



UNIVERSITÀ
DI PAVIA

Dipartimento di Scienze Economiche e Aziendali

Corso di Laurea Magistrale in Economia e

Legislazione d'Impresa

**OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE
DOPO LA SHAREHOLDERS RIGHTS
DIRECTIVE II: ATTIVISMO DEI SOCI E
AMMINISTRATORI INDIPENDENTI**

Relatore:

Chiar.mo Prof. Edoardo Grossule

**Tesi di Laurea
di Arianna Rizzo**

Matr. n.518397

Anno Accademico 2023-2024

*Alla mia famiglia,
il senso di ogni cosa.*

INDICE

INTRODUZIONE.....	1
CAPITOLO I.....	5
LE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE.....	5
1.1. <i>Ambito di applicazione: le parti correlate</i>	5
1.2. <i>Il problema delle OPC per la governance delle società quotate</i>	9
1.2.1. <i>Le ragioni dell'intervento del diritto</i>	14
1.3. <i>Le iniziative europee degli ultimi decenni</i>	19
1.3.1. <i>L'iter verso una nuova direttiva</i>	23
1.3.2. <i>La relativa normativa italiana</i>	26
1.4. <i>Le OPC nelle società chiuse</i>	33
CAPITOLO II.....	37
L'APPLICAZIONE DELLA SHAREHOLDERS RIGHTS DIRECTIVE II NELLE SOCIETÀ QUOTATE.....	37
2.1. <i>Gli obiettivi della nuova Direttiva europea</i>	37
2.2. <i>Le varie disposizioni contenute nella Direttiva</i>	39
2.2.1. <i>Gli investitori istituzionali e i gestori di attivi</i>	42
2.2.2. <i>Disposizioni in tema di politiche di remunerazione degli amministratori</i>	44
2.3. <i>Novità riguardanti le operazioni con parti correlate</i>	46
2.3.1. <i>Le operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza</i>	50
2.3.2. <i>Le operazioni con parti correlate di minore rilevanza</i>	52
2.3.3. <i>Casi di esclusione</i>	55
2.4. <i>Il recepimento della Direttiva in Italia</i>	62
2.4.1. <i>Il nuovo Regolamento Consob</i>	61
2.5. <i>Il ruolo e le responsabilità degli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate</i>	67
2.5.1. <i>Il comitato per le operazioni con parti correlate e gli esperti indipendenti</i>	72
CAPITOLO III.....	76
L'IMPORTANZA DELLA TUTELA DEL SOCIO.....	76
3.1. <i>L'azionista nella società quotata</i>	76
3.1.1. <i>Alcuni interventi per contrastare lo short-termism</i>	79
3.2. <i>Il potere conferito all'assemblea nelle operazioni con parti correlate</i>	84
3.3. <i>Il giudizio dell'amministratore indipendente quale presunto mezzo di risoluzione dell'agency problem</i>	88
3.3.1. <i>I diritti del socio non correlato e le relative problematiche</i>	92
3.4. <i>L'autonomia concessa ai singoli Stati</i>	95
3.5. <i>I nuovi regolamenti per le operazioni con parti correlate adottati da alcune società quotate sulla Borsa Italiana dopo la seconda Direttiva</i>	97
CONCLUSIONI.....	103

INTRODUZIONE

Con il termine «operazioni con parti correlate», l'art. 3, comma 1, lettera a) del Regolamento Consob adottato con delibera n. 17221/2010 e successivamente modificato con delibera n. 22144/2021, fa riferimento a un trasferimento di risorse, servizi o obbligazioni che una determinata società compie con altri soggetti o altre società ad essa correlati. Questi ultimi sono soggetti che esercitano un controllo sulla società medesima e che, quindi, possono influenzare le decisioni prese al suo interno. Proprio in ragione di ciò, e dei possibili rischi che possono conseguire al compimento di tali trattative, questa categoria di operazioni è stata oggetto di diversi interventi normativi a livello europeo e nazionale nel corso degli anni. Questo fenomeno ha assunto maggiore rilevanza nel contesto delle società quotate, nelle quali, a causa di un importante numero di scandali societari internazionali, tra cui i casi Vivendi, Parmalat, Ahold ed Enron, si è indebolita l'efficienza del mercato azionario e si è iniziata a percepire la necessità di intervenire e introdurre una normativa che era mancante sino a quel momento.

Con il presente elaborato si cercherà di percorrere l'evoluzione della disciplina delle operazioni con parti correlate dapprima nel contesto europeo e, in un secondo momento, nella legislazione italiana. L'obiettivo è quello di fare luce sulle modalità di gestione di queste operazioni all'interno delle società quotate dopo l'approvazione della Direttiva 2007/36/CE, ma ancor di più, dopo le modifiche apportate dalla seconda Direttiva 2017/828/UE. La prima Direttiva riconosce importanti diritti agli azionisti di società quotate, incrementando e facilitando l'esercizio del diritto di voto e d'intervento in assemblea. In aggiunta, la seconda Direttiva introduce importanti novità in tema di operazioni con parti correlate, investitori istituzionali, gestori di attivi e politiche di remunerazione, in un'ottica di incremento della trasparenza sul mercato e di tutela delle minoranze.

Dopo aver inquadrato le definizioni rispettivamente di «parte correlata» e di «operazioni con parti correlate», verranno presi in considerazione i motivi per i quali queste operazioni possono rappresentare un problema nella *governance* delle società quotate. Al riguardo, si terrà conto dei problemi di agenzia che caratterizzano tutte le società quotate e delle conseguenti problematiche. Al tempo stesso, verranno evidenziate le ragioni per cui le operazioni con parti correlate possono altresì comportare beneficio per l'intera società.

Ancor prima di analizzare concretamente quali sono stati i diversi interventi normativi, si cercherà di studiare le ragioni che hanno portato il legislatore europeo ad intervenire per la prima volta su questo tema. Successivamente, si entrerà nel dettaglio delle diverse iniziative intraprese negli ultimi anni, tra cui Europa 2020 e il Libro verde del 2011, che sono state fondamentali nell'*iter* che ha portato alle novità introdotte dalla seconda Direttiva azionisti.

In seguito, si analizzerà la prima Direttiva azionisti, che nasce con l'intento primario di incrementare il potere e l'impegno di questi ultimi all'interno dell'assemblea, attraverso l'introduzione di nuovi diritti e nuove modalità di esercizio del voto aventi l'obiettivo di facilitarlo. Parallelamente alla normativa europea, si analizzerà anche quella italiana nel contesto delle operazioni con parti correlate, partendo dal primo Regolamento della Consob adottato con la Delibera n.17221/2010 e, ancora prima, dall'art. 2391-*bis* del c.c. introdotto nel 2004 con il D.lgs. n. 310, arrivando poi alle modifiche apportate in ragione del recepimento della prima Direttiva azionisti. Inoltre, si cercherà di capire perché la disciplina in tema di operazioni con parti correlate non è applicata alle società non quotate in mercati regolamentati.

In un secondo momento, si entrerà più nello specifico nell'analisi della seconda Direttiva sui diritti degli azionisti, analizzando gli obiettivi del legislatore rispetto alla precedente versione. Saranno quindi oggetto di studio le disposizioni prescritte in tema di investitori istituzionali e gestori di attivi,

le politiche di remunerazione degli amministratori e, infine, le importanti novità introdotte per la gestione delle operazioni con parti correlate. A tal punto verranno analizzate le procedure per le operazioni di maggiore e minore rilevanza e i relativi criteri di identificazione. Saranno anche esaminati i casi in cui è possibile escludere alcune operazioni dall'applicazione della disciplina, così come previsto dall'art. 9-*quater* della seconda Direttiva azionisti. Si proseguirà con il recepimento della Direttiva europea nell'ordinamento italiano, avvenuto con il D.lgs. del 10 maggio 2019, n.49 e tutte le modifiche che ne sono conseguite, in particolar modo nel Codice civile e nel Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria. Subito dopo, l'elaborato si soffermerà sull'analisi del nuovo Regolamento Consob per le operazioni con parti correlate, adottato con Delibera n.21624/2020 e successivamente modificato con Delibera n.22144/2021.

Un'importante figura nella gestione di questa categoria di operazioni è quella dell'amministratore indipendente, a cui il legislatore affida un importante compito. Il lavoro si occuperà quindi di inquadrare il ruolo e le responsabilità affidate a questo soggetto, nonché il funzionamento del comitato per le operazioni con parti correlate e gli esperti di cui possono avvalersi gli amministratori indipendenti.

L'elaborato prosegue con un'introduzione della figura dell'azionista all'interno delle società quotate, per cercare di comprendere qual è il suo legame con l'assemblea e la società in generale. L'attenzione si concentrerà poi sugli interventi realizzati dal legislatore per contrastare lo *short-termism*, tipico comportamento adottato dall'azionista, in particolar modo da quello di minoranza. Ci si soffermerà sul potere che la disciplina per le operazioni con parti correlate riconosce all'assemblea e in che modo cerca di tutelare gli interessi dei soci di minoranza e dei soci non correlati attraverso il parere richiesto all'amministratore indipendente. Successivamente, saranno analizzati i diritti che spettano più nello specifico al socio non correlato

all'operazione e le problematiche e i limiti che possono conseguire dal riconoscimento di tali diritti.

Ritornando alla seconda Direttiva sui diritti degli azionisti, verrà rimarcata la libertà concessa dal legislatore europeo agli Stati membri nel recepirla, cercando di comprendere come questi ultimi sono intervenuti nel contesto nazionale.

Per concludere, e per dare concretezza a quanto sinora esposto, saranno analizzate le procedure adottate in tema di operazioni con parti correlate da alcune delle società quotate sulla Borsa Italiana, al fine di comprendere meglio le differenze con le precedenti versioni, evidenziare le novità introdotte dalla seconda Direttiva azionisti e, infine, capire come questa sia stata recepita nella *governance* delle società italiane.

CAPITOLO I

LE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE

SOMMARIO: 1.1. Ambito di applicazione: le parti correlate. – 1.2. Il problema delle OPC per la *governance* delle società quotate. – 1.2.1. Le ragioni dell'intervento del diritto. – 1.3. Le varie iniziative europee degli ultimi decenni. – 1.3.1 L'iter verso una nuova direttiva. – 1.3.2. La relativa normativa italiana. – 1.4. Le OPC nelle società chiuse.

1.1. *Ambito di applicazione: le parti correlate*

Le operazioni con parti correlate sono state e sono tutt'ora oggi oggetto di studio.

Il tema in questione assume particolare rilevanza nel contesto delle società quotate in mercati regolamentati, in quanto genera alcuni effetti interni di carattere organizzativo e procedurale. Si tratta dunque di una tematica complessa che ha reso necessari diversi interventi normativi, in primo luogo comunitari e, in un secondo momento, nazionali.

Volendo ricercare il significato teorico di operazioni con parti correlate, è necessario ricorrere alla definizione contenuta nella delibera Consob n. 17221/2010 relativa al Regolamento Operazioni con Parti Correlate (in seguito anche "Reg. OPC")¹.

Nonostante le modifiche attuate al Reg. OPC nel corso degli anni, la definizione è rimasta di per sé la stessa, in quanto l'Autorità di vigilanza, nel definire questa categoria di operazioni, fa riferimento a un qualsiasi «trasferimento di risorse, servizi o obbligazioni tra una società e una parte correlata, indipendentemente dal fatto che sia stato pattuito un corrispettivo»².

¹ La prima definizione di «operazione con parti correlate» era compresa nell'Allegato n.1 del Regolamento Consob adottato con la delibera n. 17221 del 12.03.2010, ed è poi stata in parte modificata e riportata nell'odierno Regolamento adottato con delibera n. 22144 del 22.12.2021, nell'Appendice n.1.

² Inizialmente la Consob enunciava questa definizione senza richiamare il principio contabile IAS 24.

Nel Regolamento OPC, la definizione di operazione con parti correlate era inserita nell'Allegato 1. Quest'ultimo, con la delibera Consob n. 21624/2020, è stato definitivamente abrogato. Nella più recente versione³ del Regolamento OPC, la definizione è rintracciabile nell'Appendice 1, in cui la Consob ha optato per un rinvio a quelle che sono le definizioni contenute nei principi contabili internazionali, e, più nello specifico, nello IAS 24, aggiungendo che nella definizione in oggetto rientrano anche le operazioni di fusione, di scissione per incorporazione o di scissione in senso stretto non proporzionali, quando queste sono realizzate con parti correlate⁴.

