbe a vanificare l'efficacia dello stesso controllo. Una tale impostazione, peraltro, è coerente con il *proprium* delle funzioni di vigilanza generalmente riconosciute al collegio sindacale³³¹.

Il punto è stato, altresì, confermato dalla Suprema Corte, secondo cui l'attività dei sindaci non può «limitarsi a una verifica estrinseca del rispetto delle procedure legali, avendo il dovere di rendere note le criticità per difetto di “correttezza sostanziale” (...), risultante dalle emergenze e la non conformità della procedura allo scopo di legge, che (...) è quello d'impedire silenti “svuotamenti societari”»³³².

Il controllo che il collegio sindacale sarebbe, dunque, chiamato a svolgere può ritenersi duplice. Da un lato, infatti, è chiamato a svolgere un controllo, per così dire, “statico”, sulla bontà della procedura, intesa quale conformità alle previsioni (quindi alle finalità di tutela) del Regolamento; verifica del tutto parificata al controllo preteso in materia di adeguatezza degli assetti³³³. Dall'altro, con specifico riguardo al compimento di un'operazione, la vigilanza del collegio sarà sull'intera “dinamica” dell'operazione, dal momento di (corretta) attivazione

procedure e sulla correttezza dei singoli affari: il difetto di indipendenza dell'advisor, cit., pp. 701 e ss.

³³¹ Su tutti, con ampia P. SFAMENI, *Commento sub art. 2403*, in P. ABBADESSA – G.B. PORTALE (diretto da), *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, cit., p. 1575, al quale si rimanda anche per più ampi riferimenti bibliografici.

³³² Cass. civ., 10 luglio 2020, n. 14708, in *Banca dati DeJure* e anche in *Banca borsa tit. cred.*, 2021, pp. 677 e ss.

³³³ M. HOUBEN, *La responsabilità dei sindaci di società quotate per omessa vigilanza sulle operazioni con parti correlate. La verifica sull'adeguatezza delle procedure e sulla correttezza dei singoli affari: il difetto di indipendenza dell'advisor*, cit., p. 697; sul punto anche G.A. POLICARO, *Il collegio sindacale*, in M. IRRERA (op. diretta da), *Assetti adeguati e modelli organizzativi nella corporate governance delle società di capitali*, Bologna, 2016, pp. 279 e ss.

della procedura, passando per lo scrutinio del contenuto del parere, sino alla corretta conclusione della procedura.

Con riguardo al parere, pare opportuno ricordare come molteplici decisioni, pur escludendo che il collegio sindacale possa esprimersi sull'opportunità circa il compimento dell'operazione, hanno considerato censurabile quella condotta del collegio che abbia omesso i dovuti approfondimenti circa il contenuto del parere. È, infatti, prevalente quell'orientamento sia dottrinario³³⁴ sia giurisprudenziale³³⁵ che ritiene preclusa al collegio ogni valutazione sull'opportunità e altresì sul merito. Conseguentemente, con riguardo proprio allo specifico scrutinio sul parere, si ritiene che il controllo, lungi dal verificare la convenienza dell'operazione, debba, piuttosto, valutare la fondatezza logica, l'analiticità e la coerenza delle argomentazioni fatte proprie dal comitato nel parere rispetto ai tre parametri di riferimento: la convenienza delle condizioni, la correttezza sostanziale e la rispondenza all'interesse sociale dell'operazione³³⁶.

³³⁴ N. ABRIANI, *Il ruolo del collegio sindacale nella governance del nuovo millennio*, in M. VIETTI (diretto da), *La governance nelle società di capitali. A dieci anni dalla riforma*, cit., pp. 329 ss.

³³⁵ Cass. civ., 4 febbraio 2021, n. 2639, in *Banca dati DeJure*; Cass. civ., 26 gennaio 2021, n. 1602, in *Banca dati DeJure*.

³³⁶ Sul punto cfr.: A. POMELLI, *Commento sub art. 2391-bis*, cit., p. 771; S. ALVARO - E. CAPPARIELLO - V. GENTILE - E.R. IANNACCONE - G. MOLLO - S. NOCELLA - M. VENTORUZZO, *Business judgement rule e mercati finanziari. Efficienza economica e tutela degli investitori*, cit., p. 61 e s.

CAPITOLO III

Il recepimento della SHRD II nel Regolamento OPC e l'aggiornamento delle procedure

SOMMARIO: 1. La nuova normativa europea delle Operazioni con parti correlate. – 1.1 Il recepimento della direttiva: il d.lgs. 49/2019. – 2. L'aggiornamento del Regolamento OPC. – 2.1 La definizione di parte correlata: rinvio mobile. – 2.2. (segue). L'individuazione dell'amministratore coinvolto. – 2.3. Gli ulteriori interventi attuativi. – 3. Il recepimento nelle procedure da parte delle società emittenti e la Comunicazione OPC. – 3.1. (segue). Le parti correlate e gli amministratori coinvolti. – 3.2. (segue). Il comitato OPC: composizione, coinvolgimento e funzioni. – 3.3. (segue). Le esenzioni.

1. La nuova normativa europea delle Operazioni con parti correlate

Le operazioni con parti correlate sono divenute, al tramonto del secolo scorso, argomento di attualità e di interesse sempre più globale, suscitando molteplici studi da parte della dottrina che, traendo spunto dall'analisi di ordinamenti più all'avanguardia, ha dapprima biasimato i legislatori locali per la mancanza di adeguati presidi volti a contrastare l'estrazione di benefici da parte del socio di controllo ovvero del *management*, quindi ha mantenuto sempre fecondo il dibattito inerente alla ricerca dei migliori strumenti normativi per fronteggiare il fenomeno.

Lo sviluppo incalzante dei mercati finanziari di fine millennio, insieme alla sempre più rapida circolazione dei capitali in ambito europeo ha difatti comportato una progressiva inadeguatezza dell'impianto normativo di taluni ordinamenti (quali quello italiano) rispetto all'evolversi delle dinamiche societarie³³⁷ che ha permesso condotte non sempre edificanti, sovente sfociate in crisi e scandali di portata sovranazionale³³⁸.

Queste ragioni, unite al costante tentativo di rendere il mercato europeo sempre più omogeneo in termini di tutele apprestate agli operatori del mercato dei capitali, ha spinto il legislatore europeo ad intervenire con sempre maggior incisività proprio sul tema delle operazioni con parti correlate. In quest'ottica, la Direttiva UE 2017/828 del 17 maggio 2017 (*Shareholders Rights Directive II*, ovvero SHRD II) rappresenta l'ultimo rilevante approdo che ha interessato i Paesi dell'Unione Europea. Senza svalutare l'importante e a volte incisivo impatto che

³³⁷ Sulla rapida obsolescenza delle norme dettate dal Legislatore in tema di *corporate governance* rispetto ai vantaggi derivanti, invece, dai codici di autodisciplina, v. J. A. McCAHERY - E. P.M. VERMEULEN, *Corporate Governance Crises and Related Party Transactions: A Post-Parmalat Agenda*, cit., p. 243. Con riguardo al sistema di tutele domestico v. anche le contrastanti posizioni espresse in dottrina al § 1, cap. II.

³³⁸ Emblematica per l'Italia la vicenda che ha portato al *crac* Parmalat, v. nota 3.

la SHRD II ha avuto negli altri ordinamenti europei³³⁹, ai fini del presente lavoro ci si soffermerà sulla portata delle modifiche avvenute nell'ordinamento domestico con il successivo recepimento della Direttiva, ad opera, prima, del d.lgs. 49 del 10 giugno 2019, quindi, dell'aggiornamento del Regolamento OPC da parte della Consob.

Merita, anzitutto, ricordare che la SHRD II si innesta in quel percorso inaugurato dalla Direttiva 2007/36/CE (*Shareholders Rights Directive I*) che contiene previsioni in materia di diritti degli azionisti delle società quotate e di misure necessarie per facilitarne l'intervento in assemblea e l'esercizio dei diritti di voto, anche attraverso la previsione di un'adeguata informativa pre-assembleare³⁴⁰. Dieci anni dopo, sulla stessa scia, la SHRD II si pone l'obiettivo di migliorare la *governance* delle società quotate rafforzandone la competitività e la sostenibilità a lungo termine³⁴¹. Le linee direttrici attraverso le quali raggiungere

³³⁹ Singolare appare, ad esempio, il caso della Germania che sino al recepimento della SHRD II non aveva inteso regolare direttamente le operazioni con parti correlate, ritenendo la propria disciplina societaria sufficientemente presidiata: cfr. L. ENRIQUES - G. HERTIG - H. KANDA - M. PARGENDLER, *Related-Party Transactions*, cit., pp. 149, 166 e 169, per i quali «Germany has remained lenient towards controlling shareholders». In argomento, *funditus*, A. ENGERT - T. FLORSTEDT *Which Related Party Transactions Should Be Subject to Ex Ante Review? Evidence from Germany*, cit., pp. 1 e ss.; T.H. TRÖGER, *Germany's Reluctance to Regulate Related Party Transactions: An Industrial Organization Perspective*, cit., pp. 426 e ss. Sul punto, per un focus più specifico sulla disciplina UK, francese e tedesca v. i contributi di P. DAVIES, *Related Party Transactions: UK Model*, in L. ENRIQUES - T.H. TRÖGER (edited by), *The Law and Finance of Related Party Transactions*, cit., pp. 361 e ss.; G. HELLERINGER, *Related Party Transactions in France: A Critical Assessment*, in L. ENRIQUES - T.H. TRÖGER (edited by), *The Law and Finance of Related Party Transactions*, cit., pp. 400 e ss.; T.H. TRÖGER, *Germany's Reluctance to Regulate Related Party Transactions: An Industrial Organization Perspective*, in L. ENRIQUES - T.H. TRÖGER (edited by), *The Law and Finance of Related Party Transactions*, cit., pp. 426 e ss. Per un generale quadro di sintesi v. infine M. HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*, cit., pp. 7 e ss.

³⁴⁰ Sulla SHRD I, v.: P. MONTALENTI, *La Direttiva Azionisti e l'informazione preassembleare*, in *Giur. comm.*, 2011, I, pp. 685 e ss.; A. BUSANI, *Assemblee 2011: passivity rule, parti correlate e Dshrd*, in *Società*, 2011, pp. 65 e ss.

³⁴¹ L'adozione del testo finale della SHRD II fa parte di un pacchetto di misure che trovano fondamento nella Comunicazione della Commissione europea del 12 dicembre 2012 e, prima ancora, nel Libro Verde dell'aprile 2011 (sulla Comunicazione della Commissione, sinteticamente e criticando «la portata decisamente modesta sul piano sia quantitativo sia qualitativo delle

il predetto scopo prevedono i) un coinvolgimento maggiore e più consapevole da parte degli azionisti nel governo societario, nel medio e lungo termine, ii) la facilitazione dell'esercizio dei diritti degli stessi e iii) una maggiore trasparenza tra società e investitori³⁴².

Proprio nell'ambito di questi ampi e complessi obiettivi, si inserisce una rinnovata attenzione alla materia delle operazioni con parti correlate³⁴³. Come rileva, infatti, il considerando (42) della SHRD II, evidente è il rischio che tali

proposte», P. MARCHETTI, *Il nuovo Action Plan europeo in materia societaria e di corporate governance*, in *Riv. soc.*, 2013, pp. 225 e ss.; per consultare il testo del Piano d'azione: *ivi*, pp. 228 e ss.). L'*Action plan* contenuto nella comunicazione del 12 dicembre 2012, sul presupposto per cui «[i]l diritto europeo delle società costituisce un elemento fondamentale del mercato interno», si poneva «tre principali linee di intervento: rafforzare la trasparenza» da parte delle società che «devono fornire maggiori informazioni in merito al loro governo societario agli investitori e alla società in generale (...); coinvolgere gli azionisti [che] dovrebbero essere incoraggiati a partecipare maggiormente al governo societario (...); sostenere la crescita delle imprese e la loro competitività». La necessità di tale ammodernamento era dettata dalla convinzione per cui il quadro normativo europeo dei paesi membri, in generale caratterizzato da una scarsa partecipazione dei soci alle dinamiche societarie (svilendo così il ruolo dell'assemblea e l'esercizio dei diritti di voto, con conseguente "impunità" dell'organo amministrativo), tendenza aggravata dal fatto che molti azionisti detengono le loro azioni solo per un breve periodo di tempo, aveva contribuito alla precedente crisi finanziaria.

³⁴² Cfr. i considerando: (2) - (4) della SHRD II. Sul punto si è osservato che «[l]a Direttiva tocca dunque alcuni aspetti fondamentali del rapporto tra società e mercato, secondo un approccio ambizioso che mira a costruire un *comune orientamento* dei vari soggetti coinvolti verso *logiche di dialogo nel lungo periodo*. Questo approccio richiede la piena collaborazione di tutte le diverse componenti, incentivando di fatto l'affermarsi di *best practice* e privilegiando il dialogo e il confronto sulle diverse scelte adottate» (enfasi aggiunta), ASSONIME, *Il recepimento della direttiva shareholders rights II nell'ordinamento italiano*, Circolare n. 21 del 4 novembre 2019, p. 6.

³⁴³ La necessità di intervenire sul punto emergeva anche dal Libro verde dell'Unione Europea il quale, tra i diversi interrogativi, chiedeva se gli azionisti di minoranza necessitassero di una maggiore protezione rispetto alle operazioni con parti correlate: *Libro Verde. Il quadro dell'Unione europea in materia di governo societario*, aprile 2011, Allegato 1, domanda (22). Un anno più tardi, il Piano di azione varato dalla Commissione, prevedeva l'impegno da parte della stessa di assumere iniziative volte a rafforzare e migliorare il controllo degli azionisti sulle suddette operazioni (sul punto P. MARCHETTI, *Il nuovo Action Plan europeo in materia societaria e di corporate governance*, cit., 2013, pp. 225 e ss.). Spinte in tal senso erano giunte anche dall'*European Corporate Governance Forum* del 10 marzo 2011, il quale raccomandava l'introduzione di principi comuni in tutta Europa per le operazioni con parti correlate (http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/ecgf_related_party_transactions_en.pdf).

operazioni possano «causare pregiudizio alle società e ai loro azionisti» attribuendo alla parte correlata «la possibilità di appropriarsi di un valore appartenente alla società». Ciò premesso, si chiede dunque agli Stati membri «di garantire che le operazioni rilevanti con parti correlate siano sottoposte all'approvazione degli azionisti o dell'organo di amministrazione o di vigilanza conformemente alle procedure che impediscono alla parte correlata di trarre vantaggio dalla sua posizione e che tutelano adeguatamente gli interessi della società e degli azionisti che non sono una parte correlata, compresi gli azionisti di minoranza»³⁴⁴.

Date queste premesse, l'articolato della SHRD II in tema di OPC ha, anzitutto, inteso ancorare, con un rinvio mobile, la definizione di "parte correlata" ai principi contabili internazionali adottati a norma del Regolamento (CE) n. 1606/2002 del Parlamento europeo e del Consiglio³⁴⁵. Dipoi, ai sensi dell'art. art. 1, § 4, SHRD II, si è prevista l'introduzione dell'articolo 9-*quater* nella SHRD, stabilendo:

- l'obbligo per gli Stati membri, di definire le "operazioni rilevanti", considerando l'influenza che le informazioni potrebbero avere sulle decisioni economiche degli azionisti della società e il rischio che potrebbe derivare dal compimento dell'operazione per la società e gli azionisti non correlati. Per la definizione di "operazioni rilevanti" dovranno, altresì, stabilirsi una serie di indici quantitativi legati all'impatto economico dell'operazione, alla sua natura ed alla posizione della parte correlata;

- obblighi di informazione al mercato circa la natura del rapporto con la parte correlata, il nominativo della stessa, data e controvalore dell'operazione, nonché tutte le informazioni necessarie per valutare la correttezza e la convenienza dell'operazione per la società e per

³⁴⁴ V. considerando (42) della SHRD II.

³⁴⁵ Cfr. SHRD II, art. 1, § 2, lett. h) e Relazione illustrativa al d.lgs. 10 maggio 2019, n° 49.

gli azionisti non correlati, da rendersi al più tardi al momento della conclusione delle operazioni rilevanti³⁴⁶;

- obblighi procedurali che attribuiscono all'assemblea generale o all'organo di amministrazione o di controllo della società il compito di approvare le operazioni rilevanti³⁴⁷, nonché l'esclusione, nella forma dell'astensione, dall'approvazione o dalla votazione dell'amministratore o azionista che siano «coinvolti» nell'operazione con la parte correlata³⁴⁸;

- esenzioni dalle suddette procedure per le operazioni concluse nell'ordinaria attività e a normali condizioni di mercato, nonché per ulteriori fattispecie specificamente individuate³⁴⁹;

- obblighi informativi a carico della società, volti a rendere note al pubblico le operazioni rilevanti intervenute tra la parte correlata della società ed una controllata della società stessa.

Infine, gli Stati membri sono tenuti alla predisposizione di norme sanzionatorie, «sufficientemente dissuasive e proporzionate»³⁵⁰, applicabili in caso di violazione delle disposizioni nazionali di attuazione della direttiva.

³⁴⁶ Collegato a questo obbligo vi è la facoltà (*opt-in*), da parte degli Stati membri, di prevedere che l'informativa sia corredata da una relazione valutativa della correttezza e della convenienza dell'operazione che illustri i presupposti su cui si basa e i metodi utilizzati, predisposta da un terzo indipendente, dall'organo di amministrazione o di controllo della società, dal comitato per il controllo interno o altro comitato composto in maggioranza da amministratori indipendenti; per ovvie ragioni sono escluse dalla partecipazione alla preparazione della relazione le parti correlate.

³⁴⁷ Con una clausola *opt-in*, si consente agli Stati membri di attribuire all'assemblea generale il diritto di votare in merito ad operazioni rilevanti che siano state approvate dall'organo di amministrazione o di vigilanza della società.

³⁴⁸ Viene, tuttavia, fatta salva la possibilità (*opt-in*) per gli Stati membri di consentire il voto degli azionisti che sono parte correlata nell'operazione a condizione che «il diritto nazionale preveda adeguate misure di salvaguardia (...) per tutelare gli interessi della società e degli azionisti che non sono una parte correlata, inclusi gli azionisti di minoranza».

³⁴⁹ Cfr. SHRD II, art. 1, § 4, art. 9-quater, n° 6, lettere: a) – e).

³⁵⁰ Considerando (50) della SHRD II.

La SHRD II, più che predisporre una normativa di dettaglio, ha inteso realizzare un quadro di armonizzazione minima, lasciando agli Stati membri la declinazione degli «elementi concreti della disciplina organizzativa (...), “suggerendo” alcune soluzioni idonee a raggiungere o rafforzare gli obiettivi indicati»³⁵¹; prova ne sia la rimessione agli Stati membri della scelta rispetto all’organo deputato alla approvazione delle operazioni rilevanti con parti correlate, rispetto, invece, ad un precedente tentativo di riforma che aveva attribuito, in tal senso, un ruolo determinante ai soci di minoranza, sull’onda di una convinzione ben radicata: «[b]oth scholars and policymakers frequently consider direct (minority) shareholders involvement the most potent procedural safeguards»³⁵².

³⁵¹ M. HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*, cit., pp. 36 e ss. Si riconosce, infatti, agli Stati membri, la facoltà di introdurre o mantenere deroghe o requisiti più stringenti in considerazione delle specificità del diritto societario nelle diverse giurisdizioni dell’Unione Europea: il Considerando (55), al riguardo, prevede che la SHRD II «non impedisce agli Stati membri di adottare o mantenere in vigore disposizioni più rigorose nel settore disciplinato dalla presente direttiva per facilitare ulteriormente l’esercizio dei diritti degli azionisti, promuovere il loro impegno e tutelare gli interessi degli azionisti di minoranza», precisando che «[t]ali disposizioni non dovrebbero, tuttavia, ostacolare l’effettiva applicazione della presente direttiva, né il conseguimento dei suoi obiettivi e dovrebbero, in ogni caso, rispettare le norme dei trattati».

³⁵² L. ENRIQUES - T.H. TRÖGER, *The Law and (Some) Finance of Related Party Transactions*, cit., p. 9; similmente S. DJANKOV - R. LA PORTA - F. LOPEZ DE SILANES - A. SHLEIFER, *The Law and Economics of Self-Dealing*, cit., p. 436, che considerano «disinterested shareholder approval as the purest case of arm's-length endorsement of the transaction»; v. anche Z. GOSHEN, *The efficiency of controlling corporate self-dealing: theory meets reality*, cit., pp. 414 e ss., il quale, dopo aver ricostruito in termini di *property rule* e *liability rule* alcuni diversi rimedi (*majority of minority* e *fairness test*) volti a contrastare ipotesi di *self-dealing*, osserva che «despite its failures [holdouts], a property rule is still more desirable solution than a liability rule».

L’originaria proposta di direttiva (Bruxelles, 9 aprile 2014, COM(2014) 213 *final*, 2014/0121 (COD), disponibile al link <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52014PC0213&from=EN>) si presentava, infatti, «incentrata sull’intervento degli azionisti, con un’impostazione nettamente incline al modello (*minority*-) *shareholders-centred* inglese, al più temperato “alla francese”», così M. HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*, cit., p. 34. In particolare, si stabiliva che le operazioni superiori al 5% degli attivi o aventi un impatto significativo sugli utili o sul fatturato, venissero sottoposte al voto degli azionisti in assemblea, con l’esclusione dalla votazione del socio coinvolto nella stessa. Il temperamento “alla francese”, osserva l’A., era da imputarsi alla possibilità, riconosciuta agli Stati membri, di consentire la conclusione dell’operazione con riserva dell’approvazione degli azionisti.

Nonostante la libertà concessa agli Stati membri nella declinazione normativa³⁵³, la SHRD II rappresenta una rilevante novità nel quadro normativo europeo³⁵⁴, cui si è giunti al termine di un proficuo percorso di discussione suscitato da molteplici sollecitazioni³⁵⁵ e destinata a contribuire allo sviluppo del mercato europeo³⁵⁶.

1.1 Il recepimento della direttiva: il d.lgs. 49/2019

Il legislatore italiano, all'atto di recepire il contenuto della SHRD II³⁵⁷ (per la parte inerente alle operazioni con parti correlate), ha potuto contare su di un quadro regolamentare «già in larga parte coerente con la Direttiva con riguardo alle procedure di approvazione, agli obblighi di trasparenza nonché ad alcuni casi

Molteplici furono le critiche ed i dubbi che la citata proposta aveva suscitato; ad esempio, si è affermato che «the proposed regime will prove lax: the new rules, first, are under-inclusive and, second, rely on weak safeguards», L. ENRIQUES, *Related Party Transaction: Policy Options and real-World Challenges (with a Critique of the European Commission Proposal)*, cit., p. 27.

³⁵³ Ma v. il già citato caso della Germania, “costretta” ad introdurre una disciplina sino a quel momento mancante o, quantomeno, ad intervenire sulla fattispecie con un approccio innovativo (*supra* nota 339).

³⁵⁴ Rispetto ad un quadro normativo che si presentava fortemente eterogeneo prima della SHRD II (sul punto, cfr.: M. HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*, cit., p. 7 e ss.; G. LIACE, *Le operazioni con parti correlate*, cit., p. 143 e ss.), una maggiore armonizzazione in materia di operazioni con parti correlate potrà certamente giovare a molteplici realtà societarie in un'ottica di operatività transfrontaliera; esemplificando, una società italiana quotata che esercita il controllo su società quotate in mercati di altri Stati membri, potrà certamente beneficiare di un quadro normativo maggiormente uniforme riducendo i costi che derivano dalla *compliance* a regolamentazioni differenti.

³⁵⁵ Cfr. note 341 e 343.

³⁵⁶ Critico sul contenuto della SHRD II, E. GLIOZZI, *Lo short-terminismo e la direttiva n. 828 Ue del 2017*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 2020, pp. 841 e ss.

³⁵⁷ Le varie tappe del percorso legislativo di recepimento della SHRD II sono descritte da P. VALENSISE, *Il recepimento della SHRD2 sull'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti. Un preliminare orientamento sullo stato dell'arte*, in *Dirittobancario.it*, 7 gennaio 2019 e P. VALENSISE - I. BUI, *Il recepimento della SHRD 2 ad opera del D. lgs. N. 49/2019: prime considerazioni in attesa dell'intervento attuativo della Consob*, in *Dirittobancario.it*, 11 luglio 2019.

di esenzione individuati dall'art. 9-*quater*»³⁵⁸. Tale coerenza normativa non solo ha segnalato l'avvedutezza del legislatore domestico nell'aver colmato, pur in ritardo, un *gap* normativo, bensì ha anche posto in luce che esso «per molti aspetti [ha] anticipato i principi e le regole contenute nella Direttiva europea»³⁵⁹, fungendo, si fa per dire, da modello³⁶⁰.

Per altro, il legislatore, recependo la Direttiva, non si è limitato a delegare alla Consob l'aggiornamento del Regolamento operazioni con parti correlate adottato dalla stessa il 12 marzo 2010 con delibera n. 17221, ma ha provveduto ad una sostanziale integrazione dell'art. 2391-*bis* cod. civ., introducendo un nuovo 3° comma, al fine, (anche e forse) di colmare quel *vulnus* determinatosi a seguito dell'adozione del predetto Regolamento da parte della stessa Autorità³⁶¹.

Conseguentemente, alla luce del nuovo quadro normativo di delega, il potere regolamentare della Consob non appare più (letteralmente) limitato

³⁵⁸ CONSOB, *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). Documento per la consultazione*, 31 ottobre 2019, p. 4 (nel prosieguo "Documento di consultazione 2019").

³⁵⁹ ASSONIME, *Il recepimento della direttiva shareholders rights II nell'ordinamento italiano*, cit., p. 11. Similmente anche Houben, secondo la quale la disciplina italiana avrebbe, ad esempio, ispirato la stessa SHRD II «laddove si consente la disattivazione del divieto di voto del socio correlato in presenza di "adeguate misure di salvaguardia" a tutela della società e degli azionisti, quali il potere di veto della maggioranza dei soci non correlati o della maggioranza degli amministratori indipendenti» (c.d. *whitewash*): M. HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*, cit., p. 46.