La scelta di rinviare la definizione a quella contenuta nei principi contabili internazionali deriva dal proposito di non rendere la definizione statica, ma di adattarla e mutarla in relazione ai cambiamenti dei principi contabili internazionali. In questo modo, non solo viene a crearsi uniformità tra Regolamento OPC e disciplina contabile internazionale⁵, ma allo stesso tempo si evitano disallineamenti tra il Regolamento e i principi contabili, dovuti alle tempistiche richieste per un'eventuale modifica tramite delibera della Consob.

Ancor prima di capire quali sono le operazioni che devono essere oggetto di un trattamento speciale in quanto rientranti nella categoria in esame, è di primaria importanza per una società individuare quelle che sono le sue parti correlate. Per rendere più agevole questa circoscrizione, la Consob ha racchiuso nel Reg. OPC anche la definizione di parte correlata. Diversamente al Reg. OPC del 2010, in cui non vi è un richiamo ai principi

³ Si fa riferimento al Regolamento Consob approvato con la delibera n. 22144 del 22.12.2021.

⁴ Si fa riferimento quindi alle operazioni in cui una società scinde parte del suo patrimonio a favore di una società controllante ma anche alle operazioni in cui il patrimonio viene scisso in più società diverse ma l'assegnazione ai soci delle relative azioni non è proporzionale.

⁵ M. DE POLI, in *Le recenti modifiche al Regolamento "Operazioni con parti correlate"* in *Le società*, n.1, 2022, 75, ricorda che è proprio nella disciplina contabile e del bilancio, che le operazioni con parti correlate hanno per la prima volta assunto importanza.

contabili internazionali, nell'attuale normativa sono esattamente richiamate le definizioni contenute nello IAS 24⁶.

Analizzando la definizione, si evince che una parte correlata è quella persona o quell'entità che è collegata in un modo o in un altro all'entità che redige il bilancio. Con il termine persona si fa riferimento ad un individuo o ad un suo stretto familiare⁷ che risulta essere in qualche modo correlato alla società. Questa correlazione sussiste qualora tale persona abbia il controllo o il controllo congiunto⁸ dell'entità, oppure vi eserciti un'influenza notevole⁹, o ancora, sia uno dei dirigenti con responsabilità strategiche¹⁰ o dell'entità o di una sua controllante.

⁶ Principio così come modificato dal Regolamento (UE) n. 632/2010 che modifica il Regolamento (UE) n. 1126/2008 il quale adotta il testo coordinato dei principi contabili internazionali.

⁷ Si considerano stretti familiari di una persona, coloro che potrebbero influenzarla o da cui potrebbero essere influenzati nei rapporti con l'ente e più nello specifico si parla dei figli, del coniuge, dei figli del coniuge e del convivente di quella persona. Sono considerati stretti familiari anche le persone a carico della persona o del suo coniuge o convivente. (IAS 24 paragrafo 9).

⁸ Con il termine "controllo" si fa riferimento al potere di determinare le politiche finanziarie e gestionali di un'entità al fine di ottenerne dei benefici (definizione consultabile nello IAS 24 paragrafo 9). Il Codice civile con l'art. 2359 c.c. considera società controllate «le società in cui un'altra società dispone della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria, le società in cui un'altra società dispone di voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria e le società che sono sotto influenza dominante di un'altra società in virtù di particolari vincoli contrattuali con essa.»

Il "controllo congiunto" è invece la condivisione, che viene contrattualmente stabilita, del controllo su un'attività economica (definizione consultabile nello IAS 24 paragrafo 9).

⁹ L' "influenza notevole" è definita nello IAS 24 paragrafo 9, come il potere di partecipare alla determinazione delle politiche finanziarie e gestionali di un'entità senza averne però il controllo (es. può essere ottenuta tramite il possesso di azioni oppure attraverso clausole statutarie o accordi). Il Codice civile nell'art. 2359 comma 3 indica la seguente definizione «Sono considerate collegate le società sulle quali un'altra società esercita un'influenza notevole. L'influenza si presume quando nell'assemblea ordinaria può essere esercitato almeno un quinto dei voti ovvero un decimo se la società ha azioni quotate in mercati regolamentati.»

¹⁰ Rientrano in questa categoria i dirigenti che hanno direttamente o indirettamente, il potere e la responsabilità della pianificazione, della direzione e del controllo delle attività dell'ente. Sono oltretutto compresi gli amministratori, che siano esecutivi o meno, dell'ente stesso. (IAS 24 paragrafo 9).

Una società è correlata ad un'altra entità se entrambe fanno parte dello stesso gruppo o se una è una collegata¹¹ o una *joint venture* dell'altra. Sono considerate altresì due entità correlate se entrambe sono *joint venture* di una terza controparte o se una di queste è una *joint venture* di una terza entità, mentre l'altra è una collegata di quest'ultima. Rientra nell'insieme anche la società che è controllata singolarmente o congiuntamente da una persona che rientra nella definizione precedentemente indicata come «persona correlata a un'entità». Lo stesso vale se il soggetto che detiene il controllo anche congiunto di un'entità ha un'influenza significativa sulla società oppure è uno dei suoi dirigenti con responsabilità strategiche. Si parla sempre di correlazione se la società è rappresentata da un piano per benefici successivi alla fine del rapporto di lavoro a favore dei dipendenti dell'entità o di un'entità ad essa correlata. Ed infine, rientra nella definizione quella società, o un qualsiasi membro di un gruppo a cui esse appartiene, che presta servizi di direzione con responsabilità strategiche all'entità o alla sua controllante.

Queste finora descritte sono le definizioni teoriche rispettivamente di «operazione con parte correlata» e di «parte correlata» messe a disposizione dai principi contabili internazionali e riprese dalla Consob nella sua delibera che disciplina le OPC. Tuttavia, sia lo IASB che la Consob precisano che, per riconoscere quali sono le proprie parti correlate, è di fondamentale importanza dare valore non solo alla forma giuridica e teorica dei rapporti che intercorrono tra l'entità e la parte, ma anche prestare attenzione alla sostanza effettiva¹². Ciò significa che, se un soggetto o un'entità rientra nella definizione di parte correlata in ragione della posizione da questo assunta all'interno della società, è necessario verificare se l'operazione che compie con quest'ultima abbia o meno caratteristiche dissimili da quelle di mercato.

¹¹ Consob nell'App. 1, specifica che una società collegata comprende anche le controllate della società collegata e che con *joint venture* sono a sua volta comprese anche le sue controllate.

¹² Questa interpretazione delle definizioni, è presente nell'App. 3 del Regolamento Consob e nello IAS 24 paragrafo 10.

Pertanto, quando si parla di OPC, si fa riferimento alle operazioni di qualsiasi natura che la società realizza in via ordinaria o straordinaria¹³ con soggetti, persone fisiche o enti, che assumono una posizione di potere all'interno o nei confronti della società¹⁴. Tali rapporti possono derivare da un controllo diretto, come ad esempio un socio che detiene più della metà delle azioni, oppure da un'influenza indiretta, esercitata sulla base di accordi con altri soggetti, siano essi contratti o clausole statutarie. Affinché tutte le operazioni con parti correlate siano individuate e trattate secondo la normativa in vigore, è importante che gli enti effettuino dei controlli periodici in modo tale da includere, ove necessario, delle operazioni che fino a quel momento non possedevano i requisiti per essere considerate come operazioni condotte con parti correlate.

Dunque, il legame tra le parti correlate e la società rende certamente più agevole l'influenza delle prime sulla seconda, portando quest'ultima a prendere determinate decisioni, o, al contrario, a rinunciare ad alcune operazioni. Inoltre, in relazione al legame con le sue parti correlate, la società potrebbe accettare condizioni diverse da quelle di mercato che potrebbero essere più o meno vantaggiose¹⁵.

1.2. *Il problema delle OPC per la governance delle società quotate*

Come accennato precedentemente, le operazioni con parti correlate assumono una rilevanza specifica nel contesto delle società con azioni quotate

¹³ Secondo il criterio discretivo nell'incidenza degli atti definito dalla dottrina e dalla giurisprudenza, per operazioni realizzate in via ordinaria si intendono quelle limitate all'amministrazione e alla gestione delle rendite. Le operazioni condotte in via straordinaria sono invece quelle che impattano sul patrimonio societario, alternandone le dimensioni, la struttura e la consistenza.

¹⁴ A. POMELLI, *La disciplina Consob delle operazioni con parti correlate*, in *Le nuove leggi civili commentate*, n.6, 2010, 1333.

¹⁵ M.S. HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e operazioni con soggetti collegati: confini e sovrapposizioni. Le interferenze soggettive e oggettive nelle banche quotate*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, IV, 2014, 447.

in mercati regolamentati. Questo deriva dal fatto che, nelle società con azioni quotate sul mercato borsistico, la compagine sociale è molto più complessa e, in conseguenza, le società devono confrontarsi non solo con i loro *stakeholders* interni, ma anche con quelli esterni. Ne consegue che all'interno di questi enti, gestire in modo adeguato le OPC non è affatto semplice. Per tale ragione, come enunciato anche dall'art. 2391-*bis* c.c., risulta necessario rispettare delle regole che assicurino la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni.

Difatti, la concezione ed il trattamento che si ha oggi delle operazioni con parti correlate è differente da quella che si aveva negli anni precedenti. Attualmente, le *related party transactions* assumono un ruolo non indifferente all'interno dell'attività gestoria della società quotata. Originariamente, invece, il tema in questione rappresentava un semplice parametro di valutazione di informazioni da inserire nel bilancio ¹⁶.

L'adattamento delle operazioni con parti correlate all'interno della *governance* di una società quotata è un processo complesso che richiede una severa attenzione e un costante controllo. Quando si parla di OPC, una problematica che si può riscontrare sono sicuramente i diversi interessi in capo ai soggetti correlati e non correlati, che, in una forma o in un'altra, detengono una percentuale di potere all'interno della società.

Nelle società ad azionariato diffuso, è noto come si possano creare delle divergenze a causa della separazione tra proprietà e controllo, e più precisamente tra gli interessi dei soci e quelli degli amministratori, chiamati a soddisfare gli interessi dei primi¹⁷. Diversamente, nelle società ad azionariato concentrato, nelle quali pochi soggetti detengono un importante numero di azioni, è tipico il contrasto tra gli obiettivi dei soci di maggioranza e quelli dei soci minoranza.

¹⁶ M.S. HOUBEN, *Le operazioni con parti correlate e governo societario*, Milano, 2020.

¹⁷ A. DI GASPARE, *Riflessioni su consiglio di amministrazione e board of directors nella gestione dei problemi di agenzia*, in *Comparazione e diritto civile*, 1 ss.

I problemi di agenzia¹⁸, derivanti dall'adempimento di un contratto attraverso il quale una parte delega all'altra parte del proprio potere, generano spesso comportamenti opportunistici. Nelle operazioni con parti correlate non è insolito riscontrare comportamenti abusivi¹⁹ e situazioni di conflitti di interesse, ed è proprio questo a renderle delle operazioni rischiose e delicate. Più nello specifico, nelle *public company*, e quindi nelle società ad azionariato diffuso, sono più tipici i conflitti *principal vs agent*. Questo poiché gli amministratori, chiamati a gestire la società e a prendere importanti decisioni, si trovano in una posizione più favorevole rispetto ai proprietari, in quanto i primi detengono informazioni che, se non condivise con i secondi, consentono di creare delle asimmetrie informative. In secondo luogo, gli stessi soci, non potendo esercitare un controllo significativo sulla società, non riescono ad essere troppo influenti nelle decisioni societarie. Questo però è anche dovuto al fatto che queste categorie di *shareholders* adottano spesso una visione meramente speculativa del loro investimento e, di conseguenza, non sono attenti né interessati ad eventuali pericoli a cui potrebbe essere esposta la società. Diversamente, nelle società ad azionariato concentrato, pochi soggetti detengono la maggioranza delle azioni. In ragione di ciò, è più facile che si vengano a creare dei disallineamenti tra gli interessi dei soci di maggioranza e quelli dei soci di minoranza. Di conseguenza, questi ultimi non riescono rapidamente a contrastare eventuali abusi di potere delle maggioranze. Inoltre, questo conflitto di interessi si intensifica maggiormente quando la quota detenuta dall'azionista di comando è limitata e il controllo non è altro che il risultato di piramidi societarie, azioni con voto limitato, plurimo e partecipazioni incrociate. In questo caso, le minoranze hanno la possibilità di ricavare ricchezza prodotta dall'azienda con operazioni di

¹⁸ M. JENSEN E W. H. MECKLING definiscono il modello d'agenzia, come «un contratto in base al quale una o più persone (il principale) obbliga un'altra persona (l'agente) a ricoprire per suo conto una data mansione, che implica una delega di potere all'agente». Da questa tipologia di contratto, possono scaturire gli *agency problems*.

¹⁹ Si fa riferimento principalmente, all'«azzardo morale» e alla «selezione avversa».