³⁶⁰ Cfr. OECD, *Flexibility and Proportionality in Corporate Governance*, cit., pp. 17 e 128. Si è osservato sul punto che il modello parti correlate italiano «è stato considerato pregevole nell'ambito della discussione internazionale e dunque indicato come esempio virtuoso anche per altri Paesi», M. HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*, cit., p. 45 e s.; l'originalità dell'opzione regolamentare italiana, rispetto al contesto di altre maggiori giurisdizioni, è sottolineata anche da G. PRESTI, *Commento sub art. 2391-bis*, cit., p. 1359.

³⁶¹ V. cap. II, § 1, spec. note 173 e 174.

all'indicazione dei principi, bensì può (*recte*: deve) spingersi a definire, conformemente all'art. 9-*quater* della direttiva 2007/36/CE, «*almeno*³⁶²:

a) le soglie di rilevanza delle operazioni con parti correlate tenendo conto di indici quantitativi legati al controvalore dell'operazione o al suo impatto su uno o più parametri dimensionali della società. La Consob può individuare anche criteri di rilevanza che tengano conto della natura dell'operazione e della tipologia di parte correlata;

b) regole procedurali e di trasparenza proporzionate rispetto alla rilevanza e alle caratteristiche delle operazioni, alle dimensioni della società ovvero alla tipologia di società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, nonché i casi di esenzione dall'applicazione, in tutto o in parte, delle predette regole;

c) i casi in cui gli amministratori, fermo restando quanto previsto dall'articolo 2391, e gli azionisti coinvolti nell'operazione sono tenuti ad astenersi dalla votazione sulla stessa ovvero misure di salvaguardia a tutela dell'interesse della società che consentano ai predetti azionisti di prendere parte alla votazione sull'operazione».

Se, con riguardo alle lett. a) e b), l'intervento della Consob non è stato particolarmente innovativo, attesa la sostanziale compatibilità con l'attuale disciplina regolamentare³⁶³, la previsione di cui alla lett. c) introduce nel nostro ordinamento il dovere di astensione dell'amministratore e dell'azionista coinvolti nell'operazione, salvo il caso in cui, e per la sola ipotesi di coinvolgimento

³⁶² L'utilizzo dell'avverbio (enfasi aggiunta) se da un lato potrebbe manifestare una consapevolezza da parte del Legislatore circa le suddette critiche rivolte alla Consob nell'esercizio della delega, dall'altro conferma una certa tendenza del Legislatore che in questa materia preferisce di gran lunga un ruolo "defilato", al riguardo v. M. VENTORUZZO, *Commento* sub art. 2391-bis, cit., p. 521.

³⁶³ Cfr. artt. 3, 4 e 13 Reg. OPC. Tra i primi commenti in dottrina: P. VALENSISE - I. BUI, *Il recepimento della SHRD 2 ad opera del D. lgs. N. 49/2019: prime considerazioni in attesa dell'intervento attuativo della Consob*, cit.

dell'azionista, la presenza di idonei presidi consenta all'azionista coinvolto di ugualmente parteciparvi (*e.g. whitewash*)³⁶⁴.

Si tratta, a ben vedere, di una rilevante novità che, secondo taluni primi commenti alla normativa «contrasta con i principi del diritto societario nazionale e che pone dunque alcune importanti questioni interpretative»³⁶⁵ delle quali la Consob non ha mancato di farsi carico (*infra* § successivo).

Quanto al regime sanzionatorio, recependo le previsioni della SHRD II, il d.lgs. n. 49/2019 prevede l'introduzione di una nuova disposizione, l'art. 192-*quinquies* TUF, specificamente dedicata alle "Sanzioni amministrative in tema di operazioni con parti correlate". Ai sensi di tale nuova previsione:

- nei confronti delle società quotate nei mercati regolamentati che violano l'articolo 2391-*bis* del codice civile e le relative disposizioni di attuazione adottate dalla Consob ai sensi del medesimo articolo, «si applica una

³⁶⁴ L'opzione consentita dalla Direttiva, e fatta propria dal legislatore italiano, di permettere ai soci di votare nelle deliberazioni assembleari concernenti l'operazione, in presenza di "misure di salvaguardia" definite dalla Consob, è coerente con la posizione sostenuta dall'Italia durante il negoziato sulla SHRD II, contraria all'imposizione di un obbligo di astensione dei soci: «[u]na tale previsione impedirebbe, infatti, agli azionisti di controllo di esercitare il proprio voto in operazioni di competenza assembleare che li coinvolgano, rappresentando una soluzione non ottimale in un contesto di assetti proprietari concentrati quale quello del mercato italiano, in quanto deresponsabilizzerebbe i soci di riferimento, attribuirebbe alle sole minoranze le decisioni su operazioni straordinarie talvolta strategiche per l'emittente, e disincentiverebbe la stessa quotazione delle imprese», Relazione illustrativa al d.lgs. 49/2019, p. 3.

³⁶⁵ ASSONIME, *Il recepimento della direttiva shareholders rights II nell'ordinamento italiano*, cit., p. 13. Perplexità sono state espresse anche da Nedcommunity che ritiene «dubbia l'opportunità in sé (...) di introdurre doveri di astensione in capo agli amministratori correlati» giacché implicherebbe «una potenziale alterazione delle meccaniche decisionali non mitigate da alcuna misura di salvaguardia a favore degli amministratori non [coinvolti]», con il rischio di determinare «un ribaltamento in capo agli indipendenti di decisioni imprenditoriali (spesso strategiche), che, invece, dovrebbero essere condivise collegialmente con l'intero organo di amministrazione», NEDCOMMUNITY, *Osservazioni di Nedcommunity al documento posto in consultazione da Consob "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)"*, p. 7.

sanzione amministrativa pecuniaria da euro diecimila a euro centocinquantamila»;

- nei confronti dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione e di direzione che violino le predette disposizioni, «salvo che il fatto costituisca reato»³⁶⁶, si applica una sanzione amministrativa pecuniaria da euro cinquemila a euro centocinquantamila, sempreché la loro condotta – ai sensi del predetto art. 190-*bis*, comma 1, lett. *a*), TUIF – incida «in modo rilevante sulla complessiva organizzazione o sui profili di rischio aziendali», ovvero provochi «un grave pregiudizio per la tutela degli investitori o per la trasparenza, l'integrità e il corretto funzionamento del mercato».

Come rilevato nel capitolo precedente, l'introduzione di un regime sanzionatorio nei confronti dell'organo amministrativo rappresenta un importante passo in avanti in termini di *enforcement*. Tuttavia, si è osservato che il nuovo regime estende «notevolmente» i poteri sanzionatori della Consob: l'entità delle sanzioni, l'ampiezza della condotta sanzionabile, il carattere «smaccatamente punitivo», la natura di sanzione amministrativa (ove dolo e colpa sono presunte) rischiano di avere un effetto disincentivante rispetto all'assunzione della carica, determinando una fuga dal ruolo, a fronte di una generale remunerazione ritenuta ancora non proporzionata³⁶⁷.

³⁶⁶ Sul punto v. il recente contributo di C. CUCINOTTA, *Conflitto di interessi, operazioni con parti correlate e responsabilità penale*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2021, p. 728 e ss.

³⁶⁷ ASSONIME, *Il recepimento della direttiva shareholders rights II nell'ordinamento italiano*, cit., p. 38; sul punto cfr. anche NEDCOMMUNITY, *Osservazioni di Nedcommunity al documento posto in consultazione da Consob*, cit., p. 11 e ss. Si noti, per inciso, che il pericolo del crearsi di un simile effetto è stata una delle ragioni che hanno portato la giurisprudenza delle corti statunitensi ad elaborare la nota regola della c.d. *business judgement rule* (per una ricostruzione della sua *ratio v.*, *ex multis*, D. SEMEGHINI, voce *Business judgement rule (diritto statunitense)*, in *Digesto delle discipline privatistiche. Sezione commerciale*, agg. vol. 7, 2015, pp. 31 e ss.; S. BAINBRIDGE, *The Business Judgement Rule as Abstention Doctrine*, in *Vanderbilt Law Review*, vol. 57(1), 2004, pp. 83 e ss.; nonché L. BENEDETTI, *L'applicabilità della business judgement rule alle decisioni organizzative degli amministratori*, in *Riv. soc.*, 2019, I, pp. 413 e ss., ove ulteriori e ampi riferimenti bibliografici).

Invero, si tratta di osservazioni cui la relazione al decreto ha replicato sottolineando come i nuovi massimi sanzionatori siano in linea con quanto previsto dal TUF in condizioni analoghe e come, inoltre, le previsioni sarebbero coerenti con la disciplina del settore bancario in materia di attività di rischio³⁶⁸.

Si può, in definitiva, valutare positivamente il passo in avanti compiuto sul piano sanzionatorio, atteso che, alla luce delle considerazioni svolte in chiusura del precedente capitolo, proprio la mancanza di norme di tale portata aveva rappresentato un limite alla forza dissuasiva della disciplina dettata dal Regolamento OPC³⁶⁹.

Peraltro, il nuovo regime sanzionatorio potrebbe avere conseguenze anche sul piano della responsabilità degli amministratori ex art. 2392 e ss. cod. civ.; non può escludersi infatti che la sanzione irrogata dall’Autorità indipendente avverso l’organo gestorio (o taluno dei suoi membri) possa contribuire a dare “sostanza” probatoria proprio all’esercizio di un’azione di responsabilità diretta nei confronti dei suoi membri³⁷⁰.

³⁶⁸ V. Relazione illustrativa al d.lgs. 49/2019, p. 12 e s.

³⁶⁹ Tuttavia, e più in generale, per quanto il nuovo regime sanzionatorio attribuisca maggiori prerogative alla Consob in sede di *enforcement*, è stato tuttavia rilevato come a tali poteri dovrebbe accompagnarsi anche una migliore organizzazione degli uffici della stessa Autorità che negli anni successivi all’emanazione del Regolamento ha visto non solo cambiare le proprie priorità di vigilanza, ma, altresì, la composizione qualitativa e quantitativa degli stessi uffici deputati al controllo delle operazioni con parti correlate; così, M. BIANCHI - L. ENRIQUES - M. MILIČ, *Enforcing Rules on Related Party Transactions in Italy. One Securities Regulator’s Challenge*, in ENRIQUES L. - TRÖGER T.H. (edited by), *The Law and Finance of Related Party Transactions*, cit., p. 498.

³⁷⁰ In dottrina, in tema di responsabilità degli amministratori di banche, si è rilevato come il primo *step* di emersione di questa responsabilità possa realizzarsi proprio nell’irrogazione di sanzioni da parte dell’Autorità di vigilanza del settore: G. ROMAGNOLI, *La responsabilità amministrativa degli organi di amministrazione. Interferenze tra regimi*, in M. DE POLI - G. ROMAGNOLI (a cura di), *Le azioni di responsabilità nei confronti degli amministratori di società di capitali*, Pisa, 2020, pp. 165 e ss.

2. L'aggiornamento del Regolamento OPC

La rinnovata delega di cui all'art. 2391-*bis* cod. civ. ha, quindi, determinato la Commissione a rivedere il Regolamento OPC; nel fare ciò non si è, peraltro, limitata ad una mera opera di ricognizione e adeguamento, bensì ha apportato «alla regolamentazione vigente ulteriori interventi, sulla scorta dell'esperienza applicativa che la Consob ha maturato dal 2011 nella sua attività di vigilanza sulla concreta applicazione del Regolamento OPC»³⁷¹.

Come da previsioni normative (art. 23, co. 1 e 2, L. 262/2005)³⁷², si è dato dunque avvio ad una fase di consultazione con il mercato al fine di sollecitare gli operatori coinvolti circa l'individuazione delle migliori soluzioni di regolazione³⁷³.

Rispetto alla iniziale proposta di aggiornamento contenuta nel documento per la consultazione, la Consob ha ricevuto indicazioni talvolta positive rispetto alle soluzioni prospettate, talvolta contrarie, talvolta innovative³⁷⁴;

³⁷¹ CONSOB, *Documento di consultazione 2019*, cit., p. 4.

³⁷² Sul punto v. L. ROMAGNOLI, *La Consob. Profili e attività*, Torino, 2012, pp. 197 e ss.; L. ENRIQUES - M. GARGANTINI, *La Consob: natura, organizzazione e funzioni*, cit., p. 352.

³⁷³ CONSOB, *Documento di consultazione 2019*, cit.; i documenti relativi alla fase di consultazione e le osservazioni pervenute (dal Mercato) all'Autorità sono consultabili sul sito della Consob.

³⁷⁴ La partecipazione da parte degli operatori del mercato all'*iter* regolamentare appare certamente proficua per diverse ragioni: anzitutto la materia, che si caratterizza e per l'estrema delicatezza dei temi e per un non secondario tecnicismo dovuto alla procedimentalizzazione dei meccanismi di *corporate governance*, può ricevere una declinazione attenta e consapevole da parte di coloro che tali procedure sono chiamati ad applicare; viepiù, il contributo apportato dalle associazioni di categoria, dalle osservazioni accademiche così come da coloro che forniscono consulenza agli stessi emittenti, consente un circolo virtuoso (*bottom-up*) nel confezionamento delle norme in grado di assicurare un maggior affinamento della tecnica legislativa ed altresì una migliore capacità di completezza; infine, una tale, seppur complessa, partecipazione a monte sulla *policy* regolamentare non può che spiegare effetti positivi sull'adeguamento delle procedure da parte degli emittenti, nella convinzione per cui una maggiore condivisione a monte possa suscitare una maggiore accettazione a valle, quindi una migliore adesione al precetto normativo. Epperò, il rovescio della medaglia mostra anche i limiti che derivano da tali meccanismi. Non sono, infatti, mancati i casi in cui il confronto tra l'Autorità e il mercato ha spinto, con riguardo al tema OPC, a soluzioni più "caute" e attente ai *desiderata* delle società emittenti. Il compromesso raggiunto in tali ipotesi ha, talvolta, avuto come risultato quello di posticipare l'introduzione di norme, la cui mancata previsione ha determinato un certo livello di inefficacia della stessa

l'aggiornamento definitivo del Regolamento è quindi avvenuto con la delibera n. 21624 del 10 dicembre 2020³⁷⁵.

Pare, quindi, opportuno procedere ad una breve disamina delle principali novità, soffermandosi sia sulle modifiche rese necessarie dal recepimento della SHRD II ad opera del d.lgs. 49/2019, sia su quelle elaborate dalla Consob alla luce della precedente esperienza applicativa.

Le modifiche introdotte nel Regolamento OPC dovranno essere poi recepite anche nelle procedure delle singole emittenti.

Uno studio condotto sulla quasi totalità delle procedure aggiornate alle nuove previsioni consentirà di effettuare una prima verifica dell'approccio avuto dalle società emittenti in sede di adeguamento delle procedure stesse e, così, di individuare le migliori prassi applicative e le eventuali "incertezze" in sede interpretativa che le stesse potrebbero manifestare. Questa analisi si rivelerà utile ai fini della revisione della disciplina che non può considerarsi ancora concluso. Manca, infatti, l'aggiornamento della Comunicazione OPC che avrà luogo anch'esso a seguito di ulteriore consultazione. R rilievi emersi dall'analisi delle procedure permetteranno così di far emergere taluni profili sui quali l'Autorità potrà essere chiamata a fornire i necessari chiarimenti.

disciplina. Si pensi, ad esempio, agli orientamenti originariamente manifestati dalla Consob nella Bozza di Regolamento del 2008 con specifico riguardo alla definizione di "parti correlate", alle previsioni di più stringenti flussi informativi e alla previsione di specifiche soglie di esiguità; provvedimenti "respinti" nella prima consultazione del 2008 ed oggi resi, invece, irrinunciabili. Per quanto questi rilievi pongano certamente delle criticità inerenti all'utilizzo di questi procedimenti, risuonano, in ogni caso, attuali e veritiere le considerazioni già richiamate di Ferro-Luzzi, v. nota 179.

³⁷⁵ V. CONSOB, *Documento di consultazione 2019*, cit., e CONSOB, *Modifiche al Regolamento sulle operazioni con parti correlate 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) nonché all'art. 16 del Regolamento Mercati. Relazione illustrativa*, 11 dicembre 2020 (nel prosieguo: "CONSOB, *Relazione illustrativa 2020*").

2.1 La definizione di parte correlata: rinvio mobile

Come noto, la definizione di parte correlata scelta in sede di emanazione del Regolamento OPC nel 2010 e contenuta nell'Allegato 1, riprendeva, attraverso un "rinvio fisso", la definizione contenuta nel principio contabile internazionale IAS 24. Si trattava, dunque, di una cristallizzazione del perimetro di correlazione, rilevante ai fini della normativa OPC, basata sulla definizione al tempo vigente nella versione approvata con regolamento CE n.° 1126/2008 del 3 novembre 2008³⁷⁶. A fronte di una iniziale proposta di segno contrario da parte della Consob³⁷⁷, la quale prevedeva dunque un rinvio mobile al principio IAS 24, a prevalere furono le preoccupazioni circa il rischio di operare un simile rinvio: le variazioni dei predetti principi, giustificate dal punto di vista della disciplina contabile, non necessariamente lo sarebbero state anche dal punto di vista della disciplina di trasparenza e correttezza oggetto del Regolamento³⁷⁸. Così, la scelta

³⁷⁶ La definizione dello IAS 24 sarebbe stata oggetto di modifica di lì a poco (v. Regolamento UE n. 632/2010 della Commissione).

³⁷⁷ La prima scelta operata dalla Consob, quindi messa in consultazione, prevedeva, infatti, un "rinvio mobile" allo IAS 24, cfr. CONSOB, *Documento di consultazione 2019*, p. 59.

³⁷⁸ Diverse autorevoli voci in dottrina avevano infatti denunciato il carattere «pericoloso» di un tale meccanismo di rinvio, ritenendo «debole, ed in fatto, contraddetta da infinite eccezioni» la motivazione (offerta dalla stessa Autorità) di voler «consentire alle società interessate un unico perimetro di correlazione», valido sia per la disciplina contabile che per quello della trasparenza e della correttezza», così P. FERRO-LUZZI, *Il Documento di consultazione*, cit., p. 5 e ID., *Le operazioni con parti correlate infragruppo*, cit., p. 3 e s., dove, più in generale, giudica negativamente «l'influenza determinante che "principi" IAS hanno avuto sul Regolamento». Similmente anche M. MIOLA, *Le operazioni con parti correlate*, cit., p. 642, che rilevava come l'adozione dell'ampia definizione propria dello IAS 24 di parti correlate «rischia di risultare esorbitante, laddove sia destinata ad essere utilizzata anche per l'applicazione della disciplina di correttezza sostanziale e procedurale, e dunque in termini di *governance* societaria, la quale invece si ritiene debba essere concentrata sulla risoluzione dei conflitti tra azionisti di controllo e/o organi di gestione ed azionisti di minoranza». In argomento v. anche P. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate*, cit., p. 328; S. ESPOSITO, *Le operazioni con parti correlate: regole sulla trasparenza e sul governo societario*, cit., p. 858. A favore, invece, dell'originario (oggi ripristinato) rinvio mobile, v. L.

definitivamente intrapresa non avrebbe consentito che eventuali variazioni dei principi contabili internazionali avrebbero potuto modificare automaticamente il perimetro della definizione di parte correlata³⁷⁹.

Senonché, la nuova cornice normativa ha spinto la Consob a “ridefinire” i confini di individuazione del perimetro di correlazione. Infatti, sulla base del “mandato” contenuto nella Relazione illustrativa al d.lgs. 49/2019³⁸⁰, l’Autorità ha operato un “rinvio mobile” al principio contabile internazionale IAS 24, sì che «[i]n tal modo, il perimetro delle parti correlate rilevante per la disciplina in esame e quello rilevante per l’informativa contabile diventano coincidenti»³⁸¹.

ZINGALES, *A Montecarlo come in Borsa parti correlate ma non troppo*, in *il Sole24Ore* del 31 ottobre 2010; M. GOMIS DI TRANA, *Le parti correlate nell’economia d’azienda*, cit., pp. 249 e ss.

³⁷⁹ Tuttavia, attesa la scelta operata dal mercato, la Consob, a garanzia di una maggiore effettività della disciplina, non solo integrò, in parte, la definizione IAS 24, con l’apporto di alcuni marginali adeguamenti al quadro normativo allora vigente, ma, altresì, con l’esplicito richiamo al principio della prevalenza della sostanza sulla forma nella valutazione dei singoli rapporti, intendeva assicurare una maggiore discrezionalità ricognitiva nella propria azione di vigilanza sulla individuazione della “correlazione”. Cfr. Allegato 3, Reg. OPC., nonché Comunicazione OPC, § 1.1. In dottrina, v. *ex multis*: G. LIACE, *Le operazioni con parti correlate*, cit., pp. 8 e ss.; G. PRESTI, *Commento sub art. 2391-bis*, cit., pp. 1360 e ss.; A. POMELLI, *Commento sub art. 2391-bis*, cit., pp. 746 e ss.; criticamente, v. N. MICHIELI, *La gestione del conflitto d’interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., pp. 100 e ss., che osservava come, tra le due nozioni risultanti dal Regolamento OPC e dal principio IAS 24 (così come modificato dal Regolamento CE n.° 1126/2008 del 3-11-2008), la prima fosse definizione più ampia, al punto che, «[s]e si considerano le diverse finalità dei due documenti, sarebbe stato ragionevole immaginare l’esatto contrario», *ivi*, p. 106; con specifico riguardo alle parti correlate infragruppo v. E. DI CARLO, *Operazioni con parti correlate e amministratori indipendenti*, cit., pp. 6 e ss.

³⁸⁰ La quale espressamente afferma che «il richiamo ai principi contabili internazionali è da intendersi quale rinvio “mobile” alla versione *pro tempore* vigente»: Relazione illustrativa al d.lgs. 29/2019, p. 2.

³⁸¹ CONSOB, *Relazione illustrativa 2020*, cit., p. 9. Conseguentemente l’allegato 1, contenente la definizione di “parte correlata” è stato abrogato.

Giova segnalare sul punto come l’iniziale schema di d.lgs. 49 contenesse una esplicita delega in merito alla individuazione della definizione di parte correlata in linea con i principi contabili internazionali; tale previsione, tuttavia, è venuta meno nel decreto definitivo ma non nella Relazione illustrativa allo stesso d.lgs. 49/2019. Per tale ragione, e alla luce dell’art. 1, § 2, lett. h), SHRD II, (ove si prevede che il significato di “parte correlata” sia da intendersi secondo quanto stabilito nei principi contabili internazionali adottati a norma del regolamento (CE) n. 1606/2002 del Parlamento europeo e del consiglio) si è ritenuta non preclusa alla Consob «la possibilità di rimeditare le proprie precedenti valutazioni e/o di modificare in ogni caso l’attuale definizione», P.

Al netto di tali nuove previsioni, l'individuazione delle parti correlate dell'emittente quotata e, quindi, «la delimitazione dell'area soggettiva di applicazione di tale disciplina, risulta essere a tutti gli effetti uno dei profili maggiormente problematici della fattispecie»³⁸². Si tratta, infatti, di una valutazione che sono le stesse società emittenti a dover fornire.

Proprio per tali ragioni, la vigilanza della Consob viene svolta con un approccio di prevalenza della sostanza sulla forma con riguardo ai rapporti di correlazione, intendendo così assicurare un maggior grado di effettività della disciplina³⁸³. Per le medesime ragioni, costituendo l'elencazione contenuta nello IAS 24 al quale il Regolamento rinvia, il c.d. minimo regolamentare, si attribuisce alle società il compito di valutare, ai sensi dell'art. 4, co. 2, Reg. OPC, se estendere le procedure anche a soggetti ulteriori «tenendo conto, in particolare, degli assetti proprietari, di eventuali vincoli contrattuali statutari rilevanti ai fini dell'art. 2359, primo comma, n. 3), o dell'art. 2497-*septies* del codice civile nonché delle discipline di settore alle stesse eventualmente applicabili in materia di parti correlate»³⁸⁴.

Nei fatti, come si vedrà nel prosieguo talune società hanno esercitato tale facoltà, estendendo, quindi, il campo di applicazione dello stesso Regolamento a ipotesi di "correlazione" non altrimenti rilevanti.

VALENSISE, *Il recepimento della SHRD 2 ad opera del D.Lgs. n. 49/2019: prime considerazioni in attesa dell'intervento attuativo della Consob*, cit.; ASSONIME, *Il recepimento della direttiva shareholders rights II nell'ordinamento italiano*, cit., p. 18; ove si ricostruisce l'iter legislativo che ha portato al recepimento della SHRD II.

³⁸² M. MIOLA, *Le operazioni con parti correlate*, cit., p. 641.

³⁸³ Tale principio è espressamente previsto ai sensi dello IAS 24. Inoltre, viene richiamato nella Comunicazione OPC, al § 5.

³⁸⁴ Merita segnalare, inoltre, l'obbligo di cui all'art. 4, co. 8, Reg. OPC, che obbliga i soggetti controllanti e gli altri soggetti individuati nell'art. 114, co. 5, TUF, a comunicare tempestivamente eventuali aggiornamenti riguardanti la platea dei soggetti correlati.

2.2. (segue). L'individuazione dell'amministratore coinvolto

Sempre recependo le disposizioni di cui alla SHRD II, il Legislatore ha introdotto all'art. 2391-*bis* cod. civ. un nuovo terzo comma, che, alla lett. c), delega la Consob ad individuare «i casi in cui gli amministratori, fermo restando quanto previsto dall'articolo 2391, e gli azionisti coinvolti nell'operazione sono tenuti ad astenersi dalla votazione sulla stessa ovvero misure di salvaguardia a tutela dell'interesse della società che consentono ai predetti azionisti di prendere parte alla votazione sull'operazione».

Se con riguardo all'ipotesi dell'azionista coinvolto la disposizione normativa consente di optare per l'adozione di presidi a salvaguardia dell'interesse della società onde evitare la previsione di ipotesi di astensione dei soci in sede assembleare³⁸⁵, è, invece, di carattere ineludibile (senza alcuna possibilità di *opt-out*) la norma che prevede l'obbligo di astensione da parte dell'amministratore coinvolto.

Tralasciando in questa sede le considerazioni in merito all'opportunità di affidare alla Consob un tale onere³⁸⁶, va anzitutto segnalato come la potenziale previsione dell'astensione, vuoi per l'azionista vuoi per l'amministratore, non costituirebbe nel nostro ordinamento "una prima volta". È noto, infatti, che sino alla riforma del 2003, mentre un obbligo di astensione vigeva espressamente per l'ipotesi del conflitto di interessi degli amministratori *ex art. 2391 cod. civ. (ante*

³⁸⁵ Beninteso, si tratta di misure procedurali già presenti nel Regolamento OPC agli artt. 7-8 e 11, che consistono, essenzialmente, nel coinvolgimento di un comitato composto esclusivamente ovvero in maggioranza da amministratori indipendenti; quindi, in caso di coinvolgimento dell'assemblea per OPC di maggiore rilevanza, l'attivazione della procedura *whitewash*; CONSOB, *Documento di consultazione 2019*, cit. p. 7 e s.

³⁸⁶ La scelta si pone in continuità con quanto già operato dal legislatore in questa materia, *supra* cap. II, § 1, spec. note 173 e 174.

riforma)³⁸⁷, più dibattuta appariva la previsione di cui all'art. 2373 cod. civ. (*ante* riforma) inerente al conflitto d'interessi del socio in assemblea³⁸⁸.

La svolta impressa dal Legislatore con il d.lgs. n. 6/2003 ha portato, nei fatti, all'espunzione dall'art. 2373 cod. civ. di ogni riferimento al divieto assoluto di voto in capo al socio in conflitto di interessi, non essendogli dunque precluso a priori (*recte*, a determinate condizioni) il perseguimento di un proprio particolare interesse³⁸⁹; quindi, con riferimento all'art. 2391 cod. civ., per quanto qui di interesse, all'eliminazione dell'obbligo di astensione in capo all'amministratore, il quale potrà legittimamente votare purché sia fatta completa e dettagliata *disclosure* circa gli interessi (non solo di quelli in conflitto) di cui lo stesso sia titolare per conto proprio o di terzi³⁹⁰.

Avendo considerato sussistenti quelle «misure di salvaguardia a tutela dell'interesse della società che consentono ai predetti azionisti di prendere parte

³⁸⁷ A memoria della precedente versione dell'art. 2391 c.c., «[l']amministratore, che in una determinata operazione ha, per conto proprio o di terzi, interesse in conflitto con quello della società, deve darne notizia agli amministratori e al collegio sindacale, e deve astenersi dal partecipare alle deliberazioni riguardanti l'operazione stessa». Sulla previgente citata previsione, *ex multis*, v. C. ANGELICI, *Amministratori di società, conflitto di interessi e art. 1394 cod. civ.*, in *Riv. dir. comm.*, 1970, pp. 104 e ss.; F. BONELLI, *La responsabilità degli amministratori di società per azioni*, cit., pp. 81 e ss.; L. ENRIQUES, *Il conflitto d'interessi degli amministratori di società per azioni*, cit., p. 211 e ss.

³⁸⁸ *Ex multis*, cfr.: L. MENGONI, *Appunti per una revisione della teoria sul conflitto di interessi nelle deliberazioni di assemblea della società per azioni*, cit., pp. 449 e ss.; T. ASCARELLI, *Interesse sociale e interesse comune nel voto*, in *Studi in tema di società*, cit., pp. 163 e ss.; P.G. JAEGER, *L'interesse sociale*, cit., p. 213; D. PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nelle società per azioni*, cit., p. 117 e ss.

³⁸⁹ V. MELI, *Commento sub art. 2373*, in P. ABBADESSA - G.B. PORTALE (diretto da), *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, cit., p. 998 e ss.

³⁹⁰ *Ex multis*: G. MINERVINI, *Gli interessi degli amministratori di s.p.a.*, cit., p. 581 e ss.; P. FERROLUZZI, *Dal conflitto di interessi agli interessi degli amministratori – Profili di sistema*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, pp. 661 e ss.; M. VENTORUZZO, *Commento sub art. 2391*, cit., p. 423 e ss. Ritieni non essere mai venuto meno l'obbligo di astensione Guizzi, per il quale vi sono ancora «spazi per ritenere che all'amministratore interessato non sia comunque consentito prendere parte alla decisione», G. GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi. Trasparenza, ponderazione e imparzialità nell'amministrazione delle s.p.a.*, cit., p. 38 e s.

alla votazione sull'operazione»³⁹¹, la Consob ha dovuto, invece, procedere al recepimento della previsione dell'astensione dalla votazione per il caso in cui gli amministratori possano ritenersi "coinvolti" nell'operazione³⁹².

Si rendeva, quindi, necessaria una specificazione riguardo ai casi in cui un amministratore potesse considerarsi effettivamente "coinvolto". A tal fine, l'Autorità, «considerata la genericità del termine utilizzato dal legislatore»³⁹³, ha sottoposto a consultazione cinque differenti opzioni definitorie di "coinvolgimento", che identificavano talune possibili situazioni in presenza delle quali sarebbe scattato l'obbligo di astensione³⁹⁴. La Consob manifestava, per altro,

³⁹¹ *Supra* nota 385.

³⁹² V. articolo 7, co. 1, lett. d-*bis*), Reg. OPC.

Non sono mancate osservazioni critiche al riguardo che hanno evidenziato come «l'introduzione di un divieto assoluto di votare in capo all'amministratore "coinvolto" presenta decisi profili di incoerenza con il diritto societario nazionale», proprio alla luce del superamento del regime dell'astensione operato con la riforma del 2003; sul punto v. ASSONIME, *Il recepimento della direttiva shareholders rights II nell'ordinamento italiano*, cit., p. 26. In aggiunta, Assonime ha rilevato come l'obbligo di astensione in capo agli amministratori intenda realizzare un obiettivo di tutela che nel Regolamento OPC viene già perseguito attraverso la «subordinazione dell'approvazione dell'operazione "rilevante" al potere di veto di un comitato composto da soli amministratori indipendenti e non correlati, dal quale è escluso l'amministratore (in senso lato) "coinvolto" nell'operazione»; diversamente, «l'impostazione adottata dalla Direttiva europea (...), non richiedendo obbligatoriamente agli Stati membri di subordinare l'approvazione al parere di un comitato opc, si limita a perseguire il medesimo obiettivo attraverso l'astensione dell'amministratore "coinvolto": un sistema di garanzia che appare, dunque, alternativo ad altre procedure di salvaguardia, quali appunto la subordinazione dell'approvazione dell'operazione al parere vincolante di un comitato composto da soli amministratori indipendenti», *ivi*, p. 27. Critico circa l'«approccio normativo asimmetrico» anche P. VALENSISE, *Conflitti d'interesse e parti correlate*, cit., p. 2014.

³⁹³ CONSOB, *Documento di consultazione 2019*, cit. pp. 8 e ss.

³⁹⁴ Queste le opzioni previste dal documento posto in consultazione: opzione 1: l'amministratore che è controparte dell'operazione. Tale soluzione implicherebbe l'astensione dei soli amministratori che siano controparte diretta dell'operazione, ad esempio nel caso di deliberazioni relative al loro compenso o di rapporti professionali con i medesimi; opzione 2: l'amministratore che è, direttamente o indirettamente, controparte dell'operazione. Il riferimento ai casi in cui l'amministratore sia controparte indiretta consentirebbe di far rientrare tra i destinatari dell'astensione anche gli amministratori che controllano la controparte dell'operazione ovvero i casi in cui un rapporto di consulenza non intervenga direttamente con un amministratore ma indirettamente tramite un'associazione professionale di cui faccia parte il medesimo amministratore; opzione 3: l'amministratore che è controparte dell'operazione o è correlato a

una preferenza per l'opzione secondo la quale doveva ritenersi coinvolto «l'amministratore che è controparte dell'operazione o è correlato a quest'ultima, secondo la definizione di parte correlata rilevante per la disciplina in esame (principi contabili internazionali vigenti)» (opzione n. 3)³⁹⁵. Secondo la stessa Autorità, «[t]ale soluzione è in linea con l'approccio già seguito dal Regolamento OPC nell'individuazione sia degli amministratori che possono far parte del comitato di amministratori indipendenti chiamato a esprimersi sull'operazione, sia dei soci "di minoranza" il cui voto è determinante ai fini dell'applicazione del c.d. *whitewash*»³⁹⁶.

Senonché, la consultazione ha portato ad un epilogo diverso: infatti, la Commissione, sulla base di «ampi e diversificati contributi», ha «preferito optare per una definizione di *carattere generale* degli "amministratori coinvolti nell'operazione", individuata tenendo conto del parere del COMI³⁹⁷, delle

quest'ultima, secondo la definizione di parte correlata rilevante per la disciplina in esame (principi contabili internazionali vigenti). Tale soluzione è in linea con l'approccio già seguito dal Regolamento OPC nell'individuazione sia degli amministratori che possono far parte del comitato di amministratori indipendenti chiamato a esprimersi sull'operazione, sia dei soci "di minoranza" il cui voto è determinante ai fini dell'applicazione del c.d. *whitewash*; opzione 4: l'amministratore che è portatore, per conto proprio o di terzi, di interessi in conflitto con quelli della società. Tale soluzione è in linea con la disciplina bancaria prevista dall'art. 53, comma 4, del d.lgs. 385/1993 ("TUB"), in materia di attività di rischio nei confronti di coloro che possono esercitare, direttamente o indirettamente, un'influenza sulla gestione della banca o del gruppo bancario nonché dei soggetti a essi collegati; opzione 5: l'amministratore che è titolare di interessi per conto proprio o di terzi ai sensi dell'art. 2391 del codice civile e che, in forza di tale ultima previsione, è tenuto a fornire agli altri amministratori e all'organo di controllo le informazioni sulla natura, i termini, l'origine e la portata dell'interesse. *Ibidem*.

³⁹⁵ Si veda la nota precedente.

³⁹⁶ CONSOB, *Documento di consultazione 2019*, cit. pp. 10.

³⁹⁷ Il Comitato degli Operatori di Mercato e degli Investitori (COMI) è un organismo istituito presso la Consob con delibera n. 20477 del 12 giugno 2018. Dal sito della Consob si ricava che il Comitato nasce con il fine di costituire una sede permanente di confronto e dialogo tra i soggetti interessati, per accrescere il coinvolgimento degli operatori di mercato e degli investitori nell'attività di predisposizione dei regolamenti, agevolandone il processo di consultazione, nonché degli altri documenti a contenuto generale afferenti ai compiti istituzionali della Consob. I componenti, individuati nel numero di trenta, sono nominati dalla Consob e hanno un mandato di durata biennale, rinnovabile una sola volta. La partecipazione al Comitato avviene a titolo gratuito. La

discipline in materia OPC dettate nei principali Paesi europei, nonché della disciplina dei conflitti d'interesse del settore bancario [che all'art. 53, comma 4, del d.lgs. 385/1993, Testo Unico Bancario ("TUB") prevede un analogo obbligo di astensione]³⁹⁸: sono, così, considerati "coinvolti" «gli amministratori che abbiano nell'operazione un interesse, per conto proprio o di terzi, in conflitto con quello della società»³⁹⁹.

Un tale esito ha, dunque, di fatto determinato, per lo specifico tema delle operazioni con parti correlate, la reviviscenza⁴⁰⁰, a quasi vent'anni dalla riforma avvenuta con il d.lgs. 6/2003, della precedente formulazione di cui all'art. 2391 cod. civ., con specifico riguardo, da un lato, al riferimento all'amministratore che ha un interesse, per conto proprio o di terzi, in *conflitto* con quello della società⁴⁰¹ e, dall'altro, all'*astensione* dalla votazione del già menzionato amministratore in conflitto⁴⁰².

sua eterogenea composizione attribuisce al Comitato stesso una particolare rilevanza, sì che i relativi pareri sono tenuti in debita considerazione da parte dell'Autorità.

Ulteriori indicazioni costantemente aggiornate inerenti al funzionamento, ai membri, alla propria attività sono rinvenibili nel sito della stessa Autorità. In argomento v. L. ENRIQUES - M. GARGANTINI, *La Consob: natura, organizzazione e funzioni*, cit., p. 354 e s.

³⁹⁸ CONSOB, *Relazione illustrativa 2020*, cit., p. 9. Enfasi aggiunta: a ben vedere, come si avrà modo di chiarire nel prosieguo, contrariamente a quanto affermato dalla Consob, si tratta di una definizione tutt'altro che "a carattere generale".

³⁹⁹ Cfr. art. 3, comma 1, lett. i-bis) del Regolamento OPC.

⁴⁰⁰ Quantomeno con riguardo alle società quotate diverse dagli istituti creditizi per i quali già sussisteva una tale previsione (cfr. art. 54, 3° comma, TUB); parla di «restaurazione rimeditata» F. GUERRERA, *Le operazioni sul capitale e straordinarie "con parti correlate": aspetti sostanziali e procedurali*, cit., p. 25.

⁴⁰¹ Ma v. L. ENRIQUES, *La disciplina del conflitto di interessi degli amministratori di s.p.a.: novità e raccordo con le disposizioni in tema di obbligazioni degli esponenti aziendali di banche*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2003, I, p. 419, il quale, valorizzando il «perdurante rilievo teleologico del conflitto di interessi», ha osservato che, nonostante l'espunzione dal dettato normativo del "conflitto di interessi" (avvenuto con la riforma del 2003), quella dell'art. 2391 c.c. «resta una disciplina volta a prevenire detto conflitto (...): essa è tuttora dettata allo scopo di evitare che un amministratore venga "sviato" da un interesse personale in un'operazione, concludendola a condizioni favorevoli a sé (o a colui per conto del quale è in conflitto d'interessi) e dannose per la società».

⁴⁰² Ma sul punto v. la posizione di Guizzi già riportata alla nota 390.

E, tuttavia, la scelta infine operata dalla Consob circa l'individuazione degli amministratori "coinvolti", pare essere distonica rispetto alle finalità proprie dell'art. 2391-*bis* cod. civ. Al riguardo, si possono pertanto svolgere alcune considerazioni.

Anzitutto, non pare peregrino ritenere che il "coinvolgimento" (al quale il 3° comma, lett. c), art. 2391-*bis* cod. civ. ricollega l'astensione) sia fattispecie astrattamente più ampia dell'ipotesi di "conflitto": invero, quello ricomprende questo (e non viceversa), non potendosi predicare una coincidenza contenutistica. In altre parole, si ritiene che il conflitto si presenta come una possibile forma di estrinsecazione del coinvolgimento rilevante per la disciplina OPC, giammai l'unica e costante forma di palesamento⁴⁰³. Dunque, dinanzi a tutte le astratte ipotesi di coinvolgimento, si sarebbe deciso, utilizzando una categoria ermeneutica ristretta, di dare rilievo unicamente a quelle conflittuali di cui sarebbe titolare l'amministratore, in conto proprio o per conto di terzi, con significativo svilimento delle finalità di tutela a cui la stessa previsione mirava, sia per la "restrizione" dell'area dei possibili soggetti "coinvolti", sia per le difficoltà insite nella emersione e, quindi, nella prova di un effettivo conflitto d'interessi⁴⁰⁴.

⁴⁰³ Non è un caso che proprio il COMI suggerisse di cumulare le opzioni regolatorie indicate nel Documento di consultazione come 3 e 4, ossia di aggiungere tra gli amministratori coinvolti nell'operazioni, oltre agli amministratori che sono la controparte di una determinata operazione o una delle parti correlate della controparte, altresì gli amministratori che altrimenti abbiano un interesse in conflitto con quello della società, COMI, *Parere del Comitato Operatori di Mercato e degli Investitori ("COMI") in merito alle modifiche regolamentari proposte in occasione del recepimento della Direttiva (UE) 2017/828 (c.d. Direttiva sui diritti degli azionisti)*, p. 3.

⁴⁰⁴ Non è possibile dare conto in tale sede del dibattito inerente al conflitto di interessi e alla sua emersione. Al riguardo, solo in termini generali, ricordava d'Alessandro come «il conflitto di interessi [sia] una disciplina senza fattispecie», in quanto «in un nutrito gruppo di ipotesi, detta le regole che si applicano quando c'è un conflitto di interessi, ma nulla dice per definire il presupposto al ricorrere del quale quelle regole entrano in gioco», F. D'ALESSANDRO, *Il conflitto di interessi nei rapporti tra socio e società*, cit., p. 5. Pare opportuno altresì ricordare quanto scritto da Rossi, il quale lucidamente osservava come «[i]l conflitto di interessi non è nato oggi con il capitalismo finanziario. È sempre esistito, e le forme di base della nostra economia sono state create proprio per tenerlo sotto controllo. Che il venditore cerchi di ottenere il prezzo più alto possibile per la merce che aliena al compratore rientra nella normale disciplina dei contratti di compravendita alla

Altresì, la soluzione non appare coerente da un punto di vista sistematico. La disciplina OPC, come noto, trova il proprio fondamento giuridico nell'art. 2391-*bis* cod. civ., e l'indagine sul rapporto tra quest'ultimo e il precedente art. 2391 cod. civ. può rilevare anche ai fini di una valutazione della scelta operata dalla Consob. In particolare, a fronte di quanti ritengono che l'art. 2391-*bis* cod. civ. costituisca una gemmazione della più generale disciplina di cui all'art. 2391 cod. civ.⁴⁰⁵, altri considerano invece l'ambito di applicazione del primo assai più ampio del secondo. Nello specifico, l'art. 2391-*bis* cod. civ. ricomprenderebbe una molteplicità di ipotesi non tutte riconducibili alla fattispecie dell'amministratore portatore di interessi per conto proprio o per conto di terzi di cui all'art. 2391 cod. civ.⁴⁰⁶. A ben vedere, un tale secondo approccio appare preferibile sol

base dello scambio. Ma questa soglia si supera quando per dolo, violenza, errore, o anche solo approfittando del proprio vantaggio, il venditore danneggia l'acquirente. L'espressione "conflitto d'interessi" può dunque assumere significati diversi, e riferirsi a situazioni molto distanti fra loro. Tuttavia, alla sua radice c'è sempre un forte squilibrio a favore di uno degli attori. Tale squilibrio è dovuto al prevalere, fuori da ogni norma, regola o prassi, dell'interesse di una persona, e pertanto a un eccesso di appagamento della situazione giuridica di chi agisce in conflitto rispetto a quella di chi il conflitto lo subisce», G. ROSSI, *Il conflitto epidemico*, cit., p. 21 e s. Infine, per una più approfondita analisi argomentativa e bibliografica, ci si limita a rinviare a L. ENRIQUES, *Il conflitto d'interessi degli amministratori di società per azioni*, cit., *passim*; G. MINERVINI, *Gli interessi degli amministratori di s.p.a.*, cit., pp. 581 e ss.

⁴⁰⁵ V. SALAFIA, *Le operazioni con parti correlate*, cit., p. 735. Alla stessa opinione sembrano potersi ricondurre anche quanti riconducono il tema delle OPC nell'ambito del tema generale del conflitto di interessi; su questa linea, pare possano ricondursi le osservazioni di L. ENRIQUES - T.H. TRÖGER, *The Law and (Some) Finance of Related Party Transactions*, cit., p. 3; P. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate: questioni sistematiche e problemi applicativi*, cit., p. 66; ASSONIME, *Il recepimento della direttiva shareholders rights II nell'ordinamento italiano*, cit., p. 29; S. ESPOSITO, *Le operazioni con parti correlate: regole sulla trasparenza e sul governo societario*, cit., p. 856.

Minoritario appare invece l'orientamento di chi ritiene che l'art. 2391-*bis* cod. civ. si collochi in un preciso rapporto di specialità rispetto alla contigua disciplina dell'interesse degli amministratori: E. PUCCI, *Operazioni con parti correlate*, cit., p. 403 e N. MICHIELI, N. MICHIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., p. 57, il ché, pare, escluderebbe una applicazione ed una rilevanza autonoma delle due fattispecie (*contra* per tutti v. P. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate: questioni sistematiche e problemi applicativi*, cit., p. 67 e 68)

⁴⁰⁶ Cfr.: G. GUIZZI, *Interessi degli amministratori e operazioni con parti correlate*, cit., p. 167; M. MIOLA, *Le operazioni con parti correlate*, cit., p. 664; G. MINERVINI, *Gli interessi degli amministratori di s.p.a.*, cit., p. 601; C. MACRÌ, *Note minime sugli interessi degli amministratori e rapporti con parti correlate*, cit., p. 11 nt. 66; R. GUGLIELMETTI (et al.), *La disciplina delle operazioni*

considerando la maggiore dilatazione applicativa dal punto di vista soggettivo dell'art. 2391-*bis* cod. civ., in quanto l'elemento determinante di applicazione è dato dalla "correlazione" di taluni soggetti (non solo gli amministratori) alla stessa società⁴⁰⁷. In aggiunta, se, con riguardo agli obiettivi perseguiti, ovverosia alla funzione svolta da entrambe le norme, può predicarsi una parziale coincidenza⁴⁰⁸, appare tuttavia *ictu oculi* una maggiore pervasività e pregnanza della disciplina delle parti correlate, non solo in termini di perimetro di applicazione, ma anche di oneri procedurali. Il ché appare giustificato alla luce delle più generali *rationes* di tutela proprie della disciplina OPC che, se da un lato mirano ad un migliore funzionamento del mercato, dall'altro, e in modo più decisivo, perseguono la tutela degli investitori, *ergo* la tutela del risparmio diffuso, finalità di rilevanza costituzionale⁴⁰⁹.

Se, dunque, la portata della disciplina OPC può considerarsi più estesa di quella degli interessi degli amministratori in termini di ambito d'applicazione, e se altresì le *rationes* di tutela si presentano più ampie e pregnanti nell'art. 2391-*bis* cod. civ., allora appare difficile individuare una coerenza sistematica nella scelta

con parti correlate: esperienze applicative e indicazioni pratiche, in NEDCOMMUNITY, *Effective Governance outlook*, n. 6, ottobre 2018, p. 17, nt. 43; M. PIZZO, M. PIZZO, *Related party transactions under a contingency perspective*, cit., p. 315 e s.

⁴⁰⁷ Chiaramente non si escludono ipotesi di coincidenza dell'ambito applicativo: in questi casi, come ammesso peraltro dallo stesso Regolamento OPC (v. art. 2, co. 2, Reg. OPC), possono registrarsi casi di significativa sovrapposizione delle disposizioni la cui applicazione non è, appunto, alternativa. In argomento, rispetto ai casi di contestuale applicazione delle previsioni nonché ai casi di applicazione dell'una ovvero dell'altra previsione, cfr.: M. VENTORUZZO, *Commento sub art. 2391-bis*, cit., p. 540 e s.

⁴⁰⁸ Può, infatti, condividersi quella diffusa opinione per la quale entrambe le norme, con riguardo alle società aperte, mirano ad impedire che «il compimento di determinate operazioni condizionate da interessi extrasociali realizzino un pregiudizio alla società, attraverso la fuoriuscita di valori dal suo patrimonio a beneficio dei soci o in genere di determinati soggetti qualificati come "correlati"», M. MIOLA, *Le operazioni con parti correlate*, cit., p. 664; sul punto cfr. anche M. VENTORUZZO, *Commento sub art. 2391-bis*, cit., p. 541.

⁴⁰⁹ M. HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*, cit., p. 85; G. GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi. Trasparenza, ponderazione e imparzialità nell'amministrazione delle s.p.a.*, cit., p. 65.

della Consob, la quale ha inteso “riesumere” una fattispecie (quella del conflitto di interessi) non solo (già) “superata” nella previsione di cui all’art. 2391 cod. civ., ma altresì utilizzata all’interno di una disciplina, quella delle OPC, che per sua intrinseca natura, richiederebbe la predisposizioni di più ampi presidi di tutela.

Invero, per quanto la decisione da ultimo adottata possa considerarsi meno dirimpente rispetto alla originaria soluzione e quindi possa apparire come una scelta “prudente” ed “accomodante” nei confronti delle società emittenti⁴¹⁰, e altresì coerente con la disciplina di cui all’art. 54, 3° comma, TUB⁴¹¹ e con l’esperienza (passata) normativa italiana⁴¹², essa mostra, tuttavia, un arretramento di tutela nei confronti degli investitori, che non solo si pone in distonia con l’attuale disciplina di cui all’art. 2391 cod. civ., ma altresì contrasta con le *rationes* di tutela proprie del Regolamento OPC e, quindi, dello stesso art. 2391-*bis* cod. civ. A voler essere con questi ultimi coerenti, si sarebbe dovuto, piuttosto, individuare una soluzione che consentisse di cumulare le opzioni regolatorie n° 3 e 4 indicate nel documento di consultazione, ossia di aggiungere tra gli amministratori coinvolti, oltre agli amministratori che sono la controparte

⁴¹⁰ È chiaro infatti che più sono gli amministratori “coinvolti” tenuti all’astensione, maggiore è il rischio che si determini un ribaltamento a favore di quelli non “coinvolti” (generalmente amministratori indipendenti e di minoranza) di poteri gestori e decisioni imprenditoriali spettanti alla collegialità del Consiglio, Con rilevanti conseguenze, altresì, sul regime di responsabilità, più gravoso per gli amministratori indipendenti; cfr., *ex multis*, le osservazioni di ASSONIME, *Il recepimento della direttiva shareholders rights II nell’ordinamento italiano*, cit., pp. 24 e ss.; NEDCOMMUNITY, *Osservazioni di Nedcommunity al documento posto in consultazione da Consob*, cit., pp. 6 e ss.

⁴¹¹ Osservava in tal proposito l’ABI, in sede di consultazione ed a supporto della scelta infine operata dalla Consob, che la necessità di «fare riferimento a situazioni in cui l’amministratore non sia solamente portatore di un interesse nell’operazione ma di un interesse che risulti, almeno in via potenziale, in conflitto con quello della società» giustificerebbe (essa sola) «la previsione in capo al consigliere di un obbligo di astensione dall’esercizio del proprio diritto (e dovere) di voto», ABI, *Risposta alla Consultazione Consob sulle modifiche al Regolamento “Operazioni con parti correlate” e al “Regolamento Emittenti” in merito alla trasparenza delle remunerazioni derivanti dal recepimento della direttiva 2017/828 (sui diritti degli azionisti, Shareholders Rights Directive 2)*, 2 dicembre 2019, p. 4.