*tunneling*²⁰. Questo fenomeno può assumere forme diverse, ma consiste principalmente nello spostamento di risorse all'esterno della società, creando così uno svantaggio per chi non ha il potere decisorio. Non tutte le forme di *tunneling* sono però attribuibili alle operazioni con parti correlate, ma ne rappresentano una quota rilevante.

I rischi descritti in tema di transazioni effettuate con una controparte correlata si vanno ad intensificare qualora una società sia priva di un efficiente sistema di controllo interno e abbia un sistema di *corporate governance* debole. Questo poiché ogni ente dovrebbe essere in grado di individuare ed eliminare eventuali comportamenti opportunistici e, al tempo stesso, di limare quanto più possibile i conflitti di interesse.

Quando si parla di OPC e di società quotate, l'importanza di evitare situazioni scomode e rischiose è maggiore, in quanto l'entità si interfaccia anche e soprattutto sul mercato azionario. Ciò significa che è doveroso prestare attenzione a come la società appare ai suoi possibili investitori, in quanto ciò ha effetti sulla posizione competitiva che questa assume sul mercato. È chiaro che una maggiore o una minore concentrazione di soci che detengono il potere in una società quotata non è sinonimo di una maggiore efficienza del governo societario, né di un migliore o peggiore contrasto alla realizzazione di operazioni in conflitto di interessi²¹. Gli assetti proprietari, e cioè la ripartizione dei diritti di proprietà tra uno o più *stakeholders*, incidono quindi sul modo in cui il conflitto di interesse può manifestarsi.

Non è corretto però considerare le OPC esclusivamente come delle operazioni realizzate con opportunismo e fini personali, ma è giusto adottare altresì una visione più vantaggiosa, valutandole come strumentali al

²⁰ P. FERA, *Le operazioni tra parti correlate, Profili informativi e di governance*, Torino, 2020.

È un termine originariamente coniato da JOHNSON ET AL, in "*Tunneling*" *American Economic Review*, 90, 2000, 22-27, per indicare le espropriazioni delle *minorities* avvenute in Repubblica Ceca.

²¹ N. MICIELI, *La gestione del conflitto di interessi nelle operazioni con parti correlate*, in *Quaderni di Giur. Comm.*, Milano, 2016, 16.

soddisfacimento delle esigenze economiche dell'impresa. Infatti, le operazioni compiute con parti correlate possono talvolta generare un'allocazione delle risorse finanziarie più efficiente, comportando dei benefici per tutti gli azionisti.

Le ragioni alla base di questa teoria possono essere molteplici. Si pensi, ad esempio, alla conoscenza pregressa tra i soggetti correlati, che implica non soltanto una diminuzione delle asimmetrie informative, ma anche una riduzione dei costi di transazione²². Inoltre, cooperare con una controparte conosciuta dà la possibilità di non dover condividere con terzi soggetti informazioni che potrebbero avvantaggiarli. In aggiunta, trattare con una parte correlata incrementa inevitabilmente l'adattabilità del contratto alle esigenze delle parti. Lo scenario descritto è particolarmente rinvenibile nel contesto dei gruppi societari, in quanto le operazioni infragruppo comportano non solo una riduzione dei costi di transazione, ma anche un incremento della redditività, tramite la realizzazione di economie di scala e integrazioni verticali. Questa condivisione di risorse e competenze può anche portare ad un rafforzamento di mercati dei capitali poco efficienti²³.

Per cui, come da un lato risulta doveroso istituire una normativa adatta alla tematica che consenta sia alla società sia ai suoi *stakeholders* di evitare situazioni di dissesto, dall'altro lato è importante che tale regolamentazione non disincentivi l'esecuzione di queste operazioni, in quanto questo sarebbe dannoso per la libertà d'impresa e i benefici non sarebbero mai superiori ai relativi costi. In linea con ciò, il metodo di "neutralizzazione" del rischio di conflitto o di abuso in danno della società, non consiste nell'imposizione di

²² Con questo termine si fa riferimento ai costi di ricerca, di esecuzione e di negoziazione. L'esistenza di tali costi giustificherebbe l'intervento dello Stato negli scambi, contraddicendo l'ipotesi di COASE contenuta nell'articolo "*The problem of social cost*", in *The Journal of Law and Economics*, III, 1960, secondo cui la sola definizione dei diritti di proprietà può portare ad una situazione efficiente.

²³ Se ad esempio, un gruppo societario è contestualizzato in un mercato di capitali poco proficuo che non consente una crescita rilevante, la condivisione tra le società del gruppo di risorse, competenze e conoscenze, costituisce un contributo alla redditività. Questo può contrastare la situazione di svantaggio dovuta al mercato poco efficiente.

divieti e sanzioni, ma bensì nella disposizione di speciali regole di organizzazione del processo decisionale societario in funzione perlopiù prudenziale²⁴.

Tutte queste ragioni hanno contribuito alla rilevanza che oggi assumono le OPC sia a livello normativo sia nel contesto della *corporate governance*. Le operazioni in esame sono dunque strumentali al trasferimento di ricchezza societaria a soggetti non beneficiari di tali risorse e, quindi, all'esecuzione di affari che non rientrano propriamente nell'interesse della società. Per questa ragione, è richiesto alle entità di adottare adeguate procedure quando si è in trattativa con un soggetto correlato.

Nel contesto italiano, le *related party transactions* rappresentano una tematica a cui rivolgere particolare attenzione. Questo è dovuto alla prevalenza del modello di controllo proprietario²⁵, alla presenza di patti parasociali, ma anche di gruppi piramidali, a limiti al possesso azionario e, inoltre, a una scarsa presenza di investitori istituzionali²⁶.

Nei paragrafi successivi verranno quindi analizzate le problematiche che hanno portato all'adozione della normativa ad oggi in vigore in Europa e, più nello specifico, in Italia.

1.2.1. *Le ragioni dell'intervento del diritto*

Prima di inquadrare le disposizioni vigenti in tema di operazioni con parti correlate, è interessante capire quali motivi hanno fatto sì che ad oggi questo tema assuma così tanto rilievo. Anzitutto, un contributo notevole è

²⁴ F. GUERRERA, *Le operazioni sul capitale e straordinarie "con parti correlate": aspetti sostanziali e procedurali*, in *Riv. di diritto societario*, I, 2022.

²⁵ Si fa riferimento alla società precedentemente definita a «conduzione familiare», in cui pochi soggetti detengono gran parte delle azioni.

²⁶ G. D. MOSCO, *Operazioni con parti correlate: cosa sono e perché sono importanti*, in *LUISS Law Review*, 2018.

derivato dagli scandali²⁷ che hanno interessato alcune grandi società europee ed extra europee, i quali, agli inizi degli anni 2000, sono stati dimostrazione di mancanze normative e di inefficienze di controllo e di gestione.

Come evidenziato nel precedente paragrafo, le OPC non sono delle operazioni equiparabili a un normale affare societario, in quanto possono implicare conseguenze negative sia per la società stessa sia per i suoi azionisti. Gli effetti sono quindi di natura esterna oltre che interna.

Nel corso degli anni, ciò che ha contribuito in modo significativo a vedere le operazioni con parti correlate da una prospettiva differente è sicuramente la centralità che ha iniziato ad assumere la tutela del socio. Questo ha quindi fatto emergere la necessità di avere a disposizione una normativa che riuscisse, quanto più possibile, a limare alcuni punti critici correlati alla tutela del socio, soprattutto quello di minoranza. Da qui si sono susseguiti vari interventi normativi aventi l'obiettivo, in primo luogo, di garantire la trasparenza dei mercati e, in secondo luogo, di dare importanza alla correttezza procedurale e sostanziale delle operazioni con parti correlate.

Nel nostro ordinamento, a partire dalla riforma del diritto societario del 2003, che ha portato all'entrata in vigore dell'art. 2391-*bis* c.c., si sono succeduti diversi interventi in tema di OPC, con l'intento primario di rendere solida la tutela degli azionisti di minoranza e degli altri *stakeholders*. È chiaro che, in un mercato come quello italiano, con molti casi di gruppi societari, risulta necessario garantire la chiarezza e la correttezza delle operazioni realizzatesi²⁸.

Facendo un passo indietro, e spostando l'attenzione al quadro d'azione europeo, emergono alcune delle esigenze che, a partire dai primi anni del terzo millennio, hanno richiesto alcuni provvedimenti della

²⁷ Si fa riferimento al crac di Cirio e Parmalat e agli scandali di Vivendi, Adecco, Ahold ed Enron.

²⁸ E. ROSSI – M. BORTONE, *Concetto di "parti correlate" e Regolamento Consob. Esame di un caso pratico*, in *Il fisco*, I, 29/2012.

Commissione Europea. In primo luogo, al fine di rafforzare il mercato e quindi l'economia, risultava essenziale costituire un quadro dinamico, ma allo stesso tempo comune per tutto il territorio, in modo da favorire l'efficienza e la competitività delle imprese anche a livello mondiale. Ma non solo, in quanto un'importante sfida, ancora ad oggi all'ordine del giorno, risultava essere il consolidamento dei diritti degli azionisti e la salvaguardia dei terzi²⁹. Inoltre, elemento essenziale era ed è sicuramente il grado di fiducia, il quale, nelle relazioni tra soggetti che operano sul mercato, deve essere solido. Soprattutto in tema di operazioni con parti correlate, il tema della fiducia è di primaria importanza.

A seguito degli scandali di cui è stato fatto cenno precedentemente, nei quali le OPC hanno assunto un peso rilevante sia nell'esecuzione di attività di espropriazione degli azionisti di minoranza, sia nell'omissione della reale condizione economico-finanziaria della società, la *corporate governance* ha assunto un'importanza non indifferente. Difatti, un'organizzazione della società non efficiente può portare a una non corretta gestione delle OPC, con conseguenti effetti sul mercato dei capitali, tra cui una riduzione della competitività. Da qui deriva anche la scelta di emanare un codice di autodisciplina (d'ora in poi anche "Codice")³⁰, che dal 1999 e con le relative successive modifiche raccoglie diverse raccomandazioni che

²⁹ Buona parte delle problematiche descritte sono evidenziate e sono oggetto della COM/2003/0284, Bruxelles, della Commissione al Consiglio e al Parlamento Europeo, Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea – Un piano per progredire. In tale Comunicazione, la Commissione ha evidenziato come la *Sarbanes-Oxley Act* americana, introdotta in conseguenza degli scandali avvenuti negli Stati Uniti, avesse creato una serie di problematiche a causa dei suoi effetti sulle imprese e sulle società di revisione europee. L'obiettivo individuato era quindi quello di adottare approcci simili ad altre norme nazionali ed internazionali.

³⁰ Il Codice di Autodisciplina, o Codice di *Corporate Governance*, redatto nel 1999 e modificato da ultimo il 31 gennaio 2020 dal Comitato per la Corporate Governance e promosso da Borsa Italiana, è destinato a tutte le società con azioni quotate sul MTA. L'adesione a tale Codice è volontaria. Le società applicano le raccomandazioni secondo il principio del "*comply or explain*".

rappresentano un modello di *best practice* per l'organizzazione ed il funzionamento delle società quotate italiane. Certamente, tale Codice raffigura anche un punto di riferimento per la gestione ed il controllo dei rischi d'impresa e degli eventuali conflitti d'interesse riscontrabili nelle OPC. Difatti, le raccomandazioni contenute nel Codice non vincolano le società a adottare obbligatoriamente determinati modelli di gestione, ma allo stesso tempo, sono chiamate a spiegare al mercato quali *advice* seguono e quali no, esponendo i motivi dell'eventuale astensione. Di conseguenza, le decisioni delle società saranno inevitabilmente oggetto di giudizio da parte dei diversi *stakeholders* e questo avrà un effetto sulla performance dei titoli azionari.

Come l'adesione al Codice di autodisciplina è indice di buon comportamento per una società, anche una gestione corretta e trasparente delle operazioni con parti correlate è sintomo di correttezza. Inizialmente, infatti, il codice di Autodisciplina conteneva disposizioni non obbligatorie anche in tema di OPC. Tali disposizioni hanno poi assunto carattere prescrittivo sia nella norma nazionale sia in quella comunitaria, in ragione delle conseguenze non benefiche generatesi sulle società.

Anche la crisi finanziaria ha sicuramente assunto un peso non irrisorio, in quanto ha sottolineato che, in alcuni casi, gli azionisti hanno sostenuto rischi eccessivi nel breve periodo in ragione delle decisioni prese dai dirigenti, concentrando l'attenzione dei primi sui rendimenti di breve periodo.

Tutto ciò ha fatto sì che la norma non richiedesse alle società di indicare solo a livello numerico l'ammontare delle transazioni con soggetti non indipendenti³¹, ma ha richiesto l'imposizione di procedure sia di carattere gestorio sia di trasparenza sul mercato.

³¹ Questo perché prima del Regolamento Consob ad oggi in vigore, la Direttiva 2013/34/UE del parlamento e del Consiglio del 26 giugno 2013, stabiliva che le società quotate in mercati regolamentati, dovessero indicare informazioni più dettagliate circa le operazioni svoltesi con parti correlate, esclusivamente nella nota integrativa.

Dunque, la necessità di un intervento legislativo in tema di OPC è alimentata dalla consapevolezza che, in un mercato circospetto nei confronti delle entità che vi operano, risulta incentivante per la singola società l'applicazione dei migliori standard in tema di operazioni con parti correlate. Questo poiché la riduzione del rischio di privazione a danno degli azionisti di minoranza si traduce in un minor costo della raccolta di capitale e in quotazioni più elevate³². Da un confronto con quelli internazionali, risultava inoltre che il quadro regolamentare italiano tutelasse le minoranze in modo meno efficace rispetto agli altri paesi, e questo poteva portare ad attrarre meno investitori, soprattutto quelli istituzionali. Pertanto, anche la disomogeneità della normativa nei diversi paesi ha incentivato un intervento di carattere europeo, tale da uniformare le diverse discipline.

In generale, è emerso dalla letteratura e da studi empirici che un'attuazione frequente delle *related party transactions* si sia dimostrata dannosa per il mercato a causa dei problemi dovuti all'asimmetria informativa tra soggetti interni ed esterni alla società. Questo genera conseguenze in termini di minore propensione al rischio e, quindi, ad un aumento del costo del capitale³³.

Tuttavia, come si è visto, intervenire esclusivamente sulla *disclosure*, richiedendo maggiore documentazione e trasparenza sulle operazioni, non è sufficiente. Il tema delle operazioni con parti correlate richiede di agire anche sulla *corporate governance*, portando le società a adottare una struttura e delle procedure valide. Inoltre, come precedentemente assodato, le OPC non sono sinonimo di transazioni rischiose ed inefficienti e questo approccio consentirebbe agli enti che fanno affari con parti correlati a beneficio dell'intera società, di avere sistemi in grado di comunicare al mercato i vantaggi generati da tali transazioni.

³² A. POMELLI, (nt. 14), 3.

³³ CONSOB, documento di consultazione intitolato «*Disciplina Regolamentare di attuazione dell'art. 2391 bis del c.c. in materia di operazioni con parti correlate*», 9 aprile 2008.

1.3. *Le iniziative europee degli ultimi decenni*

Gli interventi adottati dalla Commissione Europea con l'obiettivo di rendere il mercato più proficuo, incrementare l'efficienza del governo societario nonché la tutela dei soci, e più in generale, dei risparmiatori, sono stati diversi nel corso degli anni. Queste iniziative hanno contribuito alla formazione della normativa ad oggi in vigore in tema di operazioni con parti correlate.

Nel 2003, la Commissione europea ha rilasciato la Comunicazione 284 al Consiglio e al Parlamento europeo³⁴, avente come macro-obiettivi il rafforzamento dei diritti degli azionisti, la tutela dei terzi e la promozione dell'efficienza e della competitività delle imprese. Tali obiettivi risultavano raggiungibili attraverso una maggiore trasparenza in materia di governo societario³⁵, un rafforzamento dei diritti degli azionisti³⁶, una modernizzazione del consiglio di amministrazione e un coordinamento degli sforzi degli Stati membri per migliorare il governo societario. Per quanto concerne la modernizzazione del consiglio di amministrazione, la Commissione sottolinea nella Comunicazione l'importanza di far prendere le decisioni agli amministratori indipendenti, qualora ci possano essere conflitti di interesse tra gli amministratori esecutivi. Questa è la soluzione che ad oggi è stata adottata per la gestione delle OPC ed è quindi mutata da una proposta ad una vera e propria prescrizione. Inoltre, la Commissione ritiene dapprima importante raggiungere un coordinamento non solo dei codici nazionali, ma

³⁴ Si fa riferimento alla COM (2003) 284 definitivo «Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea – Un piano per progredire».

³⁵ Più precisamente, la Commissione nella Comunicazione fa riferimento ad una dichiarazione annuale sul governo societario da includere nei documenti annuali delle società quotate, relativa alle caratteristiche del modello adottato e alle relative procedure adottate.

³⁶ Il rafforzamento dei diritti degli azionisti viene identificato nell'accesso più facilitato all'informazione, nella possibilità di porre domande, nella votazione per via elettronica e nella possibilità proporre soluzioni.

anche delle procedure adottate per il controllo del rispetto della norma e della promulgazione delle informazioni. Anche tale proposito ha preso forma più concretamente, in particolar modo con l'adozione della *Shareholders Rights Directive* che ha imposto agli Stati membri l'adozione di alcune misure in tema di tutela societaria.

L'anno successivo, con la Direttiva 2004/109/CE del Parlamento e del Consiglio europeo, si è intervenuti «sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato»³⁷. Tale Direttiva ha come obiettivo principale quello di assicurare la trasparenza dei mercati regolamentati in cui operano le società quotate, in modo tale da incrementare la fiducia degli investitori. In particolar modo, incoraggia una comunicazione tempestiva, attendibile e più frequente nei confronti del mercato, in modo tale da tenere informato quest'ultimo circa le partecipazioni rilevanti e le eventuali modifiche intervenute, nonché circa le operazioni e gli eventi rilevanti che hanno avuto un impatto sul bilancio. L'organo europeo sottolinea inoltre che la relazione intermedia sulla gestione debba contenere altresì le operazioni rilevanti con parti correlate. Pertanto, è evidente che, in tema di trasparenza, le OPC hanno da sempre assunto un ruolo non marginale.

Nel 2010, in conseguenza alla crisi economica e finanziaria, la Commissione europea rilascia una Comunicazione³⁸ (in seguito “Europa 2020”), contenente una strategia per una crescita intelligente, sostenibile e inclusiva, in cui si cerca di raggiungere un miglioramento dell'ambiente in cui operano le imprese europee.

In conseguenza a questa richiesta, nel 2012 viene rilasciata la Comunicazione 740 dalla Commissione europea³⁹. Si tratta del Piano

³⁷ Questa direttiva modificava la direttiva 2001/34/CE.

³⁸ Comunicazione della Commissione Europea, “Una strategia per la crescita intelligente, sostenibile e inclusiva”, Europa 2020, Bruxelles, 2010.

³⁹ Si fa riferimento alla Comunicazione 740 della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale europeo e al Comitato delle Regioni, del

d'azione europeo che mira a raggiungere una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili. In relazione alle esigenze esposte in Europa 2020, l'organo europeo si è adoperato quindi alla costruzione di un quadro nuovo ed efficiente di diritto delle società e del governo societario. Per far ciò, gli ambiti individuati come principali da sottoporre a modifiche risultavano essere la trasparenza, il coinvolgimento degli azionisti e il sostenimento della crescita e della competitività delle imprese. Per quanto concerne la trasparenza, viene ancora una volta posta attenzione alle informazioni riguardanti il governo societario e all'importanza dell'entità dei propri azionisti, in modo tale da incentivarne il dialogo. Più propriamente, con l'obiettivo di incrementare il coinvolgimento degli azionisti, viene sottolineata l'importanza di permettere ai soci di tenere sotto controllo le operazioni con parti correlate e agevolare in questo senso la compartecipazione.

Ancor prima del Piano d'azione, nel Libro verde⁴⁰ del 2011, la Commissione europea ha riaffermato il suo intento di creare un mercato solido ed efficace che sia in grado di riconquistare la fiducia dei soggetti che vi operano, individuando nel governo societario e nella responsabilità sociale delle imprese, gli elementi essenziali per raggiungere tali obiettivi. Questo deriva dal fatto che una buona organizzazione e un'attenzione alla sostenibilità sono caratteristiche che possono influire il raggiungimento dei propositi prima citati, contenuti in Europa 2020. Più concretamente, il Libro verde individua nel consiglio di amministrazione, negli azionisti e nel principio «rispetta o spiega», i tre elementi essenziali per formare un buon governo. Per quanto riguarda il CdA, si ribadisce l'importanza di prevedere al suo interno amministratori non esecutivi con un livello di professionalità

12.12.2012, Piano d'azione: diritto europeo delle società e governo societario – una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili.

⁴⁰ Libro verde predisposto dalla Commission Europea, “Il quadro dell’Unione europea in materia di governo societario”, Bruxelles, 2011, 164.

adeguato. Nei confronti dei soci, invece, si cercano soluzioni che siano in grado di incrementare l'attivismo e ridurre lo *short-termism*.

Guardando al tema delle operazioni con parti correlate, dopo aver usato come parametro di decisione il giudizio di alcuni investitori, la Commissione segnala l'esigenza di adottare nuove norme, in quanto, in certe situazioni, la pubblicazione dell'informativa⁴¹ non è stata adeguata né tantomeno tempestiva. Dal giudizio degli investitori è emerso, infatti, che una volta superata una determinata soglia, il CdA avrebbe dovuto chiedere il parere di un esperto indipendente, in quanto, essendo imparziale, avrebbe aiutato gli azionisti di minoranza ad avere un'idea meno viziata sulla trattativa. Non solo, è emersa inoltre l'importanza di far approvare le operazioni di una certa entità all'assemblea generale degli azionisti. In relazione a questo, alcuni investitori proposero di escludere dalla votazione gli azionisti di controllo e, attraverso la pubblicità richiesta per le assemblee generali, si sarebbero scoraggiate le maggioranze nell'eseguire operazioni a scapito della società. Queste proposte sono state, come vedremo, messe in atto. La presenza degli amministratori indipendenti è centrale durante e dopo l'esecuzione delle trattative delle operazioni con parti correlate, ed è inoltre prevista la consultazione di un esperto indipendente. Oltre a ciò, per alcune operazioni si richiede l'approvazione da parte dell'assemblea degli azionisti.

Il Libro verde del 2011 ha quindi fatto emergere la necessità di incrementare le garanzie sull'esecuzione di operazioni con parti correlate e, nel Piano d'azione del 2012, tali esigenze vengono nuovamente messe in luce. Difatti, la Commissione ritiene che il controllo degli azionisti sulle OPC debba essere rafforzato, anche in relazione alle risposte ottenute dallo *European Corporate Governance Forum*, il quale ha emanato una

⁴¹ Fino a quel momento, alle società era solo chiesto di includere nei bilanci una nota sulle operazioni con parti correlate, comprensiva di alcune informazioni pressoché di natura quantitativa.

dichiarazione in cui esorta l'introduzione di principi che siano comuni in tutta l'Europa.

Conseguentemente, si comprende che la tematica delle operazioni con parti correlate non è a sé stante, ma si incastra strettamente all'interno del governo societario e nel contesto del mercato dei capitali. Tutte le iniziative finora descritte sono dimostrazione della sensibilità che caratterizza il fenomeno delle OPC, e che queste ultime non sono certamente oggetto di studi solo recenti.

1.3.1. *L'iter verso una nuova direttiva*

Le diverse iniziative europee degli ultimi anni hanno portato all'adozione della Direttiva 2007/36/CE⁴² (in seguito "SRD"), relativa «all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti delle società quotate». La deliberazione della SRD è motivata in particolar modo dalla Comunicazione del 21 maggio 2003, dalla quale è emersa l'importanza di rafforzare i diritti degli azionisti e l'urgenza di risolvere le problematiche relative al voto transfrontaliero.

La SRD si propone l'obiettivo di aumentare il potere e il controllo in assemblea degli azionisti, nonché il loro interesse alla vita dell'impresa, essendo queste caratteristiche importanti per poter parlare di buon governo. Per fare ciò, l'Unione europea punta ad incrementare e armonizzare i diritti dei proprietari del capitale societario, permettendo il voto con mezzi elettronici o per corrispondenza, la possibilità di presentare proposte in base alle loro esigenze, ma anche di porre domande e di farsi rappresentare in assemblea qualora non ne abbiano la possibilità. La Direttiva in esame indica le disposizioni da rispettare e i diritti che devono garantire i singoli Stati

⁴² Tale Direttiva, adottata dal Parlamento e dal Consiglio europeo, relativa all'11 luglio del 2007, è la prima direttiva sui diritti degli azionisti, nominata anche *Shareholders Rights Directive*, che è stata poi modificata dalla nuova Direttiva UE 2017/828.

membri, ma allo stesso tempo, lascia a questi ultimi la libertà di decidere le metodologie da impiegare per il rispetto di queste disposizioni⁴³. Infatti, nell'art. 3 viene precisato che gli Stati possono adottare misure aggiuntive, così come prevedere altri obblighi⁴⁴.