⁴¹² Cfr. il precedente articolo 2391 cod. civ., *supra* nota 387. nonché la precedente esperienza di autodisciplina riportata da G. MINERVINI, *Gli interessi degli amministratori di s.p.a.*, cit., p. 599 e s.

di una determinata operazione o una delle parti correlate della controparte, altresì gli amministratori che abbiano un interesse altrimenti in conflitto con quello della società, come peraltro suggerito dallo stesso COMI⁴¹³.

Deve per altro rilevarsi come la Consob abbia lasciato aperta la possibilità di un ulteriore intervento sulla materia, dichiarando che la scelta trasfusa, infine, nel Regolamento OPC «potrà essere riconsiderata sulla base dell'analisi dell'esperienza applicativa, dopo un congruo periodo di applicazione della nuova disciplina»⁴¹⁴.

Infine, quanto alla partecipazione alla riunione consiliare degli amministratori "coinvolti", la Consob ha ritenuto anzitutto che (in adesione alla lett. c), 3° comma, art. 2391-*bis*, cod. civ.) l'astensione sia limitata alla sola votazione e, quindi, che «l'amministratore tenuto ad astenersi concorra al raggiungimento del *quorum* costitutivo dell'organo amministrativo, previsto dall'art. 2388, primo comma, del c.c., ma sia escluso da quello deliberativo, previsto dal secondo comma del medesimo art. 2388 del c.c.»⁴¹⁵. Inoltre, circa il piano applicativo, e confermando una prassi che caratterizza l'intero Regolamento OPC, la disciplina dell'astensione è prevista non solo per le operazioni di maggiore rilevanza, bensì anche per quelle di minore rilevanza (artt. 7, 1° comma, lett. d-*bis*) e 8, 1° comma): osserva sul punto la Consob che «[t]ale scelta è ritenuta in linea con la Direttiva che disciplina le OPC rilevanti rimettendo agli Stati membri la definizione delle stesse, anche con criteri differenziati»⁴¹⁶.

⁴¹³ COMI, *Parere del Comitato Operatori di Mercato e degli Investitori ("COMI") in merito alle modifiche regolamentari proposte in occasione del recepimento della Direttiva (UE) 2017/828 (c.d. Direttiva sui diritti degli azionisti)*, p. 3.

⁴¹⁴ CONSOB, *Relazione illustrativa 2020*, cit., p. 22. Tuttavia, sebbene auspicato dalla stessa Autorità, come si vedrà, non sono giunti particolari contributi da parte della prassi (quantomeno quella procedurale).

⁴¹⁵ CONSOB, *Relazione illustrativa 2020*, cit., p. 9.

⁴¹⁶ CONSOB, *Relazione illustrativa 2020*, cit., p. 10. Non si applica, invece, la disciplina dell'obbligo di astensione degli amministratori coinvolti nell'operazione alle società con azioni diffuse, che non sono destinatarie della Direttiva, *ibidem*.

2.3. Gli ulteriori interventi attuativi

Quanto alle ulteriori modifiche apportate al Regolamento OPC, mentre alcune sono state adottate in attuazione alla stessa SHRD II, altre sono state apportate dalla Consob a seguito delle criticità emerse nella decennale esperienza applicativa. Anche in questo caso può già segnalarsi come la consultazione con il mercato abbia portato l’Autorità ad “attenuare” alcune sue originali previsioni.

Anzitutto, nel capitolo precedente si sono tracciate talune lacune della disciplina OPC che avrebbero limitato la sua efficacia. Tra queste, in particolare, si ricorda come le società emittenti hanno fatto sovente ricorso a vari meccanismi di esenzione, beneficiando, con troppa facile superficialità, di alcune “vie d’uscita” che la stessa disciplina ammette. Il rischio concreto di una errata classificazione delle operazioni, e, quindi, del relativo beneficio dell’esenzione, veniva, peraltro, rilevato dalla stessa Consob in sede di aggiornamento del Regolamento⁴¹⁷. Sul punto, il d.lgs. 49/2019 richiama genericamente la disciplina delle esenzioni nella parte in cui veniva attribuito alla Consob il compito di definire i casi di esenzione, totale o parziale, dall’applicazione degli obblighi procedurali e di informazione (cfr. art. 2391-*bis*, comma 3, lett. b) c.c.). Più puntuale appare, invece, la SHRD II che richiede, per le ipotesi di esenzione applicabili alle operazioni concluse nell’ordinaria attività e a normali condizioni di mercato, la predisposizione di procedure interne atte a verificare periodicamente il rispetto delle condizioni di esenzione (art. 9-*quater*, § 5).

Rispetto ad una più incisiva iniziale proposta di regolamentazione da parte della Consob, anche legittimata dalla generica previsione dell’art. 2391-*bis* cod. civ., l’intervento sulle esenzioni si è limitato ad alcune modifiche.

⁴¹⁷ CONSOB, *Documento di consultazione 2019*, p. 12,

Sul piano informativo, e, forse, come risposta al rigetto del mercato di una verifica di corretta applicazione estesa a tutte le ipotesi di esenzione⁴¹⁸, si è previsto all'art. 4, co. 1, lett.) e-bis, i), Reg. OPC, uno specifico flusso informativo periodico (al comitato OPC) in merito all'applicazione dei casi di esenzione, almeno con riferimento alle operazioni di maggiore rilevanza. Tuttavia, benché non espressamente previsto nel Regolamento, l'Autorità ha inteso precisare nella relazione illustrativa che, sulla base di tale flusso informativo, il comitato OPC dovrà svolgere un controllo *ex post* proprio sulla corretta applicazione delle ipotesi di esenzione⁴¹⁹; la periodicità (almeno annuale) e le modalità con cui dovrà essere fornita tale informativa dovranno essere esplicitate nelle procedure adottate dalle singole società.

Dipoi, e in attuazione della SHRD II, si è introdotto l'obbligo per le società di dotarsi di procedure di verifica sulla «corretta applicazione delle condizioni di esenzione alle operazioni di maggiore rilevanza definite ordinarie e concluse a

⁴¹⁸ Cfr. CONSOB, *Documento di consultazione 2019*, pp. 12 e ss.; l'iniziale proposta, indicativa di un approccio generalmente più "rigido" adottato dall'Autorità, estendeva l'obbligo di verifica sulla corretta applicazione a tutti i casi di esenzione, prevedendo, per il caso di OPC di maggiore rilevanza, che la verifica fosse effettuata in via preventiva; cfr. CONSOB, *Relazione illustrativa 2020*, cit., p. 12 e spec. p. 35; favorevole all'iniziale approccio ASSOGESTIONI, *Risposta alla consultazione pubblica concernente le 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)*, 4 dicembre 2019, p. 3 e s.). *Contra*, v., ad esempio, ABI, *Risposta alla Consultazione Consob sulle modifiche al Regolamento "Operazioni con parti correlate"*, cit., p. 6; COMI, *Parere del Comitato Operatori di Mercato e degli Investitori ("COMI") in merito alle modifiche regolamentari proposte in occasione del recepimento della Direttiva (UE) 2017/828 (c.d. Direttiva sui diritti degli azionisti)*, p. 2.

⁴¹⁹ In particolare, si tratterà di un «esame *ex post*: sull'adeguatezza delle procedure, anche al fine della loro revisione periodica, e/o sull'applicazione dei casi di esenzione, anche attraverso procedure di selezione campionaria delle OPC da esaminare (...)», rimettendo invece alle singole società «la valutazione sull'eventuale inclusione in detto flusso informativo delle operazioni esenti di minore rilevanza oggetto di tali facoltà di esenzione (ne sono invece escluse le operazioni di importo esiguo che, come detto, non sono più oggetto di una delle facoltà di esenzione ma di un'ipotesi di esenzione prevista direttamente dal Regolamento OPC)», CONSOB, *Relazione illustrativa 2020*, cit., p. 12. Sul punto si ritornerà brevemente *infra* § 3.3

condizioni di mercato o *standard*»⁴²⁰. Si è inoltre previsto che la verifica competa agli amministratori indipendenti, e che debba essere effettuata su base almeno annuale. In aggiunta, la Consob ha esteso non solo la platea dei soggetti cui inviare informazioni inerenti all'applicazione dell'esenzione delle OPC ordinarie, bensì anche il contenuto delle stesse informazioni. Infatti, ai sensi dell'art. 13, co. 3, lett. c), i), Reg. OPC, la società emittente è tenuta a comunicare (non solo alla Consob ma anche) agli amministratori indipendenti, i quali sono chiamati ad esprimere il parere sulle OPC⁴²¹, l'avvenuto compimento di una operazione ordinaria entro termini stringenti⁴²². Inoltre, secondo la stessa disposizione, la comunicazione deve riguardare «la controparte, l'oggetto, il corrispettivo delle operazioni che hanno beneficiato dell'esclusione nonché le motivazioni per le quali si ritiene che l'operazione sia ordinaria e conclusa a condizioni equivalenti a quelle di mercato o *standard*, fornendo oggettivi elementi di riscontro»⁴²³.

⁴²⁰ Art. 4, co. 1, lett. e-bis), ii), Reg. OPC.

⁴²¹ Critica, sul punto, Assonime, che paventa il rischio di sovrapposizioni informative, e suggerisce, quindi, un approccio «che coniughi il controllo endosocietario con quello esterno dell'Autorità di vigilanza», quale potrebbe essere una «comunicazione alla Consob (...) a cadenza periodica, ad esempio trimestrale, e non entro sette giorni dalla conclusione dell'operazione come previsto attualmente, proprio per consentire alla società di attuare i controlli e gli eventuali approfondimenti necessari per una verifica efficace dell'applicazione delle condizioni di esenzione e poter quindi predisporre tempestivamente adeguati correttivi», ASSONIME, *Il recepimento della direttiva shareholders rights II nell'ordinamento italiano*, cit., p. 35 e s.; similmente NEDCOMMUNITY, *Osservazioni di Nedcommunity al documento posto in consultazione da Consob*, cit., p. 10.

⁴²² In particolare, ai sensi dell'art. 5, co. 3, Reg. OPC, tale comunicazione deve avvenire «entro sette giorni dall'approvazione dell'operazione da parte dell'organo competente ovvero, qualora l'organo competente deliberi di presentare una proposta contrattuale, dal momento in cui il contratto, anche preliminare, sia concluso in base alla disciplina applicabile».

⁴²³ Tale previsione è stata introdotta nel Regolamento OPC, benché non prevista dalla Direttiva e benché siano stati sollevati alcuni dubbi dagli operatori che hanno risposto alla consultazione, v. UNIPOL GRUPPO, *Osservazioni di Unipol Gruppo S.p.A. al Documento di consultazione recante "Modifiche al Regolamento sulle Operazioni con parti correlate, 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 II)"*, 29 novembre 2019, p. 6, secondo il quale «quanto richiesto dall'Autorità attiene al momento valutativo rimesso all'autonomia della singola società e che nel corso dell'iter istruttorio in merito ai requisiti di

Sempre sulla base dell'esperienza applicativa maturata dall'Autorità in tema di esenzioni, si è ritenuto opportuno trasporre dalla Comunicazione OPC al Regolamento, l'obbligo per le società emittenti non solo di individuare soglie di esiguità delle operazioni in presenza delle quali poter beneficiare dell'esenzione dalla procedura (fermi restando gli obblighi informativi) ma, altresì, di differenziare le stesse in ragione «almeno della natura della controparte», facendo venir meno il carattere opzionale di tale disposizione (art. 4, co. 1, lett. a), Reg. OPC)⁴²⁴.

Rispetto agli ulteriori casi di esenzione previsti dalla SHRD II, la regolamentazione italiana, a conferma del proprio carattere anticipatore, si presenta non solo generalmente in linea con le previsioni della Direttiva⁴²⁵, ma

ordinarietà e di equivalenza delle condizioni a quelle di mercato o *standard*, anche tenuto conto dell'operazione, non sono sempre riscontrabili elementi che, seppure fondati, possano univocamente essere riconosciuti come oggettivi».

⁴²⁴ La previsione trova la propria giustificazione nell'esperienza di vigilanza della Consob, la quale ha riscontrato come «l'individuazione di una stessa soglia applicabile sia alle operazioni con controparti persone giuridiche sia alle operazioni poste in essere, anche indirettamente, con persone fisiche [sovente] abbia consentito, con riferimento a queste ultime categorie, di ricomprendere nell'esenzione operazioni di importo significativo in ragione del tipo di controparte (es. consulenze o altre operazioni poste in essere con amministratori, associazioni professionali di cui fanno parte o società agli stessi riferibili)», CONSOB, *Documento di consultazione 2019*, cit. p. 17.

⁴²⁵ Il riferimento va, in particolare, alle ipotesi di esenzione inerenti: *i*) alle operazioni ordinarie e a condizioni di mercato (cui si è aggiunta la già menzionata verifica), art. 13, co. 3, lett. c); *ii*) alle operazioni infragruppo in assenza di interessi significativi di altre parti correlate, art. 14, co. 2; *iii*) alle remunerazioni in attuazione della *remuneration policy*, art. 13, co. 3, lett. b), precisando tuttavia che l'esenzione è ammessa nei soli casi in cui le stesse siano conformi alla politica di remunerazione di riferimento e determinate in assenza di valutazioni discrezionali; *iv*) alle operazioni richieste da autorità di vigilanza a tutela della stabilità, fattispecie già prevista dall'art. 13, co. 4; *v*) alle operazioni offerte a tutti gli azionisti a parità di condizioni, art. 13, co. 1-*bis* (ipotesi già prevista nella Comunicazione OPC, § 1.6, è stata trasposta, con qualche aggiunta, anche per coerenza con gli altri casi di esenzione, dalla Comunicazione al Regolamento; sul punto v. CONSOB, *Documento di consultazione 2019*, cit., p. 14).

altresì a maglie più ampie, con riferimento alle ulteriori ipotesi di esenzione già previste, delle quali si è ritenuto opportuno il mantenimento^{426,427}.

Per continuità espositiva, sebbene non si tratti di vera e propria esenzione, può ricordarsi la previsione di un regime agevolato per taluni tipi di società⁴²⁸, che, già previsto nella precedente versione regolamentare, è stato integrato con una riserva di competenza in capo al consiglio di amministrazione per le operazioni di maggiore rilevanza. La disposizione regolamentare, secondo quanto disposto

⁴²⁶ Sul punto rilevano: *i*) i casi di urgenza, artt. 11, co. 5, e 13, co. 6 (con la sola specificazione che laddove l'operazione sia di maggiore rilevanza essa debba essere comunque approvata dall'organo di amministrazione nel suo *plenum*); *ii*) le obbligazioni degli esponenti bancari disciplinate dall'art. 136 del TUB, art. 13, co. 5; *iii*) le operazioni con società collegate in assenza di interessi significativi di altre parti correlate, art. 14, co. 2.

⁴²⁷ Cfr.: CONSOB, *Relazione illustrativa 2020*, cit., p. 11; CONSOB, *Documento di consultazione 2019*, cit. p. 14 e s., ove vengono riportate, e specificamente motivate, le ipotesi di esenzione adottabili dagli emittenti.

⁴²⁸ In particolare, per le società quotate di minori dimensioni, quelle di recente quotazione (così come definite dall'art. 3, co. 1, lett. f), g), Reg. OPC) e per le società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante, si prevede l'applicazione delle regole procedurali adottate per le operazioni di minore rilevanza anche in caso di operazioni di maggiore rilevanza (ferma restando l'obbligo di informazione al pubblico di cui all'art. 5, Reg. OPC). Come noto, le procedure per operazioni di minore rilevanza richiedono che l'operazione sia approvata dall'organo competente (consiglio di amministrazione od organi delegati) previo parere motivato non vincolante di un comitato composto in maggioranza da amministratori indipendenti. L'opzione in discorso, concessa a talune società (presumibilmente caratterizzate da minore complessità organizzativa), è volta, in ottica di proporzionalità, a contenere i costi di *compliance* che deriverebbero dalla applicazione delle (più rigorose) procedure per le operazioni di maggiore rilevanza (le quali, oltre alla riserva di competenza decisionale in capo all'organo amministrativo, richiedono l'espressione di un parere favorevole vincolante da parte di un comitato di soli amministratori indipendenti e il coinvolgimento dei membri di tale comitato nella fase delle trattative; sulla descrizione della procedure, *ex plurimis*, cfr. M. MILIČ, *Commento sub art. 2391-bis*, in M. FRANZONI - R. ROLLI (a cura di), *Codice civile commentato con dottrina e giurisprudenza*, Torino, 2018, t. II, pp. 3440 e ss.; S. ESPOSITO, *Le operazioni con parti correlate: regole sulla trasparenza e sul governo societario*, cit., p. 861 e ss.; G. LIACE, *Le operazioni con parti correlate*, cit., cap. 1). Giova precisare, tuttavia, che a norma dell'art. 10, co. 1, ultimo periodo, Reg. OPC, di tale agevolazione non possono beneficiare le società quotate controllate anche indirettamente da una società italiana o estera con azioni quotate in mercati regolamentati «[c]iò in considerazione dei maggiori incentivi a trasferimenti di valore in favore delle parti correlate che sussistono nei c.d. gruppi piramidali (società quotata controllata da altra quotata), a fronte dei quali è opportuna l'applicazione delle più stringenti procedure previste dall'art. 8 del Regolamento OPC», CONSOB, *Documento di consultazione 2019*, cit., p. 11, nt. 11.

dall'art. 9-*quater*, § 4, della SHRD II (che richiede agli Stati membri di assicurare «che le operazioni rilevanti con parti correlate siano approvate dall'assemblea generale o dall'organo di amministrazione»), «è anche in linea con il principio cardine del Codice di Autodisciplina delle società quotate, ossia la centralità del ruolo del consiglio di amministrazione nelle scelte strategiche e nell'approvazione delle operazioni aventi significativo rilievo economico, patrimoniale o finanziario»⁴²⁹.

Tra gli ulteriori interventi devono poi segnalarsi quelli inerenti al coinvolgimento nelle trattative degli amministratori indipendenti.

La partecipazione ed il coinvolgimento degli amministratori indipendenti nella fase delle trattative ha segnato un ulteriore punto di (rinnovato) acceso confronto tra l'Autorità e il mercato⁴³⁰.

La Commissione, nella originaria proposta, aveva inteso specificare che il coinvolgimento dovesse avvenire sin «dalla fase iniziale» delle trattative⁴³¹. Attesi i molteplici dubbi sollevati in sede di consultazione dagli operatori⁴³², si è tuttavia

⁴²⁹ CONSOB, *Relazione illustrativa 2020*, cit., p. 10.

⁴³⁰ Le norme che ineriscono in un qualche modo al tema degli amministratori indipendenti rappresentano, sovente, terreno di complessa interlocuzione. Viene giocoforza alla memoria il giudizio negativo che investì la prima proposta di Regolamento (CONSOB, *Documento di consultazione 2008*, pp. 67 e ss.) nella quale si prevedeva l'attribuzione, in capo agli amministratori indipendenti, di importanti poteri negoziali e decisionali nelle operazioni con parti correlate; *ut supra* nota 232.

⁴³¹ Una soluzione adottata al dichiarato fine di evitare il verificarsi di situazioni di «tardivo coinvolgimento degli amministratori indipendenti, [spesso] avvenuto nella fase conclusiva delle trattative in merito all'operazione, con conseguente limitazione del loro potere di partecipare alla fase negoziale e fornire il proprio contributo anche formulando eventuali osservazioni», CONSOB, *Documento di consultazione 2019*, cit., pp. 18 e 41.

⁴³² Le critiche hanno investito, in sintesi, il significato incerto da attribuire alla «fase iniziale», essendo difficile poter stabilire in via generale ed astratta tale fattispecie descrittiva. Sul punto, cfr.: COMI, *Parere del Comitato Operatori di Mercato e degli Investitori ("COMI")*, cit., p. 4; ABI, *Risposta alla Consultazione Consob sulle modifiche al Regolamento "Operazioni con parti correlate"*, cit., p. 8 e s.; ASSONIME CONFINDUSTRIA, *Osservazioni alla consultazione per le 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*

optato per un regime più “cauto”, dacché l’art. 8, o. 1, lett. b), Reg. OPC si limita a prevedere che gli amministratori indipendenti siano coinvolti «tempestivamente». La Consob ha, quindi, fatto proprio il disfavore emerso circa il coinvolgimento degli amministratori indipendenti, prevedendo una soluzione di dubbia efficacia rispetto alle iniziali intenzioni; e tuttavia, non rinunciando alle proprie prerogative di Regolatore, altresì convinta da una esperienza applicativa che sul punto del coinvolgimento degli amministratori indipendenti si è mostrata «carente»⁴³³, l’Autorità ha previsto l’obbligo di allegare il parere elaborato dagli amministratori indipendenti al verbale della riunione del comitato OPC. L’obbligo, che non risponde ad un mero adempimento formale, mira, attraverso la *disclosure* del parere (prevista anche a beneficio del pubblico *ex art. 5 co. 5*, Reg. OPC), ad assicurare un controllo più diretto ed immediato sull’effettivo e tempestivo coinvolgimento degli amministratori indipendenti.

È stato introdotto, altresì, l’obbligo, in capo al comitato OPC, di verificare preventivamente l’indipendenza degli esperti di cui lo stesso decidesse di avvalersi (art. 7 co.1, lett. b), Reg. OPC). Anche quest’ultima previsione, che «intende chiarire un obbligo già esistente», è stata dettata «alla luce dell’esperienza di vigilanza ed *enforcement* della Consob che ha mostrato casi di mancato o inadeguato svolgimento da parte del comitato di verifiche circa i rapporti tra l’*advisor* e la società ovvero i suoi azionisti di controllo»⁴³⁴. Altresì, come per il parere degli amministratori indipendenti, è stato precisato che anche le *opinion* di

Directive), p. 14 e s.; GOP, *Risposta alla consultazione “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)”*, 30 novembre 2019, p. 3.

⁴³³ Lo rileva (anche) uno studio condotto da Nedcommunity, dal quale emerge che «salve alcune eccezioni, talvolta appare carente la rappresentazione dell’effettivo livello di coinvolgimento degli amministratori e, più in generale, del Comitato nelle diverse fasi dell’iter di approvazione dell’operazione», R. GUGLIELMETTI (et al.), *La disciplina delle operazioni con parti correlate: esperienze applicative e indicazioni pratiche*, cit., p. 77.

⁴³⁴ CONSOB, *Documento di consultazione 2019*, cit., p. 19.

esperti indipendenti (di cui si sia eventualmente avvalso l'organo di amministrazione per valutare l'interesse della società al compimento dell'operazione e la convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni) devono essere pubblicate in allegato al documento informativo previsto ai sensi dell'art. 5, co. 5, Reg. OPC.

Qualche osservazione va, quindi, svolta anche con riguardo al meccanismo del c.d. *whitewash*. Come noto, nel caso in cui, in relazione ad un'operazione di maggiore rilevanza, gli amministratori indipendenti abbiano espresso un parere negativo, è possibile superare tale parere contrario attraverso un voto assembleare: il veto degli amministratori indipendenti, tuttavia, si potrà considerare superato solo nel caso in cui la maggioranza dei soci non correlati esprima un voto positivo al compimento dell'operazione.

Nonostante la sua introduzione abbia sollevato alcune autorevoli critiche⁴³⁵, e nonostante uno scarso utilizzo di tale meccanismo⁴³⁶, si è previsto (ed esplicitato) il suo mantenimento nel Regolamento OPC, confermando, altresì, la previsione anti *hold-out*, ossia la previsione per cui il *whitewash* trova applicazione solo in presenza di una partecipazione minima delle minoranze in assemblea (che le stesse procedure stabiliscono in misura non superiore al 10%), «al fine di evitare che l'esito della deliberazione sia determinato da sparute minoranze che, pur non potendosi ritenere rappresentative del capitale complessivamente detenuto dai soci non correlati, sarebbero in grado di ritardare o condizionare l'operatività della società (fenomeno del c.d. *hold-out*)»⁴³⁷.

A beneficio di una maggiore completezza, giova dare conto anche di quegli adattamenti che hanno interessato l'art. 6 del Regolamento, in materia di comunicazioni al pubblico. Si prevede, in particolare, che se di un'operazione con

⁴³⁵ *Ut supra* nota 255.

⁴³⁶ Come rileva la stessa Consob, infatti, che evidenzia come il meccanismo sia stato utilizzato soltanto una volta in dieci anni.

⁴³⁷ CONSOB, *Documento di consultazione 2019*, cit., p. 11.

parte correlata si dà informazione nell'ambito di un comunicato diffuso ai sensi dell'art. 17 del Regolamento (UE) n. 596/2014 (cd. MAR, acronimo di *Market Abuse Regulation*), a prescindere dal carattere *price sensitive* di tale specifica operazione, devono essere fornite le informazioni previste dall'art. 6 del Regolamento OPC. L'intervento si è reso opportuno in quanto, osserva l'Autorità, «[t]alvolta, si è rilevato in casi concreti che sono stati diffusi dei comunicati contenenti informazioni su un'operazione con parte correlata senza che fossero indicati i contenuti minimi previsti dall'art. 6 del Regolamento, in quanto l'informativa non era stata ritenuta connotata dal carattere di informazione privilegiata»⁴³⁸.

Merita, infine, ricordare almeno due non secondarie proposte di regolamentazione che, tuttavia, a seguito della consultazione del 2019 non hanno trovato espresso riconoscimento nella disciplina OPC.

Ci si riferisce, anzitutto, alla previsione di una presunzione relativa di maggiore rilevanza per le ipotesi in cui non sia determinabile il controvalore massimo dell'operazione⁴³⁹. Una tale proposta era contenuta già nel documento di consultazione del 2008, sebbene prevedesse, con una formulazione più stringente, una presunzione assoluta di maggiore rilevanza per il caso in cui non fosse determinabile il valore massimo né altrimenti calcolabile nessun altro indice di rilevanza⁴⁴⁰. L'introduzione di una presunzione di maggiore rilevanza (attenuata nella forma di presunzione relativa) è stata quindi riproposta, supportata dalle evidenze emerse dalla prassi che hanno mostrato come «la mancanza di alcun

⁴³⁸ CONSOB, *Documento di consultazione 2019*, cit. p. 17.