La Direttiva si applica a tutti i soggetti che detengono azioni con diritto di voto nelle assemblee di società che hanno la loro sede legale in uno Stato membro dell'UE e che hanno le azioni quotate in uno dei mercati regolamentati⁴⁵ operanti negli Stati membri.

Nelle disposizioni previste dalla Direttiva sui diritti degli azionisti del 2007 non è, però, ancora presente la tematica delle operazioni con parti correlate, in quanto saranno le inefficienze denunciate nel Piano d'azione del 2012⁴⁶ a optare per una modifica della SRD. Questo non significa, però, che le disposizioni contenute nella Direttiva in esame non siano ricollegabili al tema delle OPC, in quanto maggiori diritti esercitabili dai soci in assemblea e una migliore comunicazione dei punti all'ordine del giorno sono incisivi anche nelle decisioni relative ad affari con soggetti non indipendenti. Le operazioni con parti correlate, infatti, rappresentano un allarme se correlate all'ottenimento di benefici privati a discapito di quello societario. Di conseguenza, se il diritto di *voice* viene riconosciuto anche agli azionisti indipendenti all'operazione e a quelli di minoranza, eventuali azioni dannose possono essere individuate e arrestate.

Più nel dettaglio, il legislatore comunitario riconosce ai soci delle società quotate il diritto di porre domande e di ricevere le informazioni prima

⁴³ L'art. 15 infatti indica come termine massimo per recepire la Direttiva in ciascun Stato membro, il 3 agosto 2009. Le disposizioni nazionali sono poi oggetto di comunicazione alla Commissione. È richiesto inoltre che nelle disposizioni adottate a livello nazionale, venga fatto riferimento alla Direttiva in questione.

⁴⁴ Ad esempio, nel recepire tale Direttiva, gli Stati possono prevedere che dalla sua applicazione siano escluse le società cooperative e gli organismi di investimento collettivo. Nel successivo paragrafo si analizzerà in che modo la normativa italiana ha adottato questa Direttiva.

⁴⁵ La disciplina comunitaria dei mercati regolamentati è indicata nella Direttiva 2014/65/UE.

⁴⁶ Vedere nota n. 40.

dell'assemblea, in modo tale che questi possano partecipare alla discussione in modo informato e consapevole. In aggiunta, garantisce la possibilità di far iscrivere, dietro motivazione, dei punti all'ordine del giorno e di esporre proposte di delibera. Al riguardo, l'organo europeo indica che, qualora l'esercizio di questi diritti debba rispettare una determinata soglia di capitale, questa non possa essere superiore al 5%. Emerge quindi la finalità di dare spazio alle minoranze, cercando di includere anche e soprattutto queste ultime nel godimento dei diritti assembleari.

Per incentivare e rendere meno difficoltosa la presenza e l'intervento dei soci in assemblea, la Direttiva vieta la richiesta di deposito, trasferimento o registrazione dei titoli azionari prima dell'assemblea e riconosce inoltre la partecipazione con mezzi elettronici. L'art. 10 della SRD, con lo scopo di rendere più agevole la partecipazione degli azionisti, riconosce il voto per delega. Ciò significa che qualsiasi azionista può intervenire in assemblea attraverso un rappresentante, il quale si vedrà riconosciuti i suoi stessi diritti. È importante che il rappresentante voti seguendo esclusivamente le indicazioni del rappresentato, in quanto, in alcune situazioni, si potrebbero generare dei conflitti di interesse⁴⁷. Un'ulteriore misura adottata è il voto per corrispondenza, attraverso cui un azionista può votare prima dell'assemblea. In questo caso, però, tale diritto può essere esercitato garantendo l'identificazione degli azionisti. Infine, nell'ottica di garantire sempre un ottimo livello di trasparenza, gli Stati devono garantire che le società, entro quindici giorni dopo l'assemblea, rendano pubblici i risultati della votazione sul loro sito Internet.

Secondo la dottrina, le finalità della Direttiva sembrano pertanto essere due. La prima riguarda la necessità di creare una normativa comune

⁴⁷ La Direttiva 2007/36/CE fa riferimento al caso in cui il rappresentante sia un azionista di controllo della società o sia un soggetto controllato da tale azionista. Fa riferimento, inoltre, all'ipotesi in cui sia un membro del CdA o dell'organo di vigilanza, un dipendente, un revisore o della società, o di un azionista di controllo, o sia un familiare delle persone sopra citate.

per tutti gli Stati membri. In secondo luogo, il legislatore europeo si impegna a facilitare la partecipazione nelle società quotate, non solo per i cittadini che partecipano alla vita delle società dei loro Paesi, ma soprattutto per i cittadini di altri Paesi che incontrano maggiori difficoltà a partecipare alle assemblee di società con sede in Stati dell'Unione europea diversi dal proprio⁴⁸.

1.3.2. *La relativa normativa italiana*

In tema di operazioni con parti correlate, il legislatore italiano, con il Decreto legislativo n. 310/2004, aveva introdotto l'art. 2391-*bis* del c.c.⁴⁹. Questo articolo è stato un importante punto di partenza per la normativa ad oggi in vigore, in quanto obbliga gli organi di amministrazione delle società quotate ad adottare, secondo i principi indicati dalla Consob, delle procedure che garantiscano la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle OPC⁵⁰. I principi, i quali la Consob è chiamata ad indicare, si applicano alle operazioni compiute direttamente o per il tramite di società controllate, e le regolamentano in relazione alla competenza decisionale, alla motivazione che le scaturisce e alla documentazione richiesta. Inoltre, il Codice civile, nell'art. 2391-*bis*, indica come soggetto vigilante sull'osservanza delle procedure

⁴⁸ C. A. BUSI, *Il recepimento in Italia della direttiva sui diritti degli azionisti 11 luglio 2007, n.36/CE e le modificazioni statutarie conseguenti*, in *ShopWKI – La libreria del professionista*, cap. XXXII.

⁴⁹ Articolo recentemente modificato dalla Legge n.21 del 5 marzo 2024, la quale, con l'obiettivo di incrementare la competitività del mercato, punta a semplificare la disciplina degli emittenti, ivi inclusa quella in tema di operazioni con parti correlate. L'articolo è stato modificato come segue: 1) al primo comma, le parole «che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio» sono sostituite dalle seguenti «con azioni quotate in mercati regolamentati»; 2) al terzo comma, lettera b), le parole «che fa ricorso al mercato del capitale di rischio» sono soppresse.

⁵⁰ Prima dell'entrata in vigore dell'art. 2391-*bis* c.c., l'art. 71-*bis* del Regolamento Emittenti (introdotto con delibera Consob n. 11971/1999 e successive modificazioni), prevedeva solamente un obbligo informativo in capo alle società emittenti azioni quotate, alle quali era richiesto di informare il mercato in occasione della conclusione di OPC, ma si trattava di una documentazione episodica, che implicava diverse problematiche.

l'organo di controllo, il quale deve farne riferimento nella relazione all'assemblea.

La Consob, in risposta al mandato ricevuto dalla normativa primaria, con la Delibera n.17221/2010 adotta per la prima volta il Regolamento operazioni con parti correlate. Tale Regolamento, come indicato dall'art. 2, si applica a tutte le società italiane con azioni quotate in mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell'UE, e con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante. La Consob esorta quindi le società italiane a adottare delle procedure idonee ad assicurare la correttezza di queste operazioni. Gli enti sono chiamati, attraverso l'adozione di tali procedure, a identificare quali sono le operazioni di maggiore rilevanza, i casi di esenzione⁵¹ a cui le procedure possono non essere applicate, i requisiti per essere amministratore o sindaco indipendente, e soprattutto l'*iter* previsto per l'approvazione delle OPC, nonché le modalità e i tempi con cui comunicano agli amministratori o consiglieri indipendenti, chiamati ad esprimere un parere, le informazioni sulle transazioni. Questo perché le delibere di approvazione e modifica delle operazioni con parti correlate devono aver ottenuto parere favorevole da un comitato, anche appositamente costituito, composto da amministratori indipendenti⁵². Le procedure adottate devono poi essere pubblicate sul sito internet, e una volta l'anno, nella relazione sulla gestione⁵³. La Consob, inoltre, consiglia alle società di prendere in considerazione l'opzione di

⁵¹ Oltre alle operazioni che presentano un importo ridotto e che quindi possono essere escluse dall'applicazione del Regolamento, la Consob identifica alcuni casi di esclusione: i piani di compensi basati su strumenti finanziari approvati dall'assemblea, le deliberazioni in tema di remunerazione degli amministratori, le operazioni ordinarie concluse a condizioni uguali a quelle di mercato.

⁵² «Qualora non siano in carica almeno tre amministratori indipendenti, le delibere sono approvate previo parere favorevole degli amministratori indipendenti eventualmente presenti o, in loro assenza, previo parere non vincolante di un esperto indipendente.»

⁵³ La Consob, nell'art.5 comma 8, specifica che gli emittenti devono inserire nella relazione intermedia e annuale sulla gestione, informazioni circa le singole operazioni di maggiore rilevanza che hanno avuto luogo nel periodo di riferimento, le altre eventuali singole operazioni e qualsiasi modifica o evoluzione rilevante, circa le operazioni descritte nell'ultima relazione.

estendere l'applicazione del Regolamento anche a soggetti diversi da quelli che rientrano nella definizione di parte correlata, facendo riferimento agli assetti proprietari, ai legami statutari o contrattuali.

Al fine di garantire la trasparenza al mercato delle trattative, qualora le società compiano delle operazioni che superano le soglie previste per quelle di maggiore rilevanza⁵⁴, devono predisporre un documento informativo e lo rendono disponibile presso la sede sociale.

L'art. 11 del Reg. OPC si occupa di disciplinare le operazioni di competenza assembleare, in quanto, qualora un'operazione sia di competenza dell'assemblea, è riconosciuto ai soci il potere di decidere l'esito della delibera. Al comma 3, la Consob indica che, in caso di parere contrario rilasciato dagli amministratori indipendenti, le procedure adottate devono impedire la realizzazione dell'operazione se la maggioranza dei soci non correlati votanti esprime un voto contrario in assemblea⁵⁵.

Per quanto concerne l'indicazione delle procedure che le società devono adottare per la gestione delle operazioni, viene fatta una distinzione tra quelle di maggiore e minore rilevanza. La differenza è centrale, in quanto per quelle di maggiore rilevanza il comitato deve essere composto esclusivamente da amministratori indipendenti, mentre per quelle di minore rilevanza questi devono costituire la maggioranza. Inoltre, per le operazioni più rilevanti, il comitato deve essere coinvolto già durante le trattative ed è necessario che approvi l'operazione con motivato parere vincolante, al

⁵⁴ La Consob identifica le operazioni di maggiore rilevanza quelle che superano la soglia del 5%, in relazione all'indice di rilevanza del controvalore (rapporto tra il controvalore dell'operazione e il patrimonio netto o se maggiore, la capitalizzazione della società), l'indice di rilevanza dell'attivo (rapporto tra il totale attivo dell'entità oggetto e il totale attivo della società) e l'indice di rilevanza delle passività (rapporto tra il totale delle passività dell'entità acquisita e il totale attivo della società). La soglia scende al 2,5% per le operazioni con la società controllante quotata o con soggetti a quest'ultima correlati che risultino a loro volta correlati alla società.

⁵⁵ La Consob aggiunge che «le procedure possono prevedere che il compimento dell'operazione sia impedito solo qualora i soci non correlati presenti in assemblea rappresentino almeno una determinata quota del capitale sociale con diritto di voto, comunque non superiore al dieci per cento.»

contrario delle operazioni di importo esiguo, in cui il comitato è chiamato ad esprimere un giudizio motivato ma non vincolante, anche poco prima dell'approvazione dell'operazione⁵⁶. Per entrambe le categorie di operazioni, il comitato può cooperare con uno o più esperti indipendenti, a spese della società⁵⁷. Inoltre, sia agli amministratori indipendenti sia all'organo chiamato a deliberare devono in ogni caso essere fornite delle informazioni complete circa l'operazione, ed è richiesta un'informativa almeno trimestrale da destinare al CdA e al collegio sindacale. La Consob, infine, riconosce la possibilità di poter adottare le procedure previste per le operazioni di maggiore rilevanza anche a quelle di minore entità. Questo per far sì che la trasparenza e la correttezza siano sempre garantite e che non ci siano situazioni rischiose che possono comportare conseguenze negative a causa di una supervisione poco efficiente.