⁴³⁹ Nello specifico si prevedeva che «[s]e non è determinabile un valore massimo e non è calcolabile nessuno degli altri indici di rilevanza, l'operazione si considera di maggiore rilevanza, salvo che le società motivino che tale qualificazione risulta manifestamente ingiustificata in considerazione di specifiche circostanze. La predetta valutazione è effettuata dagli amministratori o consiglieri indipendenti che esprimono pareri sulle operazioni con parti correlate e riportata nei verbali delle deliberazioni previsti dall'articolo 7, comma 1, lettera e)», CONSOB, *Documento di consultazione 2019*, cit., p. 57.

⁴⁴⁰ CONSOB, *Documento di consultazione 2008*, cit., p. 156 (Allegato 3I, 1.1).

riferimento ai casi in cui il controvalore massimo di un'operazione non sia determinabile abbia condotto in concreto alla sottovalutazione della rilevanza di operazioni che si sarebbero poi rivelate di importo molto significativo»⁴⁴¹.

Non ha trovato accoglimento presso il mercato nemmeno la previsione del “doppio parere” rispetto a quelle fattispecie in cui vi sia un'approvazione progressiva dei termini e delle condizioni dell'operazione. In particolare «l'esperienza applicativa ha mostrato casi in cui, prima della definitiva approvazione dell'operazione nel suo complesso, sia intervenuta un'approvazione preliminare di alcuni dei termini essenziali della stessa (tra cui, ad esempio, lo stesso corrispettivo) senza il preventivo parere del comitato di amministratori indipendenti»⁴⁴². Una tale prassi rischierebbe di svilire la finalità del coinvolgimento del comitato chiamato a rilasciare il proprio parere prima che vengano assunte le decisioni essenziali di un'operazione. In questo senso, la Consob aveva inteso proporre una modifica dell'art. 7, co. 1, Reg. OPC, prevedendo espressamente che il parere degli amministratori indipendenti avrebbe dovuto essere fornito anche prima della eventuale definizione con la controparte dei termini essenziali dell'operazione⁴⁴³.

⁴⁴¹ CONSOB, *Documento di consultazione 2019*, cit., p. 16. Ma v. *contra*: In particolare, v. le osservazioni critiche del COMI, *Parere del Comitato Operatori di Mercato e degli Investitori (“COMI”)*, cit., p. 4; ABI, *Risposta alla Consultazione Consob sulle modifiche al Regolamento “Operazioni con parti correlate”*, cit., p. 5, e ASSONIME CONFINDUSTRIA, *Osservazioni alla consultazione per le 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)*, cit., p. 18 e s., secondo i quali, essenzialmente, una tale previsione avrebbe posto, con un'inversione dell'onere della prova, un rischio eccessivo in capo agli amministratori indipendenti incaricati della valutazione e, altresì, avrebbe comportato un implicito aggravio della disciplina per le società emittenti, non previsto dalla Direttiva.

⁴⁴² CONSOB, *Documento di consultazione 2019*, cit., p. 18.

⁴⁴³ CONSOB, *Documento di consultazione 2019*, cit., p. 40. *Contra* v. le osservazioni COMI, *Parere del Comitato Operatori di Mercato e degli Investitori (“COMI”)*, cit., p. 3 e s.; ASSONIME CONFINDUSTRIA, *Osservazioni alla consultazione per le modifiche al Regolamento sulle operazioni con parti correlate, al Regolamento Mercati e al Regolamento Emittenti in materia di trasparenza*

Come si diceva, la consultazione con il mercato ha portato la Consob a rivedere le proprie scelte di disciplina rispetto ad entrambe le previsioni, delle quali non è rimasta traccia nella nuova versione del Regolamento OPC. Non può non rilevarsi, in questo caso, un abbandono sin troppo frettoloso da parte dell'Autorità delle sue ragionevoli proposte, rispetto alle quali, invero, deve ritenersi auspicabile un intervento in sede di revisione della Comunicazione OPC.

3. Il recepimento nelle procedure da parte delle società emittenti e la Comunicazione OPC

L'aggiornamento del Regolamento OPC, se rappresenta uno snodo fondamentale nel lungo *iter* di recepimento della Direttiva SHRD II, non costituisce, tuttavia, l'approdo finale. Come evidenziato dalla stessa Consob, si rende necessario l'aggiornamento anche della Comunicazione OPC che, al tempo del presente scritto, non è stato ancora effettuato⁴⁴⁴. Come avvenuto nel 2010, l'emanazione della Comunicazione OPC aggiornata avverrà a seguito di consultazione. Tuttavia, ha precisato la stessa Autorità, l'elaborazione della proposta di aggiornamento avverrà a seguito di «una prima evidenza delle procedure adottate in attuazione della rinnovata disciplina e della loro prima applicazione, nel proposito di realizzare gli opportuni adeguamenti su alcuni

delle remunerazioni, dei gestori degli attivi e dei consulenti in materia di voto in recepimento della direttiva (UE) 2017/828 (Shareholder Rights Directive), cit., p. 11;

⁴⁴⁴ CONSOB, *Documento di consultazione 2019*, cit., p. 5. Nella disciplina OPC, un ruolo certamente rilevante è svolto dalle comunicazioni che l'Autorità ha elaborato in seguito all'emanazione del Regolamento: Comunicazione 24 settembre 2010, n. 10078683, Comunicazione 15 novembre 2010, n. 10094530, Comunicazione 13 settembre 2017, n. 0106341, Comunicazione 11 giugno 2020n. 6/2020, tutte consultabili in www.consob.it. Tra queste, la Comunicazione DEM 10078683 del 24 settembre 2010, che venne elaborata appresso al Regolamento, spicca per la densità di contenuti nonché per il livello di approfondimento.

aspetti applicativi e [di offrire] i chiarimenti suggeriti dall'osservazione delle nuove prassi nelle società»⁴⁴⁵.

Dal punto di vista metodologico, la Consob intende quindi procedere all'aggiornamento della Comunicazione OPC solo a seguito di un'approfondita analisi delle procedure delle società emittenti, così come modificate a seguito dell'aggiornamento del Regolamento. Infatti, da una tale indagine, mentre potranno emergere talune criticità inerenti alla non corretta applicazione, quindi interpretazione, delle nuove disposizioni, altresì potranno essere rilevati profili utili ad individuare le *best practices* da adottare in via più generale a beneficio di tutte le società. L'intento, quindi, di apportare «opportuni adeguamenti» e «chiarimenti» sul contenuto dello stesso Regolamento OPC conferisce particolare rilevanza alla stessa Comunicazione OPC, alla quale natura può riconoscersi una efficacia (almeno) «conformativa»⁴⁴⁶.

⁴⁴⁵ CONSOB, *Relazione illustrativa 2020*, cit., p. 5.

⁴⁴⁶ Le comunicazioni rappresentano ben noti e diffusi strumenti giuridici utilizzati dalle Autorità indipendenti (M. CLARICH, *Manuale di diritto amministrativo*⁶, Bologna, 2019, p. 98; L. ROMAGNOLI, *La Consob. Profili e attività*, cit., pp. 104 e ss.; sul loro iniziale sviluppo (suggerito dall'esperienza statunitense) per la «necessità pratica di disciplinare realtà in continua e rapida evoluzione» v. F. ANNUNZIATA, *Interpretare o «legiferare»? Le comunicazioni persuasive delle Autorità di controllo sui mercati finanziari*, in *Riv. soc.*, 1995, pp. 896 e ss.; L. ENRIQUES - M. GARGANTINI, *La Consob: natura, organizzazione e funzioni*, cit., pp. 279 e ss., spec. 349). Si suole normalmente distinguere tra comunicazioni generali pubblicate su iniziativa dell'Autorità e comunicazioni che rispondono a puntuali e concrete domande sottoposte dagli operatori agli uffici (L. ROMAGNOLI, *La Consob. Profili e attività*, cit., p. 104 e ss.; F. ANNUNZIATA, *Interpretare o «legiferare»? Le comunicazioni persuasive delle Autorità di controllo sui mercati finanziari*, cit., p. 911). Diversi sono i profili problematici che interessano tali strumenti e che riguardano, essenzialmente, la loro efficacia giuridica e l'impugnabilità di fronte all'autorità giudiziaria (sulla «giustiziabilità» delle comunicazioni che rispondono a precise e puntuali domande v., in termini positivi, T.A.R. Roma, 26 novembre 2002, n. 10709, in *Foro amm. TAR*, 2002, pp. 958 e ss., con nota di F. MANFREDA, *La natura delle Comunicazioni della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa e la tutela giurisdizionale degli investitori mobiliari*); nonché L. ROMAGNOLI, *Natura «provvedimentale» delle comunicazioni atipiche «qualificatorie» di Consob e condizioni necessarie per il valido esercizio del relativo potere. Nota a Consiglio di Stato, sez. VI, 14 dicembre 2020, n. 7972*, in *Rivista di diritto bancario*, 2021, pp. 389 e ss., che estende, peraltro l'impugnabilità anche alle comunicazioni aventi carattere generale. *Contra* F. ANNUNZIATA, *Interpretare o «legiferare»? Le comunicazioni persuasive delle Autorità di controllo sui mercati finanziari*, cit., p. 920 e F.

Conseguentemente, lo studio delle procedure adottate dalle società emittenti dopo l'aggiornamento del Regolamento OPC diviene uno strumento utile non solo al fine di rilevare un primo impatto in termini di *compliance* da parte delle società così come determinato dal recepimento delle modifiche, ma, altresì, di formulare qualche prima osservazione proprio ai fini di eventuali chiarimenti ovvero modifiche che potrebbero essere oggetto della Comunicazione OPC.

A tal fine, quindi, si è provveduto ad una preliminare indagine svolta sulle procedure delle stesse emittenti (in particolare, il campione di procedure analizzato ammonta a 184 su un totale di 224 società quotate a settembre 2021).

Come primo dato occorre segnalare che, stante l'entrata in vigore del Regolamento OPC aggiornato in data 1° luglio 2021 e il corrispondente "onere" delle società emittenti di aggiornare le loro procedure entro tale data, a settembre

MANFREDA, *La natura delle Comunicazioni della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa e la tutela giurisdizionale degli investitori mobiliari*, cit., p. 959, che limita l'impugnabilità alle sole comunicazioni aventi carattere individuale). Per quanto qui di interesse, si può rilevare, anzitutto, che dalla lettura e comprensione di tali comunicazioni, quindi della stessa Comunicazione OPC, non si può certo prescindere per avere un quadro aggiornato e completo della disciplina (un vero e proprio imprescindibile «manuale d'uso» secondo quanto detto da P. FERRO LUZZI, *Le operazioni con parti correlate*, cit., p. 3.) Altresì, annoverare tali atti alla categoria ibrida della *soft law* appare una "non soluzione" che, sin troppo semplice in termini teorici, appare ingannatoria sul piano pratico. Infatti, per quanto non sia dato «ricavare neppure in via interpretativa alcun indice legislativo da cui poter farvi derivare la loro cogenza» (L. ROMAGNOLI, *La Consob. Profili e attività*, cit., p. 112), pare poco rispondente alla realtà la classificazione delle stesse comunicazioni in termini di *soft law*, quasi che le stesse esauriscano la loro rilevanza sul piano, per così dire, persuasivo-sollecitatorio (M. CLARICH, *Manuale di diritto amministrativo*⁶, cit., p. 98). Invero, può condividersi quell'opinione che ritiene le previsioni a carattere "prescrittivo" delle comunicazioni come aventi un'obiettiva capacità di condizionamento, come tali, idonee non solo a determinare un effetto conformativo nei confronti dei soggetti vigilati, ma altresì a creare un «ragionevole affidamento» da parte degli stessi sulla validità delle condotte in esse riportate (L. ROMAGNOLI, *La Consob. Profili e attività*, cit., p. 118; L. ROMAGNOLI, *Natura "provvedimentale" delle comunicazioni atipiche "qualificatorie" di Consob e condizioni necessarie per il valido esercizio del relativo potere. Nota a Consiglio di Stato, sez. VI, 14 dicembre 2020, n. 7972*, cit., p. 395; sul punto v. anche F. ANNUNZIATA, *Interpretare o «legiferare»? Le comunicazioni persuasive delle Autorità di controllo sui mercati finanziari*, cit., pp. 915 e ss.).

2021 ancora 31 società emittenti (ca. il 13%) non avevano provveduto al recepimento⁴⁴⁷.

Altresì appare necessario il seguente *caveat*: si tratta, come detto, di una preliminare (e rudimentale) indagine svolta alla luce delle novità introdotte nel Regolamento OPC. Rispetto, quindi, alle ulteriori conclusioni cui si potrebbe pervenire in ragione di una più sofisticata analisi dei dati volta a dare rilievo, ad esempio, ad una differenziazione della *compliance* tra società emittenti in ragione della loro dimensione, del settore di riferimento, dei diversi assetti proprietari, della differente composizione del consiglio di amministrazione, si è preferito, nelle pagine che seguono, uno “sguardo” generale, andando ad estrapolare le informazioni utili a sottolineare l’impatto delle nuove previsioni sulle procedure, e, per ciò solo, idonee alla formulazione di qualche suggerimento proprio nella prospettiva della futura (ed imminente) consultazione sulla Comunicazione OPC.

3.1. (segue). Le parti correlate e gli amministratori coinvolti

Il rinvio mobile operato con riguardo alla definizione di “parti correlate” determinerà l’ampliamento del perimetro di “correlazione” rilevante ai fini della disciplina. Sotto questo punto di vista, nell’ambito dell’attività di mappatura prevista a carico delle società emittenti, la quale prevede generalmente la

⁴⁴⁷ Nella nuova cornice sanzionatoria (art. 192-*quinquies* TUF), il mancato adeguamento delle procedure da parte delle società costituisce fonte di responsabilità passibile di sanzione amministrativa sia per le società emittenti che per l’organo amministrativo, su cui ricade l’obbligo di adozione delle procedure (tra i primi commentatori della disposizione v. G. MULAZZANI, *Commento sub art. 192-quinquies*, in V. CALANDRA BUONAURO (a cura di), *Commentario breve al testo unico della finanza*, Milano, 2020, p. 1381). A tutela dei terzi, potrebbe tuttavia ritenersi che talune previsioni del Regolamento siano dotate di efficacia auto applicativa (v. la disciplina dell’astensione dell’amministratore coinvolto) e che dunque se ne possa predicare l’osservanza pur in assenza di esplicita previsione; ma *contra* v. G. PRESTI, *Commento sub art. 2391-bis*, cit., p. 1364.

predisposizione di registri/elenchi delle parti correlate, si segnalano diverse tempistiche di aggiornamento: alcune sono più rigide (trimestrali), altre intermedie (semestrali), altre ancora più larghe (annuali o addirittura generiche). Peraltro, rispetto all'obbligo, generalmente richiamato da quasi tutte le procedure, gravante sui soggetti tenuti a comunicare tempestivamente ogni eventuale variazione inerente al loro perimetro di correlazione, talune procedure, a beneficio di una maggiore effettività della disciplina, hanno introdotto non solo un ulteriore obbligo in capo a questi stessi soggetti di comunicazione per il caso di avvio di trattative con loro parti correlate, ma, altresì, una responsabilità diretta per il caso di omessa ovvero ritardata *disclosure*, qualora dalla stessa possano derivare sanzioni amministrative nei confronti della società⁴⁴⁸.

Si segnala, inoltre, quale buona prassi nella individuazione delle parti correlate, il ricorrente coinvolgimento del comitato OPC, il quale viene chiamato a dirimere eventuali casi controversi inerenti alla corretta individuazione delle parti correlate⁴⁴⁹. Non pare invece aver trovato particolare conforto la previsione di cui all'art. 4, co. 2, Reg. OPC, ove si prevede l'obbligo a carico delle società di valutare l'eventuale estensione della procedura OPC anche a soggetti diversi dalle parti correlate, così come definite dalla stessa normativa di riferimento⁴⁵⁰.

⁴⁴⁸ V. ad esempio l'art. 2.5 della procedura OPC adottata da Tod's spa, dove si prevede che «la controparte dell'Emittente che abbia omesso tale informativa – così come la Parte Correlata Diretta cui la controparte sia riferibile, e che abbia omesso l'informativa rilevante – sarà ritenuta responsabile di qualsiasi danno – patrimoniale e non patrimoniale, anche conseguente a provvedimenti dell'Autorità competente – derivante all'Emittente dal compimento dell'operazione in violazione delle prescritte procedure»; similmente anche le procedure di Italian Exhibition Group spa, Irce spa, Garofalo Health Care spa; Aedes SIIQ spa, Juventus Spa, Salvatore Ferragamo. In aggiunta a tale responsabilità, talune procedure gravano altresì la parte correlata di informare tempestivamente gli uffici preposti circa l'avvio dell'inizio delle trattative, in tal senso v. le procedure di Coima Res spa, DeLonghi spa, Eems Italia spa.

⁴⁴⁹ Molteplici sono le società emittenti che prevedono un tale coinvolgimento del comitato, tra cui Atlantia spa, Autostrade Meridionali spa, Enel spa, OVS spa, B&C Speaker spa (che rimette altresì al comitato OPC l'individuazione di ulteriori parti correlate, v. art. 2.5, Procedura OPC), Saes Getters spa, Safilo spa.

⁴⁵⁰ Le società emittenti che hanno dichiarato nella procedura di aver effettuato tale ulteriore valutazione rappresentano ca. il 20%. In alcuni casi la valutazione ha quindi portato all'estensione

Nondimeno, l'individuazione di un soggetto (o verosimilmente di un ufficio) responsabile di tale "mappatura" permette alla società di assicurare maggiore effettività nel rispetto delle tempistiche⁴⁵¹, avvicinandosi, così, a taluni suggerimenti giunti dalla dottrina⁴⁵².

Certamente il perimetro della "correlazione" si presenta come un confine di non facile e, soprattutto, di non stabile delimitazione. Per tali ragioni sono senz'altro raccomandabili *best practices* quelle che pongono tempistiche con cadenza (almeno) intermedia di aggiornamento, nonché quelle che prevedono l'individuazione di soggetti/uffici che assicurino il rispetto delle medesime. Basandosi, poi, la correlazione su di un dato rilevabile primariamente dalle stesse società emittenti e dai soggetti tenuti a comunicare le loro parti correlate, sarebbe altresì opportuno che le stesse esplicitassero l'avvenuta valutazione prevista all'art. 4, co. 2, Reg. OPC, e, in caso di esito positivo, l'allargamento dello stesso perimetro.

Quanto all'ulteriore novità inerente alla astensione degli amministratori coinvolti nell'operazione, contrariamente a quanto auspicato dalla stessa Autorità, tra le procedure analizzate solamente sei (ca. il 3%) provvedono ad una esemplificazione delle ipotesi di amministratori coinvolti e, quindi, tenuti all'astensione in sede di delibera consiliare sull'operazione, in quanto titolari, per conto proprio o altrui, di un interesse in conflitto. E, tuttavia, benché il dato sia ricavabile da una poco significativa percentuale statistica, si può rilevare come

del perimetro di "correlazione"; v., e.g., le procedure di Acea spa, Azimut spa, Brembo spa, Erg spa, Immobiliare Grande Distribuzione spa, Leonardo spa. Tra queste, occorre ricordare che per gli istituti bancari e gli enti creditizi il perimetro delle parti correlate è obbligatoriamente esteso anche ai soggetti collegati (v. art. 53, co. 4, TUB e 136 TUB).

⁴⁵¹ Sovente le procedure attribuiscono ad un "soggetto preposto" o ad un ufficio (costituito *ad hoc* come "presidio OPC", ovvero individuato in uffici già presenti, quali l'ufficio legale o l'ufficio amministrazione e finanza) una pluralità di funzioni che vanno dalla mappatura e aggiornamento dell'elenco "parti correlate", alla attivazione della procedura (quindi allo svolgimento di una prima funzione di *screening* circa l'applicabilità della stessa) e al governo del flusso informativo; v., e.g., le procedure di: Anima holding spa, Avio spa, Azimut holding spa, Antares vision spa, ecc.

⁴⁵² Il riferimento è alla proposta di Regoli, *supra* nota 241.

nelle esemplificazioni operate si sia proceduto nel senso di estendere il (oppure ricomprendere nel) conflitto di interessi in ipotesi quali quella di rivestire il ruolo di controparte dell'operazione; di essere parti correlate alla controparte; di essere dirigente con responsabilità strategiche della controparte o della controllante, anche in via indiretta, della controparte⁴⁵³.

Nei fatti ben si può evidenziare come, per quanto statisticamente poco rilevanti, tali società emittenti abbiano inteso allargare le maglie della disciplina, ritornando così a previsioni maggiormente aderenti alla originaria proposta formulata dalla stessa Consob.

Alla luce dei pochissimi rilievi (in termini di esemplificazioni) emersi sul punto, si dubita che l'Autorità interverrà nuovamente in sede di Comunicazione OPC; tuttavia, qualora lo ritenesse, potrebbe, forse, e sulla scorta dei predetti casi, recuperare l'opzione originariamente proposta, rendendola quale mero caso esemplificativo, ovvero sintomatico, di una situazione di potenziale conflitto di interessi dell'amministratore per conto proprio o altrui, nella consapevolezza che resterebbe, in ogni caso, sempre una declinazione ristretta rispetto all'originaria proposta.

3.2. (segue). Il comitato OPC: composizione, coinvolgimento e funzioni

Il comitato OPC, per le diverse ragioni che si sono in parte approfondite, rappresenta il vero protagonista della disciplina in questione. Le stesse procedure, sovente, non mancano di attribuirgli ulteriori funzioni (quale il coinvolgimento della definizione del parametro di correlazione), riconoscendogli dunque un particolare ruolo di garanzia. La circostanza deriva certamente anche dalla sua

⁴⁵³ Nello specifico v. le procedure di: ACEA spa, Assicurazioni generali, Autogrill spa, Digital Bros spa, Fincantieri spa, Leonardo spa.

composizione che, come detto, fa affidamento sul ruolo degli amministratori indipendenti, esclusivamente indipendenti, in caso di operazioni di maggiore rilevanza, in maggioranza indipendenti per quelle di minore rilevanza.

Sul punto, si può rilevare che tra le società che non beneficiano del regime agevolato di cui all'art. 10, Reg. OPC⁴⁵⁴ (ca. il 54% delle società analizzate, a fronte invece del 23% delle società che di tale beneficio profittano), e che sono dunque tenute alla costituzione di un comitato composto in via esclusiva da amministratori indipendenti, per le OPC di maggiore rilevanza, nel 91% dei casi tale comitato non prevede una composizione differenziata in ragione dell'operazione da approvare (se di maggiore ovvero di minore rilevanza), il quale risulta quindi costituito solo da amministratori indipendenti anche per le OPC di minore rilevanza. Tuttavia, se questo dato pare rispondente a logiche di economia organizzativa (volte, appunto, ad evitare una composizione differenziata del comitato in ragione dell'operazione da approvare), appare più rilevante l'ulteriore dato che riguarda proprio quelle società che possono beneficiare del regime agevolato (23%). Tra queste, infatti, benché la disciplina consenta una composizione del comitato OPC solo in maggioranza formato da indipendenti sia per operazioni di maggiore che di minore rilevanza, più del 60% prevede una composizione che consta esclusivamente della presenza di amministratori indipendenti. Certamente una tendenza, in linea generale, che non può che assicurare un maggior grado di effettività in termini, principalmente, di autonomia del funzionamento dello stesso comitato OPC.

Ulteriormente, può segnalarsi come nel 33% delle società prese in esame compaia, quale membro del comitato OPC, un amministratore di minoranza. Tale presenza appare certamente significativa al lume del contributo, in termini di maggiore *compliance*, che tali amministratori generalmente garantiscono in sede

⁴⁵⁴ Previsione che, come noto, attribuisce alle società di minori dimensioni, a quelle di recente quotazione ovvero alle società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante, di applicare alle OPC di maggiore rilevanza la procedura individuata dalla società emittente per le OPC di minore rilevanza, con un risparmio di costi procedurali ed organizzativi, v. nota 428.

di adozione delle procedure⁴⁵⁵. In assenza di specifici studi empirici, può forse presumersi che la stessa dovizia adoperata in sede di adozione delle procedure possa (quantomeno) avvicinarsi a quella che gli stessi profonderanno in sede di scrutinio delle singole operazioni.

Sempre con riguardo al comitato OPC, al netto delle previsioni regolamentari in materia di OPC di maggiore rilevanza a mente delle quali i membri del comitato devono essere «coinvolti tempestivamente nella fase delle trattative e nella fase istruttoria attraverso la ricezione di un lusso informativo completo e aggiornato con facoltà di richiedere informazioni e di formulare osservazioni», si possono svolgere alcune riflessioni.

Anzitutto, con riguardo alla “tempestività” del coinvolgimento, le società si sono generalmente limitate a riproporre nelle procedure il dettato regolamentare, ovvero all’utilizzo di formulazioni generiche che intendono assicurare un coinvolgimento del comitato “con congruo anticipo”, affinché lo stesso possa rilasciare il parere in “tempo utile”. Certamente non è sempre agevole stabilire una precisa tempistica non solo inerente all’avvio del flusso informativo, bensì anche con riguardo al tempo necessario per l’elaborazione del parere. Epperò, non mancano casi nei quali si specificano più nel dettaglio, con una precisa scansione, le tempistiche di “attivazione” del flusso informativo nei confronti del Comitato OPC, di convocazione dello stesso e di rilascio del parere. Sul punto le previsioni sono assai eterogenee. Volendosi concentrare sullo spazio temporale concesso al comitato (inteso come intervallo di tempo tra la ricezione delle informazioni e il rilascio del parere) per il caso di OPC di maggiore rilevanza, le procedure oscillano tra previsioni che assicurano, appunto, uno spazio temporale compreso tra i 10 e i 20 giorni⁴⁵⁶, e altre procedure che, invece, prevedono

⁴⁵⁵ Cfr. M. BIANCHI - A. CIAVARELLA - L. ENRIQUES – R. SIGNORETTI, *Regulation and self-regulation of related party transactions in Italy. An empirical analysis*, cit., p. 20.

⁴⁵⁶ V., *ex multis*, la procedura di Atlantia spa, che prevede l’invio del flusso informativo in sede di avvio delle trattative e comunque entro 15 giorni prima della data prevista per il perfezionamento dell’operazione; negli stessi termini anche Basic net spa; più dettagliata la procedura di Biesse spa

tempistiche più ristrette, da 3 a 5 giorni⁴⁵⁷. Appare ragionevole ritenere, come già osservato e sulla scorta della decennale vigenza della disciplina⁴⁵⁸, come le prime possano ritenersi maggiormente conformi al dettato regolamentare in un'ottica di migliore effettività della disciplina; non altrettanto può dirsi di quelle che, diversamente, presentano una scansione temporale assai ristretta.

Per quanto non sia sempre consigliabile una precisa ed univoca scansione temporale in termini generali a livello di normativa, vale in ogni caso la pena di rimarcare la necessità che il parere reso fornisca altresì indicazioni inerenti alle tempistiche seguite per l'istruzione dell'operazione, con specifico riguardo alla attivazione dei flussi informativi, al coinvolgimento del comitato, allo spazio temporale concesso allo stesso in sede di verifica e scrutinio dell'operazione.

Circa la "forma" che può assumere il coinvolgimento del comitato OPC nella fase delle trattative, per quanto, ancora una volta, la maggior parte delle procedure si limitino ad aderire alle generali previsioni del Regolamento OPC, si

che prevede, per il caso di operazioni di minore rilevanza, l'invio delle informazioni al comitato almeno 10 giorni prima del compimento dell'operazione (art. 4.1.6), se di maggiore rilevanza, almeno 20 giorni (art. 4.2.4); ugualmente dettagliato anche il coinvolgimento del comitato di Caltagirone Editore spa (e di Caltagirone spa) dove si prevede un'informativa al comitato OPC tempestiva e comunque non oltre il 20 giorno lavorativo precedente la riunione del consiglio di amministrazione chiamata a deliberare sull'operazione (in aggiunta, seguendo una precisa ed insolita scansione temporale si prevede altresì che comitato si riunisce entro 5 giorni lavorativi dalla ricezione della predetta documentazione e la convocazione dello stesso, corredata della relativa documentazione, è inoltrata almeno 5 giorni prima della data della riunione, prevedendosi tempistiche più strette per le ipotesi di necessità ed urgenza). V. anche le procedure di Vianini spa, Enervit spa, Eni spa (che con una clausola di stile fa comunque salvi i tempi ritenuti necessari dal Comitato stesso, affinché gli sia consentito di effettuare un'adeguata istruttoria della documentazione trasmessa, art. 5, procedura OPC e così pure Saipem spa).

Sul punto v. anche la procedura di Banca Mediolanum che, dando attuazione all'originaria proposta della Consob, non solo ricollega l'inizio del flusso informativo all'avvio delle trattative, ma di questo momento fornisce altresì una definizione, considerando "avvio delle trattative" come quella «discussione preliminare allo scopo di concludere un affare, stipulare un accordo» (art. 7.7, nota 9, Procedura OPC).

⁴⁵⁷ Al riguardo v. le procedure di Azimut spa, Credito Emiliano spa, Exprivia spa, Geox spa, Infrastrutture Wireless Italiane spa.

⁴⁵⁸ *Ut supra* nota 237.

segnala la presenza di "fughe in avanti" da parte di alcune società emittenti che hanno espressamente previsto la possibile partecipazione alle trattative da parte dei membri del Comitato OPC⁴⁵⁹, dando così parziale attuazione alle originali previsioni della Consob che attribuivano al comitato un ruolo rilevante nella conduzione delle trattative.

Merita, quindi, dare conto di un ulteriore aspetto che riguarda il contenuto del parere reso «sull'interesse della società al compimento dell'operazione nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni» (art. 7, co. 1, lett. a), poi richiamato anche dall'art. 8, co. 1, Reg. OPC).

Come precedentemente osservato, non sono mancate questioni inerenti alla tipologia (e profondità) delle valutazioni che il comitato OPC sarebbe legittimato ad effettuare; in particolare, si dubita che lo stesso possa spingersi ad esprimere un giudizio sul merito delle singole operazioni. L'indice e l'attualità di tali discussioni emergono anche dalle stesse procedure. Talune, infatti, contengono previsioni che paiono limitare il potere del comitato OPC rispetto alle valutazioni di merito che lo stesso, si è osservato, può e deve legittimamente effettuare con riguardo ai predetti canoni di valutazione (interesse sociale, convenienza e correttezza sostanziale)⁴⁶⁰. Può, quindi, ritenersi auspicabile un

⁴⁵⁹ V. la procedura di Centrale del latte spa che espressamente attribuisce al comitato la facoltà di «partecipare direttamente alle trattative o delegare a tale scopo uno o più dei suoi componenti» (art. 9.2, procedura OPC); nonché anche Reply spa nella cui procedura OPC (art. 7.3.1) si è previsto che il «comitato individua uno o più dei suoi membri che siano tempestivamente coinvolti nella fase delle trattative e del relativo procedimento istruttorio attraverso la ricezione di un flusso informativo completo e aggiornato, oppure *come osservatori diretti*, con facoltà di richiedere informazioni e documenti» (enfasi aggiunta).

Di tenore opposto, invece la procedura di Garofalo spa, secondo cui «[è] in ogni caso esclusa ogni forma di partecipazione diretta dei componenti del Comitato nelle fasi delle trattative e della istruttoria» (art. 7.3 Procedura OPC).

⁴⁶⁰ Cfr. in tal senso le procedure di Conafi spa, Garofalo spa, Geox spa, Italian Exhibition Group spa, Salcef spa, Salvatore Ferragamo spa, nelle quali in termini generali si limita il parere del comitato che non potrà esprimere alcun giudizio in merito alle scelte di gestione. Diversamente, v. IRCE spa e CSP International Fashion Group spa (nelle cui procedure è previsto che il comitato parti correlate, nel formulare il proprio parere, svolge anche considerazioni di merito all'interesse della Società al compimento dell'operazione).

chiarimento sul punto in sede di aggiornamento della Comunicazione OPC, anche, *a fortiori*, a seguito dell'introduzione del nuovo regime sanzionatorio, che potrebbe portare a ritenere passibili di censura quegli amministratori indipendenti non sufficientemente scrupolosi nella valutazione del merito dell'operazione.

Infine, e a conclusione di questi rilievi, giova rilevare alcuni profili che pongono in luce problemi di coordinamento tra previsioni della procedura e previsioni statutarie.

Nonostante una scarsa fortuna pratica di applicazione (rispetto invece al vivace dibattito dottrinario) che il meccanismo del *whitewash* ha presentato nella sua decennale vigenza⁴⁶¹, in sede di aggiornamento del Regolamento OPC l'Autorità ha espressamente ritenuto di mantenere ferme le previsioni ad esso inerenti⁴⁶².

In effetti, dal punto di vista statistico, il suo successo è segnalato dalla percentuale pari al 55% delle società emittenti che prevedono il ricorso a tale meccanismo⁴⁶³. I maggiori problemi, tuttavia, emergono in sede di coordinamento con le previsioni statutarie; infatti, la natura opzionale del ricorso al *whitewash* richiede una coerente clausola statutaria che, ai sensi del 2364, co.1, n. 5, cod. civ., consenta all'assemblea di potersi esprimere sul punto, peraltro, con la maggioranza dei soci non correlati e con la relativa indicazione della soglia anti *holdout*⁴⁶⁴. Al riguardo, si deve segnalare che sul totale delle società che fanno

⁴⁶¹ *Ut supra* nota 255.

⁴⁶² CONSOB, *Documento di consultazione 2019*, p. 11.

⁴⁶³ Come precedentemente osservato, il dato statistico rileva unicamente per quelle società emittenti (ca. il 54% delle società analizzate) che non beneficiano ovvero che non hanno fatto ricorso al regime agevolato di cui all'art. 10 Reg. OPC (società di minori dimensioni, di recente quotazione o con azioni diffuse in misura rilevante).

Inoltre, occorre ricordare che il ricorso a tale meccanismo è del tutto opzionale. La sua mancata previsione determinerà, nei fatti, l'arrestarsi del procedimento in caso di parere negativo da parte del comitato sul compimento di un'operazione di maggiore rilevanza.

⁴⁶⁴ Sul punto v. M. STELLA RICHTER jr., *Regole delle procedure per le operazioni con parti correlate e modificazioni statutarie conseguenti*, in V. CARIELLO (a cura di), *Le operazioni con parti correlate*.

ricorso a tale meccanismo il 46% delle società hanno mancato di introdurre le dovute previsioni nello statuto. Il coordinamento delle previsioni procedurali con gli statuti delle società è condizione di efficacia delle stesse previsioni procedurali destinate, diversamente, alla disapplicazione⁴⁶⁵.

Invero, il carattere opzionale non può riconoscersi a quanto stabilito nella Comunicazione OPC, al § 4.2. In particolare, e sempre per le società che beneficiano dei regimi agevolati di cui all'art. 10, Reg. OPC, si prevede che «alle operazioni di maggiore rilevanza di competenza assembleare sulle quali sia stato espresso un parere contrario del comitato degli amministratori indipendenti troveranno applicazione le disposizioni in materia di calcolo delle maggioranze indicate nell'art. 11, comma 3, del Regolamento». A ben vedere si tratta di un chiarimento esplicativo di quanto già stabilito nella stessa disciplina all'art. 11, co. 2, Reg OPC. In termini pratici, le società sarebbero tenute non tanto a prevedere nello statuto l'applicazione in queste ipotesi del meccanismo di *whitewash*, che, come tale, può ritenersi auto-applicativo (atteso il suo carattere cogente), quanto, piuttosto, e qualora lo ritenessero opportuno, a stabilire la soglia anti *holdout*, la cui mancata previsione statutaria determinerà il rischio di rimettere la decisione ai soci non correlati presenti, indipendentemente dalla soglia di capitale sociale dagli stessi rappresentata⁴⁶⁶.

Atti del convegno. Università Cattolica del Sacro Cuore, Piacenza, 19 novembre 2010, cit., p. 45 e ss., spec. p. 54.

La previsione di una eventuale soglia anti *holdout*, che non può tuttavia essere superiore al 10% della quota di capitale sociale rappresentato da azioni con diritto di voto (art. 11, co.3, Reg. OPC), mira ad evitare che «l'esito della deliberazione sia rimesso a sparute minoranze che, pur non potendosi ritenere rappresentative del capitale complessivamente detenuto dai soci non correlati, sarebbero in grado di ritardare o condizionare l'operatività della società», CONSOB, *Documento di consultazione 2019*, p. 11.

⁴⁶⁵ Paiono non essere in tal senso risolutive (e quindi legittime) talune clausole inserite nelle procedure che attribuiscono al consiglio di amministrazione il compito di prevedere nella proposta di deliberazione da sottoporre all'assemblea una condizione di efficacia relativa a speciali maggioranze, così, nei fatti, attribuendo al consiglio di amministrazione il potere di stabilire particolari *quorum* assembleari (v. Cairo Communication spa, art. 6.5 Procedura OPC).

⁴⁶⁶ Anche in questo caso valgono le osservazioni svolte alla nota precedente.

3.3. (segue). Le esenzioni

Come già più volte emerso, il tema delle esenzioni ha rappresentato un aspetto di dubbia efficacia applicativa in passato, ed è dunque stato oggetto di intervento in sede di recepimento della SHRD II. Su questo profilo di disciplina, come su altri, si registra un arretramento della posizione della Consob rispetto all'iniziale proposta di aggiornamento messa in consultazione con riguardo agli oneri informativi richiesti alle società emittenti. In particolare, il Regolamento OPC si è limitato a richiedere, da un lato, una trasparenza informativa su base almeno annuale a favore del Comitato OPC in merito ai casi di esenzione applicati con riferimento almeno alle OPC di maggiore rilevanza; dall'altro, una verifica dello stesso Comitato sulla corretta applicazione delle condizioni di esenzione alle operazioni di maggiore rilevanza definite ordinarie (art. 4, co. 1, lett. e-bis), *i* e *ii*, Reg. OPC).

Con riguardo al flusso informativo rivolto al comitato OPC su base annuale, inerente all'applicazione dei casi di esenzione «almeno con riferimento alle operazioni di maggiore rilevanza», si può rilevare come le società emittenti siano state particolarmente rispettose delle previsioni, incrementando, in generale, il livello minimo di regolamentazione richiesto dalla disciplina. Si segnalano così molteplici combinazioni di previsioni che, tra le altre, richiedono una frequenza del flusso informativo inferiore all'anno (semestrale⁴⁶⁷ ovvero anche trimestrale⁴⁶⁸); si assiste, inoltre e sovente, ad una estensione del perimetro delle operazioni che (in quanto esentate) devono essere comunicate riguardante non

⁴⁶⁷ V., *e.g.*, le procedure di: A2A spa, Autogrill spa, Eems Italia spa, Fincantieri spa, Giglio Group spa.

⁴⁶⁸ Sono circa il 15%, quindi significativamente rilevanti, le società emittenti che prevedono una tale frequenza temporale, tra cui, *ex multis*: ACSM AGAM spa, Aedes spa, Banca Carige spa, Be Shaping spa, Brembo spa, Cellularline spa, Dovalue spa, Sole24Ore spa.

solo, quindi e come da *minimum* regolamentare, quelle di maggiore rilevanza ma anche quelle di minore rilevanza⁴⁶⁹; vi sono, altresì, molteplici casi in cui si è inteso attribuire espressamente a questo flusso informativo i connotati di un vero e proprio esame *ex post* effettuato sulla corretta applicazione di tutte le esenzioni⁴⁷⁰, ovvero, soltanto di talune (tramite una modalità di selezione a campione)⁴⁷¹.

In generale, si tratta di previsioni che manifestano un approccio particolarmente scrupoloso nella predisposizione di rigidi presidi di tutela, e che possono valutarsi positivamente nell'ottica di una maggiore effettività della disciplina. Non pare peregrino ritenere che, attesa la generica previsione regolamentare, tali previsioni siano state, almeno in parte, conseguenza di quanto dichiarato dalla stessa Autorità in sede di relazione illustrativa⁴⁷²; tuttavia, le precisazioni espresse dalla Consob nella stessa rispetto alle generiche previsioni del Regolamento OPC rendono certamente opportuno, se non necessario, un chiarimento in sede di aggiornamento della Comunicazione OPC.

Anche con specifico riguardo alle previsioni in materia di operazioni ordinarie che richiedono una espressa verifica circa la corretta applicazione dell'esenzione possono rilevarsi alcune buone prassi.

⁴⁶⁹ Anche in questo caso si ha una percentuale significativa di società (superiore al 20%) che estendono i flussi informativi sulle OPC esentate anche alle operazioni di minore rilevanza, v.: ACSM AGAM spa, Aedes spa, Azimut spa, Banca Carige spa, Banca Popolare di Sondrio spa, Be Shaping spa, Cellularline spa, Dovalue spa, Equita spa, Erg spa, Eurotech spa, Gequity spa, Giglio group spa, Lventure spa.

⁴⁷⁰ Cfr.: Anima Holding spa che nella procedura OPC prevede una preventiva valutazione di corretta applicazione da parte del consiglio di amministrazione su parere del comitato OPC per tutte le operazioni di maggiore rilevanza esentate dalla procedura (art. 7.5 e art. 7.7 Procedura OPC); BF spa, la cui procedura stabilisce un regime preventivo di verifica per tutte le operazioni di maggiore rilevanza esentate (art. 9.1, Procedura OPC), nonché uno successivo, per le operazioni diverse da quelle di maggiore rilevanza che abbiano beneficiato dell'esenzione, verifica da effettuarsi entro 30 giorni dalla chiusura di ciascun trimestre (art. 9.1 b); Class Editori spa, che prevede una generale verifica per tutti i casi di esenzione (art. 7.2 Procedura OPC).

⁴⁷¹ In tal senso la procedura di A2A spa, Ascopiave spa, Dovalue spa, ERG spa, We build spa, Acea spa, F.I.L.A. spa.

⁴⁷² *Ut supra* nota 419.

Non prevedendo il Regolamento precisazione alcuna sul momento, *ex ante* ovvero *ex post*, nel quale la stessa verifica debba avere luogo, alcune società risaltano per il carattere anticipatorio della stessa. In molti casi si prevede, infatti, che la verifica venga esperita in via preventiva, *i.e.*, prima del compimento dell'operazione, *ergo*, prima dell'applicazione dello stesso regime di esenzione⁴⁷³. Chiaramente la valutazione potrà subire, in sede di verifica annuale, ulteriori scrutini, epperò, la scelta dell'analisi preventiva certamente collima con la logica "sistematicamente preventiva" della disciplina OPC, assicurando dunque una migliore e maggiore efficienza della stessa. Altresì positivamente possono valutarsi quelle procedure che richiedono una verifica senza indugio successivamente al compimento dell'OPC nel termine di alcuni (pochi) giorni⁴⁷⁴.

Ultimo rilievo inerente alle esenzioni concerne il tema della individuazione di soglie di esiguità in presenza delle quali una singola operazione può beneficiare dell'esclusione dall'applicazione della procedura. Sul punto emergono profonde e divergenti valutazioni inerenti alla "esiguità" di un'operazione che paiono potersi

⁴⁷³ V. le procedure di: Acsm spa, Aedes spa, Anima Holding spa, AS Roma spa, Azimut spa, Cerved spa, DeLonghi spa, Eems spa, Enav spa, Eni spa, Seri Industrial spa, Servizi Italiani spa, Tod's spa. Ai fini, peraltro, di una migliore e più efficiente verifica, stanti i non sempre agevoli casi di qualificazione di un'operazioni come "ordinaria" (v. in tal senso i rilievi svolti alla nota 220), possono ricevere giudizio positivo (quindi raccomandabili come *best practices*) quelle clausole procedurali che maggiormente specificano i requisiti in presenza delle quali le operazioni possono considerarsi "ordinarie" (Azimut Holding spa), forniscono ulteriori esemplificazioni (*ex multis*, Unipol Gruppo spa, Pirelli & Co spa, Lventure Group spa, Gabetti Property Solution spa, Exprivia spa, Enav spa, Elica spa, Assicurazioni Generali spa), ovvero quei (pochi) casi in cui le società hanno provveduto alla formulazione di un elenco tassativo di operazioni "ordinarie" (Banca Carige, Carel Industries spa, Società sportiva Lazio spa).

⁴⁷⁴ Al riguardo si registra un assai eterogeneo ventaglio opzionale sulle tempistiche di verifica dell'esenzione previste nelle procedure, alcune delle quali richiedono sia effettuata alla prima riunione utile del comitato (*e.g.*: Exprivia spa, F.I.L.A. spa, FNM spa); altre stabiliscono invece un più rigido termine decorrente dall'approvazione dell'operazione: 3 giorni (*e.g.*: Iren spa), 5 giorni (*e.g.*: Biesse spa e anche Arnoldo Mondadori spa), 7 giorni (*e.g.*: Edison spa Erg spa), 15 giorni (*e.g.*: Buzzi Unicem spa, Eurotehc spa, Geox spa). Altre, infine, sono decisamente più flessibili prevedendo un termine di verifica più ampio: trimestrale (*e.g.*: Fincantieri e Fiera Milano), semestrale (*e.g.*: Giglio Group spa, RCS Media Group spa), annuale (*e.g.*: Caleffi spa, Brunello Cuccinelli spa).

ritenere legittime, soprattutto in presenza di società di maggiori dimensioni ovvero in ragione dell'attività svolta⁴⁷⁵. Tuttavia, se si può valutare positivamente la previsione per la quale la valutazione dell'esiguità dovrà necessariamente tenere in considerazione l'ipotesi del cumulo di operazioni tra loro omogenee o realizzate in esecuzione di un medesimo disegno unitario⁴⁷⁶, talune perplessità emergono rispetto ai casi di differenziazione delle soglie. In particolare, mentre alcune procedure non si presentano *compliant* al "minimo regolamentare", non avendo previsto una tale differenziazione, alcuni dubbi emergono con riguardo alle ipotesi in cui, ad esempio, servizi di consulenza forniti per il tramite di una società possano beneficiare di soglie ben più elevate rispetto ai casi in cui la stessa sia stata svolta da una persona fisica: non è detto che lo schermo della personalità giuridica giustifichi *ex se* una tale disparità. Forse, anche in questo caso, la prevalenza della sostanza sulla forma dovrebbe spingere a migliori precisazioni⁴⁷⁷.

⁴⁷⁵ L'insieme di tutte queste differenziazioni nella declinazione delle procedure da parte delle società sono immediata conseguenza della discrezionalità che lo stesso Regolamento OPC permette. Si tratta di un margine non irrilevante di autonomia che, responsabilizzando le società emittenti, riconosce alle stesse un ruolo decisivo nella individuazione dei migliori e più adatti equilibri societari (che sono, dunque, *firm specific*).

⁴⁷⁶ Si tratta di previsioni adottate da circa il 30% delle società emittenti.

⁴⁷⁷ In tal senso, possono segnalarsi alcune *best practices* che, ad esempio, prevedono l'applicazione delle soglie stabilite per il caso in cui la controparte sia una persona fisica a tutte le operazioni di consulenza (e.g.: Illimity Bank, Irce spa, Italian exhibition Group spa, Tinexta spa, F.I.L.A. spa), ovvero applicano sempre le soglie stabilite per le persone fisiche anche qualora la controparte (persona giuridica) sia controllata da una persona fisica (e.g.: Digital Bros spa, Datalogic spa, Sol spa).

CONCLUSIONI

Al termine di questo contributo possono proporsi, in aggiunta a quelle già presenti nel testo, talune considerazioni che intendono offrire qualche modesta conclusione di carattere più generale.

Anzitutto, la complessità propria delle operazioni con parti correlate dimostra come non esista un'unica formula normativa idonea a regolare il fenomeno in via generale; necessariamente, i legislatori debbono tenere in debita considerazione le peculiarità dei singoli ordinamenti, in ragione del differente contesto sociale, economico e, in particolare, giuridico. In aggiunta, le peculiarità e le caratteristiche dei differenti settori economici, in uno con la diversa struttura proprietaria, spingono alla necessaria valorizzazione ed al coinvolgimento delle stesse società emittenti tanto in fase di elaborazione della disciplina, quanto in fase di attuazione della stessa: infatti, il corretto equilibrio tra i diversi interessi in gioco (quindi la più efficiente allocazione di poteri nel contesto societario) è specifico non solo ad ogni singolo ordinamento, ma, altresì, è proprio di ciascuna società (*firm-specific*).

Venendo, quindi, alla disciplina presente nell'ordinamento domestico, può condividersi quella diffusa opinione che ne ha rilevato il positivo impatto, in termini di maggiori tutele predisposte dal Regolamento OPC nel quadro normativo

italiano. Il regime della trasparenza, unito ad una rigorosa procedimentalizzazione in cui un ruolo determinante viene assicurato agli amministratori indipendenti, ispirato ad una logica di tutela preventiva, ha realizzato, in generale, un migliore sistema di protezione per il mercato. La conferma circa la bontà della via intrapresa dal regolatore italiano proviene anche dalla SHRD II, rispetto alla quale la disciplina domestica si è mostrata già ampiamente conforme nei suoi tratti principali; le scelte operate dal regolatore nel 2010 si possono dunque celebrare, per molti aspetti, come largamente lungimiranti.

Tuttavia, l'esperienza applicativa dei primi dieci anni di vigenza, oltre a mostrare i lati positivi di un sistema di tutela che ha determinato un notevole incremento di operazioni con parti correlate comunicate al pubblico e sottoposte alla procedura, a beneficio di una maggiore trasparenza informativa, ha mostrato altresì talune criticità. Tra queste, possono ricordarsi il disinvolto ricorso a ipotesi di esenzioni da parte delle società emittenti che, al fine di evitare la più dispendiosa procedura per l'approvazione dell'operazione, ha certamente indebolito l'effettività della disciplina; la incertezze derivanti dal contributo del comitato OPC in sede di elaborazione del parere vuoi a causa di un ritardato coinvolgimento informativo, vuoi della non sempre chiara funzione che gli amministratori indipendenti sono chiamati a svolgere; la mancanza di un adeguato sistema sanzionatorio che assicurasse un credibile effetto deterrente rispetto a condotte non conformi da parte delle società emittenti e degli amministratori.

Così, in sede di recepimento della SHRD II non solo si è provveduto ad attuare quegli aspetti di disciplina che il nostro ordinamento non contemplava (come la previsione dell'astensione dalla votazione dell'amministratore coinvolto nell'operazione), ma si è altresì "messo mano" a quelle problematiche applicative che l'Autorità ha rilevato nella sua esperienza di vigilanza decennale della disciplina.

Come avvenuto in occasione dell'emanazione del Regolamento OPC, il suo aggiornamento ha seguito il medesimo *iter* tipicamente previsto che ha, dunque, comportato una fase (non ancora conclusa) di consultazione con il mercato.

Sotto questo profilo, si è potuto registrare come l'esito della consultazione sull'aggiornamento del Regolamento abbia, in certi casi, portato ad un arretramento sui presidi di tutela rispetto alle iniziali proposte della Consob.

Chiaramente, un tale esito rappresenta il compromesso che l'Autorità ha potuto raggiungere con i soggetti amministrati. Tuttavia, come hanno dimostrato anche i primi dieci anni di vigenza della disciplina, talune proposte contenute nelle prime bozze della disciplina (2008-2009), sulle quali la Consob accolse le osservazioni provenienti dal mercato modificando la disciplina in termini meno rigidi, si sono rivelate, in sede di aggiornamento del Regolamento, improcrastinabili (si veda l'introduzione del "rinvio mobile" per la definizione di "parte correlata", oppure i più pregnanti flussi informativi anche con riguardo alle operazioni esentate). Non è da escludere che medesime dinamiche possano ripetersi anche nei prossimi anni rispetto a talune proposte formulate dalla Consob per la consultazione del 2019 che sono state rigettate dal mercato, e sulle cui motivazioni l'Autorità ha inteso modificare i propri orientamenti.

In realtà, come si è avuto modo di osservare, l'aggiornamento della Comunicazione Consob 24 settembre 2010, n. 10078683 rappresenta l'occasione per precisare taluni aspetti. In vista del necessario confronto con il mercato che si svolgerà anche con riguardo a quest'ultimo documento, è auspicabile, come evidenziato nell'ultimo capitolo, che la Commissione eserciti su alcuni profili la propria autorità regolamentare a beneficio degli investitori, attesa l'efficacia (almeno) conformativa che può riconoscersi alla Comunicazione.