Inoltre, l'art. 10 del Reg. OPC prevede la possibilità per le società quotate di minori dimensioni⁵⁸, le società di recente quotazione⁵⁹ e le società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante⁶⁰ di applicare le procedure previste per le operazioni di minore rilevanza anche a quelle di

⁵⁶ All'art. 14 (direzione e coordinamento, società controllate e società collegate), la Consob prescrive che qualora l'entità e di conseguenza l'operazione da esse compiuta, sia soggetta ad attività di direzione e coordinamento, i pareri degli indipendenti devono includere le motivazioni circa la convenienza dell'operazione, se del caso anche in relazione al risultato complessivo dell'attività di direzione e coordinamento.

⁵⁷ Per quanto concerne il ricorso ad esperti indipendenti, le procedure adottate dalle singole società, possono imporre un ammontare massimo di spesa per ciascuna operazione. L'importo può essere in valore assoluto o proporzionale al controvalore dell'operazione.

⁵⁸ Definizione consultabile all'art. 1, comma 1, lett. w-quater.1) del TUF modificato dall'art. 2 della Legge 5 marzo 2024, n. 21 «Le società per le quali né l'attivo dello stato patrimoniale né i ricavi, come risultanti dall'ultimo bilancio consolidato approvato, superino 1 miliardo di euro. Le società di minori dimensioni non possono più qualificarsi tali nel caso in cui per due esercizi consecutivi non soddisfino congiuntamente i predetti requisiti.»

⁵⁹ Definizione contenuta nel Reg. OPC della Consob, art. 3, comma 1, lettera g), «Le società con azioni quotate nel periodo compreso tra la data di inizio delle negoziazioni e la data di approvazione del bilancio relativo al secondo esercizio successivo a quello di quotazione. Non possono definirsi società di recente quotazione le società risultanti dalla fusione o dalla scissione di una o più società con azioni quotate che non siano a loro volta di recente quotazione.»

⁶⁰ Si veda nota a piè di pagina n.78.

maggiore entità. In questo articolo non sono però comprese le società che sono controllate, anche in modo indiretto, da una società italiana o estera con azioni quotate in mercati regolamentati.

La disciplina Consob, che oltre al Regolamento sulle OPC include la relativa Comunicazione del 24 settembre⁶¹, ha quindi l'intento di mettere a disposizione delle società alcune soluzioni di *governance* atte a ridurre al minimo gli abusi derivanti dal compimento di OPC, concentrandosi più sulla sostanza che sulla forma di tali operazioni⁶².

Contestualmente alla novità legislative di carattere nazionale appena descritte, la Direttiva 2007/36/CE è stata recepita nell'ordinamento italiano con il D.lgs. del 27 gennaio 2010, n. 27⁶³, e con il successivo D.lgs. n. 91/2012⁶⁴, modificando ed arricchendo sia la disciplina speciale degli emittenti quotati, sia alcune leggi di diritto comune in tema di organi sociali e diritti dei soci⁶⁵. Il legislatore italiano ha optato per un ampliamento dell'applicazione della Direttiva, in quanto il D.lgs. 27/2010, arrivato un anno dopo rispetto la scadenza imposta dalla SRD, non fa solo riferimento alle società con azioni quotate in mercati regolamentati, ma, seppure in misura minore, anche alle società che non quotano le loro azioni in Borsa⁶⁶.

⁶¹ Comunicazione n. DEM/10078683 del 24/09/2010 con oggetto: indicazioni e orientamenti per l'applicazione del Regolamento sulle operazioni con parti correlate adottato con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 come successivamente modificato. Contiene indicazioni circa gli orientamenti che intende adottare nell'espletamento dell'attività di vigilanza.

⁶² R. GUGLIEMETTI, *La disciplina delle operazioni con parti correlate: esperienze applicative e indicazioni pratiche*, a cura di EGO n.6, 2018.

⁶³ Normativa entrata in vigore dal 20 marzo 2010. La disciplina transitoria presumeva che la direttiva relativa alla convocazione e alla partecipazione all'assemblea, sarebbero state applicate alle assemblee convocate dopo il 31 ottobre 2010. I regolamenti di attuazione relativi al decreto dovevano essere adottati entro sei mesi dalla sua entrata in vigore.

⁶⁴ Entrato in vigore dal 17 luglio del 2012, è definito come «decreto correttivo».

⁶⁵ S. ROSSI, *Diritti di partecipazione degli azionisti e collegialità nell'assemblea delle società quotate*, in *Orizzonti del diritto comm.*, II, 2014, 1-16.

⁶⁶ La Direttiva 2007/36 non vietava questa possibilità e il legislatore italiano nel far ciò, fa riferimento alla Legge del 7 luglio 2009, n. 88, la quale delegava il governo a trovare dei punti di unione tra la normativa europea e le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio.

L'entrata in vigore del decreto ha comportato per alcune tematiche l'obbligo e per altre la facoltà di apportare modifiche agli statuti degli enti.

Anzitutto, la normativa in oggetto ha comportato la modifica di alcuni articoli del Codice civile e del TUF⁶⁷. In primo luogo, l'art. 125-*bis* del TUF indica le disposizioni da adottare riguardo il contenuto dell'avviso di convocazione, la relativa pubblicazione e il relativo termine. Per quanto concerne l'avviso, quest'ultimo deve contenere molte più informazioni, soprattutto per quanto riguarda le modalità con cui i soci possono partecipare all'assemblea, l'indicazione della *record date*⁶⁸, il sito internet della società, come reperire le proposte di deliberazione e tutte le informazioni circa la composizione del capitale sociale. L'avviso di convocazione, come indicato dall'art. 125-*bis* del TUF, deve essere pubblicato sul sito internet della società nonché per estratto sui giornali quotidiani⁶⁹ entro trenta giorni prima dell'assemblea⁷⁰.

Una modifica facoltativa inclusa nel D.lgs. è quella dell'art. 2369 c.c., relativa alla convocazione unica. L'articolo consente alle società quotate

⁶⁷ Adottato con il decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, recante il Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, e successive modificazioni.

⁶⁸ È il meccanismo con cui si determina chi è legittimato ad intervenire e a esercitare il diritto di voto nell'assemblea di una società quotata, basandosi sulla sola dimostrazione della titolarità delle azioni ad una data predeterminata e precedente alla stessa. L'art. 83-*sexies* del TUF, «per le assemblee dei portatori di strumenti finanziari ammessi alla negoziazione con il consenso dell'emittente nei mercati regolamentati o nei sistemi multilaterali di negoziazione italiani o di altri Paesi dell'Unione europea, la comunicazione prevista al comma 1 è effettuata dall'intermediario sulla base delle evidenze dei conti indicati all'articolo 83 quater, comma 3, relative al termine della giornata contabile del settimo giorno di mercato aperto precedente la data fissata per l'assemblea.»

Il socio che ha acquistato delle azioni successivamente alla *record date* ma precedentemente alla data dell'assemblea, può impugnare le delibere ed esercitare il diritto di recesso (art. 127-*bis* TUF).

⁶⁹ Resta di competenza dell'assemblea straordinaria, l'eventuale introduzione di norme statutarie che prevedano modalità di convocazione dell'assemblea ulteriori e più stringenti, rispetto a quelle dettate dalla normativa primaria e secondaria.

A. BUSANI, *Le modifiche statutarie conseguenti alla legge sui diritti degli azionisti*, in *Le Società*, n.7, 1° luglio 2010, 846, che definisce improbabile, l'introduzione di modalità più stringenti.

⁷⁰ Il termine passa a 40 giorni prima dell'assemblea, se la convocazione è finalizzata all'elezione degli organi di amministrazione e controllo, e a 21 in caso di riduzione del capitale e nomina dei liquidatori.

l'esclusione delle convocazioni successive alla prima, ma è necessario che questo sia previsto dallo statuto. Contrariamente a ciò, l'art. 126 del TUF indica che, qualora il giorno della seconda o delle successive convocazioni non sia indicato nell'avviso di prima convocazione, l'assemblea può nuovamente essere convocata dopo trenta giorni. Per quanto concerne la convocazione su richiesta dei soci, il legislatore italiano ha imposto il raggiungimento di una percentuale minore, pari a un ventesimo del capitale⁷¹.

In tema di diritti che la SRD ha riconosciuto agli azionisti di minoranza, la legge italiana inserisce nell'art. 126-*bis* e 127-*ter* del TUF, l'integrazione dell'ordine del giorno⁷² e il diritto di porre domande prima dell'assemblea. Ulteriori previsioni statutarie di natura volontaria sono il voto in via elettronica di cui se ne occupa l'art. 2370 c.c., e l'identificazione degli azionisti (art. 83-*duodecies* del TUF).

Si è parimenti già visto (*supra*, cap I, n. 1.3.1) che la SRD riconosce e garantisce il diritto di poter votare attraverso deleghe. Infatti, il legislatore italiano indica che la rappresentanza può essere conferita anche a soggetti che fanno parte dell'organizzazione societaria e senza limiti quantitativi. Inoltre, è previsto, salvo le diverse previsioni statutarie, che le società passano indicare già nell'avviso di convocazione un soggetto a cui delegare i propri diritti di voto⁷³.

Queste sono alcune delle novità⁷⁴ che il legislatore italiano ha introdotto con il D.lgs. n. 27 del 2010, sui cui, successivamente, nel 2012, ha

⁷¹ Si fa riferimento all'art. 2367 c.c.

⁷² Tale diritto è riconosciuto qualora i soci rappresentino almeno 1/40 del capitale sociale ed è richiesto l'invio di una domanda scritta.

⁷³ Più precisamente, il diritto della delega di voto, è oggetto di normativa, dell'art. 2372 c.c. e degli artt. 135-*novies*, 135-*undecies*, 136 ss. e 141 del TUF.

⁷⁴ Alcune delle novità in quanto, sempre in ottemperanza alla *Shareholders Rights Directive*, la normativa italiana ha toccato altre tematiche, tra cui: sito internet (art. 125-*quater* TUF), liste per la nomina degli organi sociali (artt. 147-*ter* e 148 TUF), comunicazione dell'intermediario (artt. 83-*sexies* e 83-*novies* TUF), voto in via elettronica (art. 2370 c.c.), pubblicazione delle relazioni finanziarie annuali (art. 154-*ter* TUF), dividendo maggiorato (art. 127-*quater* TUF), sanzioni (artt. 190 e 194 TUF).

apportato alcune modifiche⁷⁵. Tali modifiche si sono rese necessarie in quanto la prassi applicativa delle norme del D.lgs. 27/2010 ha evidenziato alcune problematiche interpretative, in particolar modo in relazione al diritto di porre domande e al diritto di integrazione dell'ordine del giorno. Inoltre, la dottrina⁷⁶ aveva nel frattempo proposto delle soluzioni alle incomprensioni interpretative. Il Decreto Correttivo n. 91/2012 è stato emanato anche in risposta alla necessità di incrementare l'omogeneità tra la Direttiva UE e la legge nazionale, incidendo sull'ambito di applicazione di quest'ultima⁷⁷. Ad esempio, gli emittenti aventi azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante⁷⁸ vengono sottratti dall'applicazione della normativa in esame.

1.4. *Le OPC nelle società chiuse*

La normativa in tema di operazioni con parti correlate, sia italiana sia comunitaria, si applica esclusivamente alle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio e che quindi hanno porzioni di capitale diffuse sul mercato. Rimangono quindi escluse le società cosiddette «chiuse», le quali rappresentano il modello legale di base. Tale categoria di società include quelle che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio e che sono

⁷⁵ Modifiche pubblicate sulla Gazzetta Ufficiale n. 152 del 2 luglio 2012 relativo al D.lgs. n. 91 del 18 giugno contenente disposizioni integrative e correttive del D.lgs. 27/2010 (detto anche "Decreto Correttivo"). Quest'ultimo è costituito di sei articoli che incidono prevalentemente sulla sezione rubricata "Diritti dei soci" del TUF e collocata nel Capo II del Titolo III della Parte IV.

⁷⁶ "Consultazione su un documento illustrativo di alcune misure integrative e correttive del decreto legislativo 27 gennaio 2010, n. 27 di attuazione della direttiva 2007/36/CE relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate" del Ministero dell'Economia e delle Finanze.

⁷⁷ L. MULA – F. BRUNO, *I diritti preassembleari dei soci nel "Decreto Correttivo"*, in *Giur.comm.*, I, 2013, 171.

⁷⁸ Sono emittenti azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante gli emittenti italiani i quali, contestualmente: a) abbiano azionisti diversi dai soci di controllo in numero superiore a cinquecento che detengano complessivamente una percentuale di capitale sociale almeno pari al 5%; b) non abbiano la possibilità di redigere il bilancio in forma abbreviata ai sensi dell'art. 2435-bis, primo comma, del c.c. (art. 2-bis del Regolamento Emittenti).

caratterizzate da una ristretta compagine azionaria. A queste società si applica la disciplina generale per le S.p.A. contenuta nel Codice civile⁷⁹.