Ne emerge, in conclusione, un quadro particolarmente sofisticato della disciplina delle operazioni con parti correlate che tuttavia, nella sua peculiare complessità dei contenuti normativi e dei profili di attuazione, appare coerente con le dinamiche proprie dei mercati finanziari e degli interessi che agli stessi vi

sono sottesi (su tutti, la libera iniziativa economica e la tutela degli investitori), rispetto ai quali con particolare frequenza si impone la ricerca di nuovi equilibri.

Per queste ragioni, una particolare rilevanza assume il ruolo dell’Autorità indipendente in sede normativa, di orientamento e di vigilanza, nella consapevolezza che, da un lato, il carattere sempre più sofisticato e complesso dei mercati richiede una disciplina sempre più attenta e capillare⁴⁷⁸, dall’altro, che la mancanza di una formula normativa esatta è conseguenza dell’umano limite della ragione giuridica⁴⁷⁹. Ecco perché, in questo generale contesto, ancor di più emerge il ruolo delle singole società emittenti che sono chiamate a declinare il predetto equilibrio nel proprio sistema organizzativo secondo logiche proprie (*firm specific*), quasi che, verrebbe da dire, l’incompletezza normativa non appare allora solo iconica del limite umano, ma svolge, forse, un ruolo naturalmente decisivo di garanzia della stessa riuscita economica da parte delle singole società.

⁴⁷⁸ G. ROSSI, *Il conflitto epidemico*, cit., p. 16.

⁴⁷⁹ T. ASCARELLI, *Certezza del diritto e autonomia delle parti*, in T. ASCARELLI, *Problemi giuridici*, cit., p. 136.

BIBLIOGRAFIA

AA.VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders, in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Atti del convegno, Milano 9 ottobre 2009, Milano, 2010.

ABBADESSA P., *Profili tipici della nuova disciplina della delega amministrativa*, in P. ABBADESSA - G.B. PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, Milano, 2006, II, pp. 491-511.

ABBADESSA P., *Assemblea ed operazioni con parti correlate (prime riflessioni)*, in P. BENAZZO - CERA M. - PATRIARCA S., *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze. Studi in onore di Giuseppe Zanon*, Milano, 2011, pp. 583-594, anche in V. CARIELLO (a cura di), *Le operazioni con parti correlate. Atti del convegno. Università Cattolica del Sacro Cuore, Piacenza, 19 novembre 2010*, Milano, 2011, pp. 17-30.

ABI, *Risposta alla Consultazione Consob sulle modifiche al Regolamento "Operazioni con parti correlate" e al "Regolamento Emittenti" in merito alla trasparenza delle remunerazioni derivanti dal recepimento della direttiva 2017/828 (sui diritti degli azionisti, Shareholders Rights Directive 2)*, 2 dicembre 2019, pp. 1-18.

ABRIANI N., *Il ruolo del collegio sindacale nella governance del nuovo millennio*, in M. VIETTI (diretto da), *La governance nelle società di capitali. A dieci anni dalla riforma*, Milano, 2013, pp. 329-374.

ALVARO S. - CAPPARIELLO E. - GENTILE V. - IANNACCONE E.R. - MOLLO G. - NOCELLA S. - VENTORUZZO M., *Business judgement rule e mercati finanziari. Efficienza economica e tutela degli investitori*, in *Quaderni giuridici Consob*, n. 11, 2016, pp. 1-84.

ANGELICI C., *Amministratori di società, conflitto di interessi e art. 1394 cod. civ.*, in *Riv. dir. comm.*, 1970, pp. 104-166.

ANGELICI C., *Le "minoranze" nel decreto 58/1998: «tutela» e «poteri»*, in *Riv. dir. comm.*, 1998, I, pp. 207-227.

ANGELICI C., *Introduzione alla riforma della società di capitali*, in P. ABBADESSA - G.B. PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, Milano, 2006, I, pp. 5-24.

ANNUNZIATA F., *Interpretare o «legiferare»? Le comunicazioni persuasive delle Autorità di controllo sui mercati finanziari*, in *Riv. soc.*, 1995, pp. 896-930.

ARMOUR J. - HANSMANN H. - KRAAKMAN R. - PARGENDLER M., *What Is Corporate Law?*, in *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*³, Oxford, 2017, pp. 1-28.

ARMOUR J. - HANSMANN H. - KRAAKMAN R., *Agency Problems and Legal Strategies*, in R. KRAAKMAN - J. ARMOUR (et al.), *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*³, Oxford, 2017, pp. 29-47.

ARMOUR J. - ENRIQUES L. - HANSMANN H. - KRAAKMAN R., *The Basic Governance Structure: The Interests of Shareholders as a Class*, in R. KRAAKMAN - J. ARMOUR (et al.), *The Anatomy of Corporate Law, A Comparative and Functional Approach*³, Oxford, 2017, pp. 49-77.

ARMOUR J. - ENRIQUES L. - PARGENDLER M. - RINGE W.G., *Beyond the Anatomy*, in R. KRAAKMAN - J. ARMOUR (et al.), *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*³, Oxford, 2017, pp.267-272.

ASCARELLI T., *Principi e problemi delle società anonime*, in *Studi in tema di società*, Milano, 1952, pp. 3-81.

ASCARELLI T., *Interesse sociale e interesse comune nel voto*, in *Studi in tema di società*, Milano, 1952, pp. 147-172.

ASCARELLI T., *Norma giuridica e realtà sociale*, in *Problemi giuridici*, Milano, 1959, t. I, pp. 69-111.

ASCARELLI T., *Certezza del diritto e autonomia delle parti*, in *Problemi giuridici*, Milano, 1959, t. I, pp. 113-136.

ASCARELLI T., *Disciplina delle società per azioni e legge antimonopolistica*, in *Problemi giuridici*, Milano, 1959, t. II, pp. 879-932.

ASSOGESTIONI, *Risposta alla consultazione pubblica concernente le 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)*, 4 dicembre 2019, pp. 1-17.

ASSONIME, *La disciplina della Consob in materia di operazioni con parti correlate. Circolare N. 38 del 6 dicembre 2010*, pp. 1-106.

ASSONIME, *Il recepimento della direttiva shareholders rights II nell'ordinamento italiano*, Circolare n. 21 del 4 novembre 2019, pp. 1-73.

ASSONIME CONFINDUSTRIA, *Osservazioni alla consultazione per le 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)*, pp. 1-25.

ATANASOV V. - BLACK B. - CICCOTELLO C.S., *Unbundling and measuring tunneling*, in *University of Illinois Law Review*, n. 5, 2015, pp. 1697-1738.

BAINBRIDGE S.M., *The Business Judgment Rule as Abstention Doctrine*, in *Vanderbilt Law Review*, vol. 57(1), 2004, pp. 83-130.

BAINBRIDGE S.M., *The Board of Directors*, in J.N. GORDON - W.G. RINGE (edited by), *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, Oxford, 2018, pp. 1-71 (275-333)

BAGLIONI M. - GRASSO G., *Parti Correlate: l'attività di predisposizione delle nuove procedure interne*, in *Società*, 2010, pp. 727-734.

BAVA F. - GOMIS DI TRANA M., *Disclosure on Related Party Transactions: Evidence from Italian Listed Companies*, in *Accounting, Economics, and Law*, vol. 6(2), 2016, pp. 119-150.

BEBCHUK L.A. - HAMDANI A., *The Elusive Quest for Global Governance Standards*, in *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 157(5), 2009, pp. 1263-1317.

BEBCHUCK L.A. - HAMDANI A., *Independent Directors and Controlling Shareholders*, in *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 165(6), 2017, pp. 1271-1315.

BELCREDI M., *La questione del ruolo «specifico» degli indipendenti nei sistemi di governance*, in M. BIANCHINI - C. DI NOIA (a cura di), *I controlli societari. Molte regole, nessun sistema*, Milano, 2010, pp. 67-84.

BELCREDI M. - ENRIQUES L., *Institutional Investor Activism in a Context of Concentrated Ownership and High Private Benefits of Control: the Case of Italy*, *ECGI Law Working Paper N° 225*, 2014, pp. 1-43.

BENEDETTI L., *L'applicabilità della business judgment rule alle decisioni organizzative degli amministratori*, in *Riv. soc.*, 2019, I, pp. 413-452.

BENEDETTO XVI, *Caritas in veritate*, Città del Vaticano, 2009.

BERLE jr. A.A. - MEANS G.C., *Società per azioni e proprietà privata*, trad. it. di G. M. Ughi, Torino, 1966.

BHAGAT S. - BLACK B.S., *The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance*, in *The Business Lawyer*, vol. 54(3), 1999, pp. 921-963.

BHAGAT S. - BLACK B.S., *The Non-Correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance*, in *The Journal of Corporation Law*, vol. 27, 2002, pp. 231-273.

BIANCHI M. - CIAVARELLA A. - ENRIQUES L. - SIGNORETTI R., *Regulation and self-regulation of related party transactions in Italy. An empirical analysis*, in *Quaderni di Finanza CONSOB*, n. 75, 2014, pp. 1- 38.

BIANCHI M. - ENRIQUES L. - MILIČ M., *Enforcing Rules on Related Party Transactions in Italy. One Securities Regulator's Challenge*, in ENRIQUES L. - TRÖGER T.H. (edited by), *The Law and Finance of Related Party Transactions*, Cambridge, 2019, pp. 477-501.

BIANCHI L.A., *Le linee di tendenza dell'evoluzione dei poteri della Consob (nei confronti degli emittenti)*, in G. CARCANO - C. MOSCA - M. VENTORUZZO, *Regole del mercato e mercato delle regole. Il diritto societario e il ruolo del legislatore. Atti del convegno internazionale di studi, Venezia, 13-14 novembre 2015*, Milano, 2016, p. 345-353.

BLACK B., *Corporate Governance in Korea at the Millennium: Enhancing International Competitiveness*, in *Journal of Corporation Law*, vol. 26, 2001, pp. 537-609.

BONELLI F., *La responsabilità degli amministratori di società per azioni*, Milano, 1992.

BONELLI F., *Gli amministratori di S.p.A. a dieci anni dalla riforma del 2003*, Torino, 2013.

BONZANINI L. - MARTELLONI A., *Le operazioni con «parti correlate» di società «aperte»*, in *Società*, 2005, pp. 950-957.

BUSANI A., *Assemblee 2011: passivity rule, parti correlate e Dshrd*, in *Società*, 2011, pp. 65-78.

CALABRESI G. - MELAMED A.D., *Property Rules, Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral*, in *Harvard Law Review*, vol. 85(6), 1972, pp. 1089-1128.

CALANDRA BUONAURA V., *L'amministrazione della società per azioni nel sistema tradizionale*, in R. COSTI (diretto da), *Trattato di diritto commerciale*, Torino, 2019.

CALVOSA L., *Alcune riflessioni sulla figura degli amministratori indipendenti*, in F. ANNUNZIATA (a cura di), *Il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, Milano, 2015, pp. 45-56.

CAMPOBASSO M., *Il futuro delle società di capitali*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, pp. 138-152.

CAPPELLIERI F., *The slate-vote system as a mechanism to mitigate the risk of self-dealing transactions via RPTs*, in *Journal of Governance and Regulation*, vol. 9(3), 2020, pp. 122-131.

CARIELLO V. (a cura di), *Le operazioni con parti correlate. Atti del Convegno Università Cattolica del Sacro Cuore, Piacenza, 19 novembre 2010*, Milano, 2011.

CARIELLO V., *A favore di un riequilibrio tra tutela (diritti) dei soci non di controllo e tutela (diritti) dei soci di controllo (nelle società controllate c.d. di diritto)*, in *Riv. dir. comm.*, 2018, I, pp. 249-266.

CARIELLO V., *Indipendenza sostanziale e codice di autodisciplina*, in *RDS*, 2020, I, pp. 639-698.

CERA M., *"Indipendenti", interlocking ed interessi fra modelli societari e realtà*, in P. BENAZZO - CERA M. - PATRIARCA S., *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze, Studi in onore di Giuseppe Zanarone*, Milano, 2011, pp. 611-629.

CERA M. - PRESTI G., *Il testo unico finanziario: ieri, oggi, domani*, in M. CERA - G. PRESTI (diretto da), *Il testo unico finanziario*, Bologna, 2020, vol. I, pp. 1-28.

CLAESSENS S.- DJANKOV S. - FAN J.P.H. - LANG L.H.P., *Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings*, in *The Journal of Finance*, vol. 57(6), 2002, pp. 2741-2771.

CLARICH M., *Manuale di diritto amministrativo*⁶, Bologna, 2019.

COASE R.H., *The Nature of the Firm*, in *Economica*, vol. 4(16), 1937, pp. 386-405.

COASE R.H., *The Problem of Social Cost*, in *Journal of Law and Economics*, vol. 3, 1960, pp. 1-44.

COFFEE jr. J.C., *Understanding Enron: "It's About the Gatekeepers, Stupid"*, in *The Business Lawyer*, vol. 57, 2002, pp. 1403-1420.

COFFEE jr. J.C., *What Caused Enron?: A Capsule and Economic History of the 1990's*, in *SSRN Electronic Journal*, 2003, pp. 1-49.

COFFEE jr. J.C., *A Theory of Corporate Scandals: Why the Usa and Europe Differ*, in *Oxford Review of Economic Policy*, 2005, vol. 21(2), pp. 198-211.

COMI, *Parere del Comitato Operatori di Mercato e degli Investitori ("COMI") in merito alle modifiche regolamentari proposte in occasione del recepimento della Direttiva (UE) 2017/828 (c.d. Direttiva sui diritti degli azionisti)*, pp. 1-7.

CONAC P.H. - ENRIQUES L. - GELTER M., *Constraining Dominant Shareholders' Self-Dealing: The Legal Framework in France, Germany, and Italy*, in *European Company and Financial Law Review*, vol. 4(4), 2007, pp. 491-528.

CONSOB, *Disciplina regolamentare di attuazione dell'art. 2391-bis del codice civile in materia di operazioni con parti correlate. Documento di consultazione*, 9 aprile 2008 (nel testo: CONSOB, *Documento di consultazione 2008*).

CONSOB, *Disciplina regolamentare di attuazione dell'art. 2391-bis del codice civile in materia di operazioni con parti correlate. Documento di consultazione*, 3 agosto 2009 (nel testo: CONSOB, *Documento di consultazione 2009*).

CONSOB, *Comunicazione n.° DEM/10078683 del 24-09-2010* (nel testo: *Comunicazione OPC*).

CONSOB, *Relazione per l'anno 2012*, Roma, 31 marzo 2013.

CONSOB, *Relazione per l'anno 2013*, Roma, 31 marzo 2014.

CONSOB, *Relazione per l'anno 2015*, Roma, 31 marzo 2016.

CONSOB, *Relazione per l'anno 2016*, Roma, 31 marzo 2017.

CONSOB, *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). Documento per la consultazione*, 31 ottobre 2019 (nel testo "Documento di consultazione 2019").

CONSOB, *Modifiche al Regolamento sulle operazioni con parti correlate 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) nonché all'art. 16 del Regolamento Mercati. Relazione illustrativa*, 11 dicembre 2020 (nel testo: "Relazione illustrativa 2020").

CONSOB, *Comunicazione n. 6/2020 dell'11 giugno 2020*.

CONSOB, *Report on corporate governance of Italian listed companies, 2020*.

COSSU M., *Società aperte e interesse sociale*, Torino, 2006.

COSTI R., *L'informazione al mercato: trasparenza e riservatezza*, in P. MARCHETTI - F. GHEZZI - R. SACCHI (a cura di), *Il caleidoscopio dell'informazione nel diritto societario e dei mercati. In ricordo di Guido Rossi*, Milano, 2020, pp. 151-161.

CUCINOTTA C., *Conflitto di interessi, operazioni con parti correlate e responsabilità penale*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2021, p. 728-751.

CUGNASCO R., *Le operazioni con parti correlate. Fra corporate governance, responsabilità degli amministratori ed efficiente tutela delle minoranze nelle società quotate*, Milano, 2017.

D'ALESSANDRO F., «*La provincia del diritto societario inderogabile (ri)determinata*». Ovvero: esiste ancora il diritto societario?, in *Riv. soc.*, 2003, pp. 34-46.

D'ALESSANDRO F., *Il conflitto di interessi nei rapporti tra socio e società*, in *Giur. comm.*, 2007, I, p. 5-13.

DAMMANN J., *Corporate Ostracism: Freezing Out Controlling Shareholders*, in *SSRN Electronic Journal*, 2008, pp. 1-60.

DAMMANN J., *Related Party Transaction and Intragroup Transactions*, in ENRIQUES L. - TRÖGER T. H. (edited by), *The Law and Finance of Related Party Transactions*, Cambridge, 2019, pp. 218-244.

DAVIES P., *Related Party Transactions: UK Model*, in L. ENRIQUES - T.H. TRÖGER (edited by), *The Law and Finance of Related Party Transactions*, Cambridge, 2019, pp. 361-399.

DENOZZA F., *Norme efficienti. L'analisi economica delle regole giuridiche*, Milano, 2002.

DENOZZA F., *Verso il tramonto dell'«interesse sociale»?*, in *La dialettica degli interessi nella disciplina delle società per azioni*, in A. PACIELLO (a cura di), Napoli, 2011, pp. 77-90.

DENOZZA F., *Quattro variazioni sul tema "contratto, impresa e società" nel pensiero di Carlo Angelici*, in *Giur. comm.*, 2013, I, pp. 480-502.

DENOZZA F., *Logica dello scambio e "contrattualità": la società per azioni di fronte alla crisi*, in *Giur. comm.*, 2015, I, pp. 5-41.

DI CARLO E., *Operazioni con parti correlate e amministratori indipendenti*, Roma, 2012.

DJANKOV S. - LA PORTA R. - LOPEZ DE SILANES F. - SHLEIFER A., *The Law and Economics of Self-Dealing*, in *Journal of Financial Economics*, vol. 88(3), 2008, pp. 430-465.

DYCK A. - ZINGALES L., *Private Benefits of Control: An International Comparison*, in *The Journal of Finance*, vol. 59(2), 2004, pp. 537-600.

EASTERBROOK F.H. - FISCHER D.R., *L'economia delle società per azioni*, trad. it. a cura di M. Scalia, Milano, 1996.

ENGERT A. - FLORSTEDT T., *Which Related Party Transactions Should Be Subject to Ex Ante Review? Evidence from Germany*, in *ECGI Law Working Paper n° 440*, 2019, pp. 1-50.

ENRIQUES L., *Gruppi piramidali, operazioni intragrupo e tutela degli azionisti esterni: appunti per un'analisi economica*, in *Giur. comm.*, 1997, I, pp. 698-730.

ENRIQUES L., *Il conflitto d'interessi degli amministratori di società per azioni*, Milano, 2000.

ENRIQUES L., *The Law on Company Directors' Self-Dealing: A Comparative Analysis*, in *International and Comparative Corporate Law Journal*, vol. 2, 2000, pp. 297-333.

ENRIQUES L., *Do Corporate Law Judges Matter? Some Evidence from Milan*, in *European Business Organization Law Review*, vol. 3(4), 2002, pp. 765-821.

ENRIQUES L., *Do Corporate Law Judges Matter? Some Evidence from Milan*, in *European Business Organization Law Review*, vol. 3(4), 2002, pp. 765-821.

ENRIQUES L., *La disciplina del conflitto di interessi degli amministratori di s.p.a.: novità e raccordo con le disposizioni in tema di obbligazioni degli esponenti aziendali di banche*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2003, I, pp. 419-440.

ENRIQUES L. - POMELLI A., *Commento sub art. 2391*, in A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Commentario breve al diritto delle società*, Milano, 2005, pp. 520-525.

ENRIQUES L., *Scelte pubbliche e interessi particolari nella riforma delle società di capitali*, in *Merc. conc. regole*, 2005, pp. 145-192.

ENRIQUES L. - VOLPIN P., *Corporate Governance Reforms in Continental Europe*, in *Journal of Economic Perspectives*, vol. 21(1), 2007, pp. 117-140.

ENRIQUES L., *Modernizing Italy's Corporate Governance Institutions: Mission Accomplished?*, *ECGI Law Working Paper N° 123*, 2009, pp. 1-52.

ENRIQUES L., *La corporate governance delle società quotate italiane: sfide e opportunità*, in *Giur. comm.*, 2012, I, pp. 493-509.

ENRIQUES L., *"Parti correlate" l'alba delle regole*, *Repubblica*, 4 giugno 2012.

ENRIQUES L., *Related Party Transaction: Policy Options and real-World Challenges (with a Critique of the European Commission Proposal)*, in *European Business Organization Law Review*, vol. 16(1), 2015, pp. 1-37.

ENRIQUES L. - HERTIG G. - KANDA H. - PARGENDLER M., *Related-Party Transactions*, in KRAAKMAN R. - ARMOUR J. (et al.), *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*³, 2017, pp. 145-169.

ENRIQUES L., *Related Party Transactions*, in J.N. GORDON - W.G. RINGE (edited by), *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, Oxford, 2018, pp. 1-32 (506- 531).

ENRIQUES L. - TRÖGER T.H. (edited by), *The Law and Finance of Related Party Transactions*, Cambridge, 2019.

ENRIQUES L. - TRÖGER T.H., *The Law and (Some) Finance of Related Party Transactions*, in L. ENRIQUES - T.H. TRÖGER (edited by), *The Law and Finance of Related Party Transactions*, Cambridge, 2019, pp. 1-20.

ENRIQUES L. - GARGANTINI M., *La Consob: natura, organizzazione e funzioni*, in M. CERA - G. PRESTI (diretto da), *Il testo unico finanziario*, Bologna, 2020, vol. I, pp. 279-355.

ESPOSITO S., *Le operazioni con parti correlate: regole sulla trasparenza e sul governo societario*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, pp. 851-885.

FAMA E.F., *Agency Problems and the Theory of the Firm*, in *The Journal of Political Economy*, vol. 88(2), 1980, pp. 288-307.

FERA P., *Le operazioni tra parti correlate. Profili informativi e di governance*, Torino, 2020.

FERRARINI G., *Funzione del consiglio di amministrazione, ruolo degli indipendenti e doveri fiduciari*, in M. BIANCHINI - C. DI NOIA (a cura di), *I controlli societari. Molte regole, nessun sistema*, Milano, 2010, pp. 49-65.

FERRARINI G. - GIUDICI P., *Financial Scandals and the Role of Private Enforcement: The Parmalat Case*, *ECGI Law Working Paper N° 40*, 2005, pp. 1-57.

FERRARINI G. - GIUDICI P. - STELLA RICHTER M., *Company Law Reform in Italy: Real Progress?*, in *Rebels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht*, 2005, pp. 658-697.

FERRO-LUZZI P., *Riflessioni sulla riforma: la società per azioni come organizzazione del finanziamento di impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, pp. 673-713.

FERRO-LUZZI P., *Dal conflitto di interessi agli interessi degli amministratori – Profili di sistema*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, pp. 661-674.

FERRO-LUZZI P., *Indipendente... da chi; da cosa?*, in *Riv. soc.*, 2008, pp. 204-209.

FERRO-LUZZI P., *Parti correlate; Il Documento di consultazione; osservazioni*, Roma, 09-11-09, pp. 1-14.

FERRO-LUZZI P., *Le operazioni con parti correlate infragruppo*, in V. CARIELLO (a cura di), *Le operazioni con parti correlate. Atti del convegno. Università Cattolica del Sacro Cuore, Piacenza, 19 novembre 2010*, Milano, 2011, pp. 3-16.

FISMAN R. - KHANNA T., *Facilitating Development: The Role of Business Groups*, in *World development*, vol. 32(4), 2004, pp. 609-628.

FLEISCHER H., *Comparative Corporate Governance in Closely Held Corporations*, in J.N. GORDON - W.G. RINGE (edited by), *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, Oxford, 2018, pp. 679-718.

FRANCESCO, *Fratelli tutti. Lettera enciclica sulla fraternità e l'amicizia sociale*, Milano, 2020.

FRIED J.M., *Powering Preemptive Rights with Presubscription Disclosure*, in L. ENRIQUES - T.H. TRÖGER (edited by), *The Law and Finance of Related Party Transactions*, Cambridge, 2019, pp. 105-135.

FRIEDMAN E. - JOHNSON S. - MITTON T., *Propping and tunnelling*, in *Journal of Comparative Economics*, vol. 31(4), 2003, pp. 732-750.

GALGANO F., *Lex mercatoria*, Bologna, 2016.

GILOTTA S., *Interesse di Gruppo e nuove regole sulle operazioni con parti correlate: una convivenza difficile*, in *Giur. comm.*, 2014, I, pp. 254-274.

GILSON R.J., *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, in *Harvard Law Review*, vol. 119(6), 2006, pp. 1647-1679.

GILSON R.J. - KRAAKMAN R.H., *The Mechanisms of Market Efficiency*, in *Virginia Law Review*, vol. 70, 1984, pp. 549-644.

GILSON R.J. - KRAAKMAN R.H., *The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias*, in *Journal of Corporation Law*, vol. 28(4), 2003, pp. 715-742.

GILSON R.J. - KRAAKMAN R.H., *Market Efficiency After the Financial Crisis: it's Still a Matter of Information Costs*, in *Virginia Law Review*, vol. 100, 2014, pp. 313-375.

GILSON R.J. - GORDON J.N., *Controlling Controlling Shareholders*, in *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 152(2), 2003, pp. 785-843.

GILSON R.J. - SCHWARTZ A., *Constraints on Private Benefits of Control: Ex Ante Control Mechanisms versus Ex Post Transaction Review*, in *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, vol. 169(1), 2013, pp. 160-183.

GIUDICI P., *Neo-quotate, piccole quotate e società con azioni diffuse: lo speciale regime per le operazioni con parti correlate*, in *Società*, 2010, pp. 871-876.

GLIOZZI E., *Lo short-terminismo e la direttiva n. 828 Ue del 2017*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 2020, pp. 841-855.

GOMIS DI TRANA M., *Le parti correlate nell'economia d'azienda*, Milano, 2014.

GOP, *Risposta alla consultazione "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)"*, 30 novembre 2019, pp. 1-4.

GORDON E.A. - HENRY E. - PALIA D., *Related Transactions and Corporate Governance*, in *Advances in Financial Economics*, vol. 9, 2004, pp. 1-27.