Come sinora visto, qualora le operazioni con parti correlate siano condotte esclusivamente per l'ottenimento di benefici privati, generano un rischio che non si limita a compromettere la *governance* interna, ma si estende fino al mercato dei capitali in cui i titoli azionari sono negoziati. Difatti, principale proposito della normativa in tema di OPC è certamente quello di garantire la trasparenza di tali operazioni, non solo per le minoranze e i soci non correlati, ma anche e soprattutto per gli investitori. A livello europeo, la motivazione alla base dell'esclusione di questa categoria di società è rinvenibile nella presenza di molteplici differenze nella disciplina societaria dei diversi Paesi, mentre è più difficile individuarla nel contesto nazionale⁸⁰.

La decisione di non estendere la normativa anche alle società non quotate non deriva da un'inferiore rischiosità del fenomeno, in quanto non è la quotazione o meno delle azioni in Borsa a fare la differenza, bensì le conseguenze che possono generarsi nei due contesti. In una società chiusa, gli effetti derivanti da comportamenti abusivi in tema di OPC sono limitati ai soggetti interni e quindi ai soci e ai vari *stakeholders*. Diverso è invece il contesto della società quotata, in cui comportamenti scorretti e non trasparenti creano ripercussioni sulla fiducia e sulla propensione al rischio degli investitori. Di conseguenza, nelle società aperte, l'adozione di procedure adatte e il sostenimento dei relativi costi è giustificata dall'impatto che eventuali rischi possono generare all'esterno dell'entità. Diverso è il contesto della società che non quota le azioni sul mercato e che quindi, soprattutto per la sua struttura, non è in grado di sostenere determinati costi.

⁷⁹ DI BITONTO – STUDIO RINALDI E ASSOCIATI, *Modello legale e caratteristiche tipologiche della società per azioni*, in *Guide Pratiche* consultabile al sito www.onelegale.wolterskluwer.it.

⁸⁰ M.S. HOUBEN, (nt. 16), 41.

Seppur non imposta, il rispetto della legge in tema di operazioni con parti correlate anche nelle società non quotate è comunque possibile; anzi, tale scelta risulterebbe essere necessaria relativamente alle tipicità della struttura proprietaria o del contesto societario di riferimento⁸¹. In più, ipotizzando un approccio di lungo termine, l'adozione della disciplina ad oggi in vigore per le società quotate anche da parte di quelle non quotate, rappresenterebbe una sorta di prova d'esame per non trovarsi impreparati nell'ipotesi di una successiva entrata nel mercato.

Comprensibile risulta dunque la scelta di escludere le società non quotate dall'applicazione nella normativa in esame, soprattutto a livello europeo, in cui non è presente una visione e un approccio univoco alla tematica in oggetto.

Ciò che rimane ancora indubbio è invece la decisione di estendere l'applicazione del regolamento italiano anche alle cosiddette s.r.l.-PMI aperte. Queste ultime si identificano in quelle società che hanno optato per un'offerta al pubblico, e cioè una sollecitazione all'investimento, attraverso le modalità previste dal legislatore italiano⁸², oppure in quelle società che prevedono nello statuto quote di partecipazione sociale secondo il modello azionario in un'ottica di posizionamento sul mercato, senza che ancora sia concretamente iniziata la sollecitazione. Per tale categoria di società, assumibile al modello di s.p.a. vero e proprio, si ipotizza un doveroso rafforzamento, tramite lo statuto, dei modelli di *governance* prescritti per le società quotate nei mercati regolamentati. Ad esempio, rappresenterebbe un buon punto di partenza l'estensione dell'obbligatorietà della disciplina

⁸¹ F. BARACHINI, *Tutela delle minoranze e funzione gestoria*, in *Giur. Comm.*, IV, agosto 2018, 576.

⁸² Si tratta di portali *on-line*, attraverso i quali le società che non hanno le azioni quotate in mercati regolamentati, mediante *l'equity-crowdfunding*, vengano finanziate dal pubblico risparmio.

prevista per le OPC delle società quotate, almeno alle operazioni di maggiore rilevanza condotte con parti correlate nelle s.r.l.-PMI aperte⁸³.

Se come appurato, la disciplina in tema di OPC ha la finalità di garantire la correttezza e la trasparenza di tali operazioni, risulta giustificabile la scelta di estenderla anche alle società che non hanno le azioni quotate in mercati regolamentati al solo scopo di tutelare gli investitori. Questa estensione non è però facilmente applicabile, in quanto società come le s.r.l. hanno strutture e visioni nel lungo periodo differenti rispetto a una s.p.a. con azioni quotate. Tutto ciò premesso, resta necessario individuare una soluzione capace di tutelare gli investitori e, nel contempo, di non svantaggiare la società, non avendo quest'ultima una struttura, un'organizzazione e delle risorse adatte e sufficienti ad adempiere agli obblighi cui sono chiamate ad ottemperare le società con azioni quotate.

⁸³ P. BENAZZO, *Categorie di quote, diritti di voto e governance della “nuovissima” s.r.l.: quale ruolo e quale spazio per la disciplina azionaria nella s.r.l.-PMI aperta?* in *Riv. soc.*, 2018, 1441 ss.

CAPITOLO II

L'APPLICAZIONE DELLA SHAREHOLDERS RIGHTS DIRECTIVE II NELLE SOCIETÀ QUOTATE

SOMMARIO: 2.1. Gli obiettivi della nuova Direttiva europea. – 2.2. Le varie disposizioni contenute nella Direttiva. – 2.2.1. Gli investitori istituzionali e i gestori di attivi. – 2.2.2. Disposizioni in tema di politiche di remunerazione degli amministratori. – 2.3. Novità riguardanti le operazioni con parti correlate. – 2.3.1. Le operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza. – 2.3.2. Le operazioni con parti correlate di minore rilevanza. – 2.3.3. Casi di esclusione. – 2.4. Il recepimento della Direttiva in Italia. – 2.4.1. Il nuovo regolamento Consob. – 2.5. Il ruolo e le responsabilità degli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate. – 2.5.1. Il comitato per le operazioni con parti correlate e gli esperti indipendenti.

2.1. *Gli obiettivi della nuova Direttiva europea*

La Direttiva 2017/828/UE (in seguito anche “SRD II”) modifica quella che era stata adottata un decennio prima.

Nel Piano d’azione del 2012⁸⁴ era emersa la necessità di garantire agli azionisti delle società quotate un migliore controllo sulle operazioni con parti correlate. Più propriamente, le norme a quel tempo in vigore erano considerate insufficienti e, il Libro Verde del 2011⁸⁵ aveva evidenziato la necessità di adottare maggiori protezioni a difesa dei potenziali effetti negativi generati dalle OPC. Inoltre, la Commissione rese nota nel Piano d’azione l’intenzione di proporre un’iniziativa avente l’obiettivo di migliorare il controllo sulle OPC da parte degli azionisti, eventualmente mediamente una modifica della Direttiva sui diritti degli azionisti. Dunque, la modifica della SRD è il risultato di esami e indagini meno recenti. La

⁸⁴ Si fa riferimento alla Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale europeo e al Comitato delle Regioni, con la quale si propone una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili.

⁸⁵ “Trasformare le sfide in opportunità: verso un quadro strategico comune per il finanziamento della ricerca e dell’innovazione dell’Unione europea”, Libro Verde adottato dalla Commissione europea nel 2011, 48.

Commissione europea mette in rilievo tali temi in quanto collegati ad un argomento più ampio, ossia l'efficienza del governo societario. L'idea da cui scaturiscono le varie direttive comunitarie è quella di garantire un efficiente governo societario che sia capace di rendere le società più competitive, ma anche più sostenibili nel lungo termine. La crisi finanziaria aveva difatti dimostrato che i governi societari fossero privi di alcune caratteristiche ritenute essenziali per una corretta gestione aziendale.

Con la Direttiva 2017/828/UE il legislatore europeo concretizza e rende effettive le predette iniziative della Commissione europea, al fine di incoraggiare l'impegno a lungo termine degli azionisti e incrementare la trasparenza tra la società e gli investitori. Rispetto alla prima Direttiva, l'attenzione primaria si sposta dai cosiddetti diritti di *voice* degli azionisti⁸⁶ ad alcuni loro obblighi nel contesto della *governance* societaria e più nello specifico, alla trasparenza delle remunerazioni e alle operazioni con parti correlate⁸⁷.

Conseguentemente, la decisione di revisionare la precedente Direttiva deriva dalla volontà di coinvolgere l'azionista soprattutto nel lungo termine, per far sì che le decisioni prese costituiscano la base per una stabilità aziendale durevole. In tutto ciò, le questioni ambientali e sociali ricoprono un ruolo fondamentale⁸⁸. Per il raggiungimento di tale proposito, la Direttiva indica alcune regole in tema di identificazione degli azionisti, sorveglianza sulla remunerazione degli amministratori, importanti novità in tema di operazioni con parti correlate e mira ad ottenere una maggiore trasparenza del mercato azionario.

⁸⁶ Si intendono con tale termine, tutti i diritti che permettono ad un azionista di esprimersi in assemblea e di essere quindi parte attiva nella gestione aziendale.

⁸⁷ L. MULA, *La revisione della Direttiva sui Diritti degli Azionisti: un nuovo approccio dell'UE alla corporate governance delle società quotate*, 2017, in www.dirittobancario.it.

⁸⁸ Come indicato nella sintesi "Direttiva sui diritti degli azionisti", presente sul sito www.eur-lex.europa.eu.

Dare un giudizio sull'efficacia della SRD II imposta dall'UE non è del tutto semplice, ma durante il lungo *iter* che ha portato alla sua approvazione, c'è stata un'evoluzione soprattutto per quanto concerne l'aumento della partecipazione dei fondi di investimento e degli investitori istituzionali durante le assemblee⁸⁹.

Scettica parrebbe la scelta di creare uno stretto legame tra interesse sociale e strategie d'investimento di lungo termine, le quali non comportano automaticamente un maggior attivismo del socio. Al contrario, la decisione di incentivare il dialogo tra azionisti e *management* è funzionale alla creazione di un sistema di trattamento differente per i vari azionisti, permettendo a quelli qualificati un dialogo e un confronto diretti con gli amministratori⁹⁰.

Ad ogni modo, al fine di proteggere e tutelare gli interessi dell'assemblea generale, la normativa in oggetto ha introdotto nuove misure generatrici di diritti di *voice* per gli azionisti mantenendo un occhio di riguardo per le minoranze. D'altra parte, tali tutele non rappresentano garanzia certa di un concreto aumento della partecipazione societaria.

2.2. *Le varie disposizioni contenute nella Direttiva*

La SRD II rappresenta lo strumento utilizzato dagli organi europei attraverso il quale è possibile risolvere alcune problematiche createsi nel mercato dei capitali in conseguenza alle nuove forme di investimento disponibili e alla presenza sempre più massiccia degli investitori istituzionali.

⁸⁹ L. MULA, (nt. 87), 2, in www.dirittobancario.it, ove si fa riferimento a quanto contenuto nei rapporti annuali sulla *corporate governance* della Consob. Richiama inoltre il fenomeno degli *hedge fund* (acquisizione di pacchetti azionari di minoranza per influenzare la gestione aziendale e le altre minoranze, a proprio vantaggio), ricordando i casi italiani del fondo Amber in Parmalat ed Elliot in Ansaldo.

⁹⁰ F. RIGANTI, *La nuova direttiva sui diritti degli azionisti: alcune riflessioni introduttive*, in *Le Nuove Leggi Civili Commentate*, III, 2018, 772. L'autore individua la figura degli investitori istituzionali, la disciplina prevista per le remunerazioni degli amministratori e il tema dell'interesse sociale come punti critici della Direttiva.

Tutto ciò ha generato alcuni effetti negativi sull'efficienza della *governance* societaria, rendendo necessario l'intervento normativo.

Rispetto a quella del 2007, incentrata sui diritti degli azionisti e sugli strumenti necessari per semplificarne la partecipazione in assemblea e l'esercizio dei diritti di voto attraverso la comunicazione di un'informativa pre-assembleare, la modifica del 2017 si focalizza sui comportamenti degli azionisti e sulle soluzioni da adottare per incoraggiarne l'impegno a lungo termine e incrementare la trasparenza tra soci e società⁹¹.