GORDON E.A. - HENRY E. - PALIA D., *Related Party Transactions: Associations with Corporate Governance and Firm Value*, in *SSRN Electronic Journal*, 2004, pp. 1-59.

GORDON E.A. - HENRY E., *Related Party Transactions and Earnings Management*, in *SSRN Electronic Journal*, 2005, pp. 1- 37.

GORDON J.N., *What Enron Means for the Management and Control of the Modern Business Corporation: Some Initial Reflections*, in *University of Chicago Law Review*, vol. 69(3), 2002, pp. 1233-1250.

GORDON J.N., *Governance Failure of the Enron Board and the New Information Order of Sarbanes-Oxley*, in *SSRN Electronic Journal*, 2003, pp. 1-16.

GORDON J.N., *The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: of Shareholder value and Stock Market Prices*, in *Stanford Law Review*, vol. 59(6), 2007, pp. 1465-1568.

GOSHEN Z., *The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality*, in *California Law Review*, vol. 91(2), 2003, pp. 393-438.

GOSHEN Z. - HAMDANI A., *Corporate Control and Idiosyncratic Vision*, in *The Yale Law Journal*, vol. 125(3), 2016, pp. 560- 617.

GOSHEN Z. - HAMDANI A., *Corporate Control and the Regulation of Controlling Shareholders*, in L. ENRIQUES - T.H. TRÖGER (edited by), *The Law and Finance of Related Party Transactions*, Cambridge, 2019, pp. 23-52.

GOSHEN Z. - SQUIRE R., *Principal Costs: A New Theory for Corporate Law and Governance*, in *Columbia Law Review*, vol. 117(3), 2017, pp. 767-830.

GÖZLÜGÖL A.A., *Related party transactions by directors/managers in public companies: a data-supported analysis*, in *Journal of Corporate Law Studies*, vol. 21(2), 2021, pp. 517-555.

GÖZLÜGÖL A.A., *Blinded by 'Fairness': Why We Need (Strong) Procedural Safeguards in Screening Self-Dealing and Obtaining A Fair Price Is Not the Answer*, 2021, in *SSRN Electronic Journal*, pp. 1-38.

GUERRERA F., *Le operazioni sul capitale e straordinarie "con parti correlate": aspetti sostanziali e procedurali*, in *RDS*, 2022, I, pp. 13-40.

GUGLIELMETTI R. (et al.), *La disciplina delle operazioni con parti correlate: esperienze applicative e indicazioni pratiche*, in *NEDCOMMUNITY, Effective Governance Outlook*, n. 6, ottobre 2018, pp. 1-117.

GUIZZI G., *Interessi degli amministratori e operazioni con parti correlate*, in M. VIETTI (diretto da), *La governance nelle società di capitali. A dieci anni dalla riforma*, Milano, 2013, pp. 165-208.

GUIZZI G., *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi. Trasparenza, ponderazione e imparzialità nell'amministrazione delle s.p.a.*, Milano, 2014.

GUTIÉRREZ M. - SÁEZ M.I., *A Contractual Approach to Disciplining Self-dealing by Controlling Shareholders*, in *Journal of Law, Finance, and Accounting*, vol. 2(1), 2017, pp. 173-204.

HELLERINGER G., *Related Party Transactions in France: A Critical Assessment*, in L. ENRIQUES - T.H. TRÖGER (edited by), *The Law and Finance of Related Party Transactions*, Cambridge, 2019, pp. 400-425.

HOPT K.J., *Company Law Modernization: Transatlantic Perspectives*, in *Riv. soc.*, 2006, pp. 906-934.

HOUBEN M., *Operazioni con parti correlate e governo societario*, Milano, 2019.

M. HOUBEN, *La responsabilità dei sindaci di società quotate per omessa vigilanza sulle operazioni con parti correlate. La verifica sull'adeguatezza delle procedure e sulla correttezza dei singoli affari: il difetto di indipendenza dell'advisor*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2021, pp. 683-714.

JAEGER P.G., *L'interesse sociale*, Milano, 1963.

JENSEN M.C. - MECKLING W.H., *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, in *Journal of Financial Economics*, vol. 3(4), 1976, pp. 305-360.

JOHNSON S. - LA PORTA R. - LOPEZ DE SILANES F. - SHLEIFER A., *Tunneling*, in *American Economic Review*, vol. 90(2), 2000, pp. 22-27.

KANG S.Y., *"Generous Thieves": The Puzzle of Controlling Shareholder Arrangements in Bad-Law Jurisdictions*, in *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, vol. 21(1), 2015, pp. 57-96.

KANG S.Y., *Rethinking Self-dealing and the Fairness Standard: A Law and Economics Framework for Internal Transactions in Corporate Groups*, in *Virginia Law & Business Review*, vol. 11(1), 2016, pp. 95-147.

KANG S.Y., *Optimally Restrained Tunneling: The Puzzle of Controlling Shareholder' "Generous" Exploitation in Bad-Law Jurisdictions*, in L. ENRIQUES - T.H. TRÖGER (edited by), *The Law and Finance of Related Party Transactions*, Cambridge, 2019, pp. 53-78.

KHANNA T. - PALEPU K., *Is Group Affiliation Profitable in Emerging Markets? An Analysis of Diversified Indian Business Groups*, in *The Journal of Finance*, vol. 55(2), 2000, pp. 867-891.

KOHLBECK M. - MAYHEW B., *Agency Costs, Contracting, and Related Party Transactions*, in *SSRN Electronic Journal*, 2004, pp. 1-41.

Libro Verde. Il quadro dell'Unione europea in materia di governo societario, aprile 2011.

LA PORTA R. - LOPEZ DE SILANES F. - SHLEIFER A. - VISHNY R.W., *Legal Determinants of External Finance*, in *Journal of Finance*, vol. 52(3), 1997, pp. 1131-1150.

LA PORTA R. - LOPEZ DE SILANES F. - SHLEIFER A. - VISHNY R.W., *Law and Finance*, in *Journal of Political Economy*, vol. 106(6), 1998, pp. 1113-1155.

LA PORTA R. - LOPEZ DE SILANES F. - SHLEIFER A., *Corporate Ownership Around the World*, in *Journal of Finance*, vol. 54(2), 1999, pp. 471-597.

LA PORTA R. - LOPEZ DE SILANES F. - SHLEIFER A. - VISHNY R.W., *Agency Problems and Dividend Policies around the World*, in *The Journal of Finance*, vol. 55(1), 2000, pp. 1-33.

LENER R., *Gli amministratori indipendenti*, in G. SCOGNAMIGLIO (a cura di), *Profili e problemi dell'amministrazione nella riforma delle società*, Milano, 2003, pp. 115-134.

LIACE G., *Le operazioni con parti correlate*, Milano, 2016.

LIBERTINI M., *Ancora in tema di contratto, impresa e società. Un commento a Francesco Denozza, in difesa dello "istituzionalismo debole"*, in *Giur. comm.*, 2014, I, pp. 669-696.

LIBONATI B., *L'impresa e la società. Lezioni di diritto commerciale*, Milano, 2004.

LIBONATI B., *Il governo del consiglio di amministrazione di società per azioni*, in AA.VV., *Diritto, mercato ed etica. Dopo la crisi. Omaggio a Piergaetano Marchetti*, Milano, 2010, pp. 371-414.

LICHT A.R., *Be Careful What You Wish For. How Progress Engendered Regression in related Party Transaction Regulation in Israel*, in L. ENRIQUES - T. H. TRÖGER (edited by), *The Law and Finance of Related Party Transactions*, Cambridge, 2019, pp. 452-476.

LOPATRIELLO S. - PROVIDENTI S., *Commento sub art. 2391-bis*, in D.U. SANTOSUOSSO (a cura di), *Delle società, dell'azienda, della concorrenza, artt. 2379-2451*, Milano, 2015, pp. 345-361.

LUCIANO A., *Amministratori indipendenti ed incarichi esecutivi*, in *RDS*, 2012, pp. 354-374.

MACRÌ C., *Note minime sugli interessi degli amministratori rapporti con parti correlate*, in *www.dircomm.it*, 2012, pp. 1- 19.

MAGLIO R. - REY A. - AGLIATA F. - LOMBARDI R., *Exploring sustainable governance: Compliance with the Italian related party transactions regulation for the legal protection of minority shareholders*, in *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, vol. 27(4), 2020, pp. 272-282.

MANFREDA F., *La natura delle Comunicazioni della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa e la tutela giurisdizionale degli investitori mobiliari*, in *Foro amm. TAR*, 2002, pp. 958-965.

MARCHEGIANI L., *La motivazione delle deliberazioni consiliari nelle società per azioni*, Milano, 2018.

MARCHETTI C., *Il conflitto di interessi degli amministratori di società per azioni: i modelli di definizione di un problema in un'analisi economica comparata*, in *Giur. comm.*, 2004, pp. 1229-1258.

MARCHETTI P., *Il nuovo Action Plan europeo in materia societaria e di corporate governance*, in *Riv. soc.*, 2013, pp. 225-228.

MARCHETTI P., *Sull'informativa preconigliare e sulla sua possibile complessità*, in P. MARCHETTI - F. GHEZZI - R. SACCHI (a cura di), *Il caleidoscopio dell'informazione nel diritto societario e dei mercati. In ricordo di Guido Rossi*, Milano, 2020, pp. 105-123.

MARCHINI P.L. - MAZZA T. - MEDIOLI A., *The impact of related party transactions on earnings management: some insights from the Italian context*, in *Journal of Management & Governance*, vol. 22(4), 2018, pp. 981-1014.

MAUGERI M., *Le operazioni con parti correlate nei gruppi societari*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, I, pp. 887-914.

MAUGERI M., *Interesse sociale, interesse dei soci e interesse del gruppo*, in *Giur. comm.*, 2012, I, pp. 66-89.

MAZZONI A., *Operazioni con parti correlate e abusi*, in F. ANNUNZIATA (a cura di), *Il Testo Unico della finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, Milano, 2015, pp. 201-212.

McCAHERY J. A. - VERMEULEN E.P.M., *Corporate Governance Crises and Related Party Transactions: A Post-Parmalat Agenda*, in K. J. HOPT - E. WYMEERSCH - H. KANDA - H. BAUM (edited by), *Corporate Governance in Context Corporations, States, and Markets in Europe, Japan, and the US*, Oxford, 2005, pp. 215-245.

MELI V., *La disciplina degli interessi di amministratori di s.p.a. tra nuovo sistema e vecchi problemi*, in *An. giur. econ.*, 2003, pp. 155-168.

MENGONI L., *Appunti per una revisione della teoria sul conflitto di interessi nelle deliberazioni di assemblea della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, pp. 434-464.

MEO G., *Per un ripensamento dell'organo amministrativo delle società quotate*, in *An. giur. econ.*, 2019, pp. 527-548.

MEO G., *L'amministrazione delle società quotate*, in M. CERA - G. PRESTI (diretto da), *Il testo unico finanziario*, Bologna, 2020, vol. II, pp. 1813-1885.

MICHIELI N., *Gli amministratori indipendenti nel comitato parti correlate*, in *Giur. comm.*, 2014, II, pp. 1027-1055.

MICHIELI N., *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, Milano, 2016.

MIGNOLI A., *L'interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 1958, pp. 725-763.

MILHAUPT C.J. -PARGENDLER M., *Related Party Transactions in State-Owned Enterprises. Tunneling, Propping, and Policy Channeling*, in L. ENRIQUES - T.H. TRÖGER (edited by), *The Law and Finance of Related Party Transactions*, Cambridge, 2019, pp. 245-259.

MILIČ M., *Commento sub art. 2391-bis*, in M. FRANZONI - R. ROLLI (a cura di), *Codice civile commentato con dottrina e giurisprudenza*, Torino, 2018, t. II, pp. 3440-3446.

MINERVINI G., *Gli interessi degli amministratori di s.p.a.*, in P. ABBADESSA - G.B. PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, Milano, 2006, II, pp. 581-602.

MIOLA M., *Le operazioni con parti correlate*, in AA.VV., *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*, Liber amicorum Antonio Piras, Torino, 2010, pp. 625-668.

MONTALENTI P., *La società quotata*, in G. COTTINO (diretto da), *Trattato di diritto commerciale*, Padova, 2004.

MONTALENTI P., *Corporate governance e mercati finanziari: un rapporto controverso*, in AA.VV., *I nuovi equilibri mondiali: imprese, banche, risparmiatori*, Atti del convegno CNPDS-Fondazione Courmayeur, 26-27 settembre 2008, Milano, 2009, pp. 55-74.

MONTALENTI P., *Le operazioni con parti correlate tra efficienza gestionale nei gruppi e rischi di conflitti di interessi: quale disciplina?*, in AA.VV., *La crisi finanziaria: banche, regolatori, sanzioni*, Atti del Convegno. Courmayeur, 25-26 settembre 2009, Milano, 2010, pp. 135-168.

MONTALENTI P., *Le operazioni con parti correlate*, in *Giur. comm.*, 2011, I, pp. 319-341.

MONTALENTI P., *La Direttiva Azionisti e l'informazione preassembleare*, in *Giur. comm.*, 2011, I, pp. 685-692.

MONTALENTI P., *Le operazioni con parti correlate: questioni sistematiche e problemi applicativi*, in *Riv. dir. comm.*, 2015, I, pp. 63-75.

MONTALENTI P., *L'interesse sociale: una sintesi*, in *Riv. soc.*, 2018, pp. 303- 319.

MOSCARIELLO N., *Le operazioni tra "parti correlate" nella comunicazione d'azienda*, Padova, 2007.

MOSCARIELLO N., *Related Party Transactions in Continental European Countries: Evidence from Italy*, in *International Journal of Disclosure and Governance*, vol. 9(2), 2012, pp. 126-147.

MOSCARIELLO N. - PIZZO M. - GOVORUN D. - KOSTYUK A., *Independent minority directors and firm value in a principal–principal agency setting: evidence from Italy*, in *Journal of Management and Governance*, vol. 23(1), 2019, pp. 165-194.

MOSCO G.D., *Le società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante fra definizione, norme imperative e autonomia privata. Uno scalino sbeccato, da riparare in fretta*, in *Riv. soc.*, 2004, pp. 863-880.

MOZZARELLI M., *Appunti in tema di rischio organizzativo e procedimentalizzazione dell'attività imprenditoriale*, in AA. VV., *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*. Liber amicorum Antonio Piras, Torino, 2010, pp. 728-742.

MULAZZANI G., *Commento sub art. 192-quinquies*, in V. CALANDRA BUONAURO (a cura di), *Commentario breve al testo unico della finanza*, Milano, 2020, p. 1381.

NEDCOMMUNITY, *Osservazioni di Nedcommunity al documento posto in consultazione da Consob "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)"*, 2019, pp. 1-13.

NOTARI M., *La sterilizzazione del voto nelle società per azioni: appunti sul tema di "whitewash" e dintorni*, in AA. VV., *Studi in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2011, pp. 397-414.

OECD, *Related Party Transactions and Minority Shareholder Rights*, 2012, pp. 1-118.

OECD, *Flexibility and Proportionality in Corporate Governance*, 2018, pp. 1-238.

PACCES A.M., *Control Matters: Law and Economics of Private Benefits of Control*, ECGI Law Working Paper N° 131, 2009, pp. 1-43.

PACCES A.M., *Procedural and Substantive Review of Related Party Transactions. The Case for Noncontrolling Shareholder-Dependent Directors*, in L. ENRIQUES - T. H. TRÖGER (edited by), *The Law and Finance of Related Party Transactions*, Cambridge, 2019, pp. 181-217.

PISANI MASSAMORMILE A., *Appunti sugli amministratori indipendenti*, in *RDS*, 2008, pp. 237-261.

PIZZO M., *Related party transactions under a contingency perspective*, in *Journal of Management & Governance*, vol. 17(2), 2013, pp. 309-330.

POLICARO G.A., *Il collegio sindacale*, in M. IRRERA (op. diretta da), *Assetti adeguati e modelli organizzativi nella corporate governance delle società di capitali*, Bologna, 2016, pp. 279-315.

POMELLI A., *La disciplina Consob delle operazioni con parti correlate*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2010, pp. 1333-1394.

POMELLI A., *Commento sub art. 2391-bis*, in A. MAFFEI ALBERTI, *Commentario breve al diritto delle società*, Milano, 2017, pp. 745-772.

PREITE D., *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nelle società per azioni*, in G.E. COLOMBO - G.B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, Torino, 1993, 3**, pp. 1-183.

PRESTI G., *Riforma della s.p.a. e scalini normativi*, in *Società*, 2003, pp. 323-330.

PRESTI G., *Commento sub art. 2391-bis*, in P. ABBADESSA - G.B. PORTALE (diretto da), *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari.*, Milano, 2016, pp. 1354-1380.

PRESTI G., *Vent'anni vissuti pericolosamente. TUF e codice civile: una convivenza difficile*, in *An. giur. econ.*, 2019, pp. 473-490.

PUCCI E., *Il parere degli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate: profili funzionali*, in *Riv. soc.*, 2014, pp. 336-370.

PUCCI E., *Operazioni con parti correlate*, in *Digesto delle discipline Privatistiche. Sezione Commerciale*, Aggiornamento *****, 2015, pp. 398-424.

REBOA M., *Il monitoring board e gli amministratori indipendenti*, in *Giur. comm.*, 2010, I, pp. 657-670.

REGOLI D., *Gli amministratori indipendenti*, in P. ABBADESSA - G.B. PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, Milano, 2006, II, pp. 385-438.

REGOLI D., *L'informazione delle e sulle operazioni con parti correlate*, in V. CARIELLO (a cura di), *Le operazioni con parti correlate. Atti del Convegno Università Cattolica del Sacro Cuore, Piacenza, 19 novembre 2010*, Milano, 2011, pp. 137-155.

REGOLI D., *L'informazione nelle operazioni con parti correlate*, in AA.VV., *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi in onore di Giovanni E. Colombo*, Torino, 2011, pp. 547-570.

REGOLI D., *Poteri di informazione e controllo degli amministratori non esecutivi*, in M. CAMPOBASSO (et al.) (diretto da), *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum P. Abbadessa*, Torino, 2014, II, pp. 1121-1148.

REGOLI D., *Gli amministratori indipendenti e i codici di Autodisciplina*, in M. VIETTI (diretto da), *La governance nelle società di capitali. A dieci anni dalla riforma*, Milano, 2015, pp. 127-163.

ROCK E.B., *Majority of the Minority Approval in a World of Active Shareholders*, in L. ENRIQUES - T. H. TRÖGER (edited by), *The Law and Finance of Related Party Transactions*, Cambridge, 2019, pp. 105-135.

ROMAGNOLI L., *La Consob. Profili e attività*, Torino, 2012.

ROMAGNOLI G., *La responsabilità amministrativa degli organi di amministrazione. Interferenze tra regimi*, in M. DE POLI - G. ROMAGNOLI (a cura di), *Le azioni di responsabilità nei confronti degli amministratori di società di capitali*, Pisa, 2020, pp. 165-186.

ROMAGNOLI L., *Natura "provvedimentale" delle comunicazioni atipiche "qualificatorie" di Consob e condizioni necessarie per il valido esercizio del relativo potere. Nota a Consiglio di Stato, sez. VI, 14 dicembre 2020, n. 7972*, in *Rivista di diritto bancario*, 2021, pp. 389-415.

RORDORF R., *Importanza e limiti dell'informazione nei mercati finanziari*, in *Giur. comm.*, 2002, pp. 773-784.

RORDORF R., *TUF e sistema legislativo*, in F. ANNUNZIATA (a cura di), *Il testo unico della finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, Milano, 2015, pp. 293-301.

ROSSI G., *Le c.d. regole di corporate governance sono in grado di incidere sul comportamento degli amministratori?*, in *Riv. soc.*, 2001, pp. 6-20.

ROSSI G., *Il conflitto epidemico*, Milano, 2003.

ROSSI G., *Il mito della corporate governance*, in AA.VV., *Le nuove funzioni degli organi societari: verso la Corporate Governance?*, Milano, 2002, pp. 13-18.

ROSSI G., *La metamorfosi della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2012, pp. 1-10.

ROSSI G. - STABILINI A., *Virtù del mercato e scetticismo delle regole: appunti a margine della riforma del diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2003, pp. 1-33.

RYNGAERT M. - THOMAS S., *Related Party Transactions: Their Origins and Wealth Effects*, in *SSRN Electronic Journal*, 2007, pp. 1-49.

SALANITRO N., *Nozione e disciplina degli amministratori indipendenti*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2008, I, pp. 1-19.

SALAFIA V., *Le operazioni con parti correlate*, in *Società*, 2010, pp. 735-740.

SCIMEMI E., *Commento sub art. 2391-bis*, in G. CIAN - A. TRABUCCHI (a cura di), *Commentario breve al codice civile*, Padova, 2014, pp. 2932-2941.

SEMEGHINI D., voce *Business judgment rule (diritto statunitense)*, in *Digesto delle discipline privatistiche. Sezione commerciale*, agg. vol. 7, Torino, 2015, pp. 31-69.

SEMEGHINI D., *Valutazioni preventive e retrospettive sulle operazioni con parti correlate: spunti dalla comparazione con la giurisprudenza del Delaware*, in *Oss. dir. civ. comm.*, 2016, pp. 139-192.

SEMINARA L., *L'informazione c.d. esterna sulle operazioni con parti correlate infragruppo*, in *An. giur. econ.*, 2013, pp. 303-325.

SFAMENI P., *Commento sub art. 2403*, in P. ABBADESSA – G.B. PORTALE (diretto da), *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, Milano, 2016, pp. 1575-1634.

SHLEIFER A. - VISHNY R.W., *A Survey of Corporate Governance*, in *The Journal of Finance*, vol. 52(2), 1997, pp. 737-783.

SMITH A., *La ricchezza delle nazioni*, a cura di A. Bagiotti e T. Bagiotti, Milano, 2017.

SPADA P., *C'era una volta la società ...*, in *Riv. not.*, 2004, I, pp. 1-13.

STELLA RICHTER jr M., *Regole delle procedure per le operazioni con parti correlate e modificazioni statutarie conseguenti*, in V. CARIELLO (a cura di), *Le operazioni con parti correlate. Atti del convegno. Università Cattolica del Sacro Cuore, Piacenza, 19 novembre 2010*, cit., pp. 45-60.

STELLA RICHTER jr. M., *La funzione di controllo del consiglio di amministrazione nelle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2012, pp. 663-676.

STELLA RICHTER jr. M., *La informazione dei singoli amministratori*, in *Banca impr. soc.*, 2017, pp. 331-346.

STRAMPELLI G., *How to Enhance Directors' Independence at Controlled Companies*, in *The Journal of Corporation Law*, vol. 44(1), 2018, pp. 103-150.

TOMBARI U., *Amministratori indipendenti, "sistema dei controlli" e corporate governance: quale futuro?*, in U. TOMBARI (a cura di), *Corporate governance e "sistema dei controlli" nella S.P.A.*, Torino, 2013, pp. 35-52.

TOMBARI U., *"Potere" e "interessi" nella grande impresa azionaria*, Milano, 2018.

TOMBARI U., *Riflessioni sulle "funzioni" degli amministratori "non esecutivi" e sull'"amministrazione" nella S.p.A. quotata*, in *RDS*, 2020, pp. 323-341.

TRÖGER T.H., *Germany's Reluctance to Regulate Related Party Transactions: An Industrial Organization Perspective*, in L. ENRIQUES - T.H. TRÖGER (edited by), *The Law and Finance of Related Party Transactions*, Cambridge, 2019, pp. 426-451.

UNIPOL GRUPPO, *Osservazioni di Unipol Gruppo S.p.A. al Documento di consultazione recante "Modifiche al Regolamento sulle Operazioni con parti correlate, 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 II)"*, 29 novembre 2019, pp. 1-11.

VALENSISE P., *Il recepimento della SHRD2 sull'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti. Un preliminare orientamento sullo stato dell'arte*, in *Dirittobancario.it*, 7 gennaio 2019.

VALENSISE P. - BUI I., *Il recepimento della SHRD 2 ad opera del D. lgs. N. 49/2019: prime considerazioni in attesa dell'intervento attuativo della Consob*, in *Dirittobancario.it*, 11 luglio 2019.

VALENSISE P., *Conflitti d'interesse e parti correlate*, in M. CERA - G. PRESTI (diretto da), *Il testo unico finanziario*, Bologna, 2020, vol. II, pp. 1949-2016.

VEGAS G., *Incontro annuale con il Mercato Finanziario. Discorso del Presidente Giuseppe Vegas*, Milano, 6 maggio 2013.

VENTORUZZO M., *La composizione del consiglio di amministrazione delle società quotate dopo il d.lgs n. 303 del 2006: prime osservazioni*, in *Riv. soc.*, 2007, pp. 205-251.

VENTORUZZO M., *Commento sub art. 2391*, in F. GHEZZI (a cura di), *Amministratori. Artt. 2380 – 2396 c.c.*, in P. MARCHETTI - L.A. BIANCHI - F. GHEZZI - M. NOTARI (a cura di), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2005, pp. 423-499.

VENTORUZZO M., *Commento sub art. 2391-bis*, in F. GHEZZI (a cura di), *Amministratori. Artt. 2380 – 2396 c.c.*, in P. MARCHETTI - L.A. BIANCHI - F. GHEZZI - M. NOTARI (a cura di), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2005, pp. 501-544.

WEIGMANN R., *Responsabilità e potere legittimo degli amministratori*, Torino, 1974.

WILLIAM THOMAS C., *The Rise and Fall of Enron*, in *Journal of Accountancy*, Vol. 193, 2002, pp. 41-48.

WILLIAMSON O.E., *Transaction-Cost Economics: The Governance of Contractual Relations*, in *Journal of Law and Economics*, vol. 22(2), 1979, pp. 233-261.

ZAMPERETTI G., *Il dovere di informazione degli amministratori nella governance di società per azioni*, Milano, 2005.

ZANARDO A., *Delega di funzioni e diligenza degli amministratori nella società per azioni*, Padova, 2010.

ZINGALES L., *A Montecarlo come in Borsa parti correlate ma non troppo*, in *ilSole24Ore*, 31 ottobre 2010.

ZINGALES L., *No ai conflitti in società*, in *L'Espresso*, 20 agosto 2009.