Una prima novità si ravvede nell'identificazione degli azionisti. Un obiettivo della SRD II è, infatti, quello di facilitare la comunicazione diretta tra azionisti e società, resa difficoltosa dalla presenza di numerosi soggetti di intermediazione. La rilevanza assunta da questo tema deriva dalla volontà di agevolare l'esercizio del diritto di voto spettante a ciascun azionista e, al tempo stesso, di incrementare il loro impegno in assemblea. Quest'ultimo è, infatti, considerato uno dei pilastri per il raggiungimento dell'efficienza del governo societario delle società quotate. Difatti, l'art. 3-*bis* della SRD II e per la normativa italiana l'art. 83-*duodecies* del TUF, esortano le società a richiedere agli intermediari delle informazioni sull'identità dei loro azionisti, escludendo eventualmente solo coloro che detengono una percentuale di azioni o diritti di voto inferiore a una determinata percentuale⁹². Tale intervento ha la finalità di agevolare la comunicazione diretta tra socio e società, permettendo a quest'ultima di entrare a conoscenza delle informazioni principali dei soggetti che formano l'assemblea generale, i quali detengono un potere decisionale al suo interno. L'esigenza di identificare gli azionisti deriva in particolar modo dall'entrata delle azioni dematerializzate nel sistema di gestione accentrata, il quale non permette a chi è all'apice di

⁹¹ ASSONIME, *Circolare 21/2019 – Il recepimento della direttiva shareholder rights II nell'ordinamento italiano*.

⁹² L'art. 3 *bis* impone che solo gli azionisti che detengono azioni tali da non superare la percentuale dello 0,5%, possono essere esclusi dal processo di identificazione.

identificare gli azionisti, al contrario dei cosiddetti *ultimate accountholder* che gestiscono conti separati per ciascun *shareholder*⁹³.

In correlazione al primo obiettivo, un ulteriore proposito è quello di rendere trasparenti le strategie e le politiche adottate dagli investitori istituzionali e dai gestori di attivi, i quali hanno sempre dimostrato nel corso degli anni di non impegnarsi concretamente nelle società di cui detengono le azioni.

Inoltre, la SRD II ritiene necessaria la partecipazione degli azionisti alle decisioni in tema di remunerazione degli amministratori, in quanto considera questi ultimi dei soggetti che contribuiscono al successo a lungo termine della società, influenzando quindi l'andamento dei titoli azionari. La relativa relazione deve essere pubblicata sul sito internet della società in modo tale da garantire un sufficiente livello di trasparenza e in modo da consentire a tutti gli *stakeholders* di essere costantemente informati e di effettuare valutazioni sulla politica di remunerazione degli amministratori.

Oltre a ciò, il legislatore europeo si occupa della figura del consulente di voto⁹⁴ al quale è richiesto di rispettare un codice di condotta al fine di garantire un livello di trasparenza ottimale.

Ulteriori importanti novità sono sicuramente le disposizioni in tema di operazioni con parti correlate. La normativa europea mette al centro di questo tema l'importanza della tutela degli interessi delle società e degli azionisti. Identificandole come operazioni che potrebbero talvolta causare rilevanti svantaggi per l'intera compagine societaria, la normativa richiede che siano sottoposte all'approvazione degli azionisti, del CdA, o dell'organo

⁹³ M. SCIUTO, *Prime considerazioni sull'identificazione degli azionisti dopo l'attuazione della seconda Direttiva azionisti*, in *Le nuove leggi civili commentate*, IV, 2020, 994.

⁹⁴ Sono quei soggetti di cui si avvalgono alcuni investitori istituzionali e gestori di attivi, i quali effettuano ricerche al fine di elargire linee guida su come votare nelle assemblee. Tale figura consente di ridurre sicuramente i costi di ricerca e allo stesso tempo, può avere un forte impatto sul comportamento degli investitori, soprattutto su quelli con portafogli molto diversificati.

di vigilanza, seguendo delle procedure che siano in grado di impedire comportamenti espropriativi.

La SRD II intende dunque promuovere e garantire un maggiore attivismo dei soci soprattutto in un’ottica di lungo periodo, attraverso una più diretta comunicazione tra socio e amministratori, mettendo il primo al centro delle decisioni societarie, comprese la remunerazione degli amministratori e le operazioni con parti correlate.

2.2.1. *Gli investitori istituzionali e i gestori di attivi*

La SRD II è altresì intervenuta sul ruolo degli investitori istituzionali⁹⁵ e dei gestori di attivi⁹⁶, essendo spesso azionisti importanti capaci di esercitare un’influenza sul governo della società e sul suo successo a lungo termine.

Un primo punto critico evidenziato al riguardo è l’assenza di trasparenza che caratterizza le strategie adottate dagli investitori istituzionali e le relative attuazioni. Contrariamente, la pubblicazione dei piani strategici adottati, è essenziale per rendere gli azionisti consapevoli, nonché per incentivare il loro impegno nella società. Per questo motivo, la Direttiva 2017/828/UE, nell’art. 3-*octies* consiglia di comunicare al pubblico una politica di impegno degli azionisti in cui gli investitori istituzionali e i gestori

⁹⁵ “Intermediario la cui attività caratteristica è quella di investire un patrimonio per conto di un soggetto che si trova in surplus finanziario.” In tale definizione rientrano gli OICR, i fondi comuni di investimento mobiliari, immobiliari, speculativi e le Sicav, i fondi pensione e le compagnie di assicurazione. La funzione svolta può derivare da un mandato specifico o provenire dall’intermediazione in senso stretto.

Definizione presente su *Glossario Finanziario*, www.borsaitaliana.it.

⁹⁶ “Qualsiasi persona giuridica la cui occupazione o attività abituale consiste nel prestare uno o più servizi di investimento a terzi e/o nell’effettuare una o più attività di investimento a titolo professionale” “che presta servizi di gestione del portafoglio agli investitori, un GEFIA, oppure una società di investimento autorizzata a norma della direttiva 2009/65/CE purché non abbia designato per la sua gestione una società di gestione autorizzata dalla stessa direttiva.”

Definizione consultabile in parte all’articolo 4, paragrafo 1, punto 1, della direttiva 2014/65/UE e all’art.1, punto 2, lettera f) della direttiva 2017/828.

di attivi rendano note le attività e le strategie che intendono adottare nell'esercizio dei loro diritti di voto, nel loro rapporto con le società di cui detengono azioni e ulteriori informazioni per quanto concerne la gestione dei conflitti d'interesse e il monitoraggio delle questioni rilevanti delle società partecipate⁹⁷.

Per quanto concerne la comunicazione dei voti esercitati nelle assemblee delle società di cui sono azionisti, l'art. 3-*octies* della SRD II permette di escludere i voti non significativi in relazione all'oggetto della votazione o alle dimensioni della partecipazione della società. Di conseguenza, potendo seguire dei propri criteri per classificare l'entità dei voti, la Direttiva potrebbe in questo contesto risultare manovrabile⁹⁸.

I gestori di attivi devono rendere nota agli investitori istituzionali una relazione concernente i rischi di medio e lungo termine relativi agli investimenti, nonché informazioni circa il livello di rotazione del portafoglio. Quest'ultimo è ritenuto un indicatore essenziale per valutare la coerenza delle operazioni attuate dai gestori con gli interessi degli investitori istituzionali. L'art. 3-*nonies* indica le informazioni da rendere note al pubblico nel caso in cui un gestore di attivi investa per conto di un investitore istituzionale⁹⁹.

Per quanto concerne l'eventuale ausilio dei consulenti di voto, la Direttiva, con l'art. 3-*undecies* prevede che questa figura segua un codice di

⁹⁷ La politica di impegno degli azionisti non è dunque una regola tassativa ma, qualora gli investitori istituzionali non dovessero comunicarla al pubblico, devono spiegare i motivi dell'astensione. Ulteriore scelta che ricade sulla volontà degli investitori istituzionali è la possibilità di non rendere pubblico ogni singolo voto espresso nelle assemblee, se ritenuto non significativo.

⁹⁸ M. L. PASSADOR – F. RIGANTI, *Shareholders' rights in agency conflicts: selected issues in the transatlantic debate*, in *Delaware journal of corporate law*, vol. 42, 2018, 569 ss.

⁹⁹ L'art. 3-*nonies* chiede che siano comunicate informazioni circa: le modalità previste dall'accordo che consentono di sovrapporre la strategia del gestore di attivi, al profilo e alla durata delle passività dell'investitore istituzionale; le modalità attraverso cui il gestore viene incentivato a prendere decisioni che incrementino i risultati finanziari e non finanziari delle società partecipate; il modo in cui le modalità e le tempistiche di valutazione dei risultati del gestore di attivi sono coerenti con il profilo e le passività degli investitori; il modo in cui gli investitori istituzionali tengono sotto controllo i costi di rotazione del portafoglio; la durata dell'accordo.

condotta rispettando le regole di trasparenza. È quindi richiesto di rendere note le informazioni circa le loro ricerche e raccomandazioni nonché su eventuali conflitti di interessi che possono influenzare l'operato.

Come si evince dalla SRD II, i doveri che gli investitori istituzionali sono chiamati a rispettare non sono solo legati ad aspetti economici e finanziari delle società in cui detengono le azioni, ma anche ad altri di carattere più generale¹⁰⁰. Più propriamente, il tema degli investitori istituzionali e dei gestori di attivi si sposta dalle dinamiche di impresa a quelle di sistema, ritenendo dunque il loro coinvolgimento essenziale per raggiungere un equilibrio degli interessi societari e un'esecuzione più ottimale delle operazioni di *corporate governance*¹⁰¹.

2.2.2. Disposizioni in tema di politiche di remunerazione degli amministratori

Ulteriore tematica soggetta all'intervento del legislatore europeo è la politica di remunerazione degli amministratori di società quotate. L'inclusione di questo tema deriva dalla consapevolezza che la remunerazione è uno strumento che consente di allineare gli interessi della società con quelli dei suoi amministratori. Inoltre, svolgendo questi ultimi un ruolo essenziale all'interno del governo societario, un parere degli azionisti sulla loro politica di remunerazione è considerato opportuno dal legislatore europeo.

Anche in tale contesto, è richiesta una conformità della politica con le strategie societarie di lungo periodo. Infatti, è importante che essa sia valutata non solo annualmente, ma per un periodo tale da permettere ai diversi portatori di interesse, tra cui gli azionisti, di valutare la correlazione tra remunerazione degli amministratori e risultati di medio e lungo periodo.

¹⁰⁰ A. DACCÒ, *Il ruolo degli investitori istituzionali alla luce della direttiva 2017/828*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, II, 2019, 517 ss.

¹⁰¹ F. RIGANTI, (nt. 90), 3.

Un eventuale voto contrario dell'assemblea generale non comporta automaticamente una bocciatura della relazione sulle politiche di remunerazione, ma è necessario spiegare nella relazione successiva in che modo è stato preso in considerazione il parere degli azionisti. L'art. 9-*bis* della SRD II prevede che gli Stati membri possano alternativamente rendere il giudizio sulla relazione da parte dell'assemblea vincolante oppure consultivo. Tale seconda opzione, nonostante potrebbe risultare ottimale per praticità e tempismo, potrebbe anzitutto ridurre l'importanza che si auspica di garantire all'assemblea in tali contesti, e di conseguenza, limitare la partecipazione degli azionisti. Inoltre, rischierebbe di rendere più difficoltoso l'obiettivo europeo di uniformare la direttiva.

Oltre a ciò, è richiesto alle società quotate degli Stati membri di predisporre e pubblicare delle relazioni sulla politica di remunerazione degli amministratori in modo chiaro, comprensibile e completo, con l'indicazione delle remunerazioni spettanti al singolo soggetto, la durata del relativo contratto ed eventuali accordi. Importante è che vengano distinte le componenti fisse da quelle variabili.

La disciplina dell'UE permette inoltre alle società quotate di derogare temporaneamente alla politica adottata esclusivamente per ragioni eccezionali. L'art. 9-*bis* specifica che tali ragioni devono essere legate a circostanze che potrebbero mettere a rischio la stabilità della società sul mercato, la sua sostenibilità generale e gli interessi di lungo periodo.

La rilevanza di temi come gli interessi di lungo periodo e la strategia aziendale, in un contesto come quello delle remunerazioni degli amministratori, deriva dunque dalla possibilità di tutelare gli interessi degli azionisti da eventuali operazioni e scelte dei gestori finalizzate solo a incrementare guadagni nel breve periodo e a ottenere premi per i risultati

raggiunti, senza badare alla gestione ottimale delle risorse societarie¹⁰². Ragionamento analogo viene fatto per quanto riguarda le operazioni con parti correlate. Onde evitare eventuali comportamenti espropriativi da parte degli amministratori, dei soci di maggioranza o per il tramite di parti correlate esterne alla società, viene data la possibilità ai soci, direttamente o indirettamente, di esercitare un'influenza in sede di approvazione di OPC.

2.3. Novità riguardanti le operazioni con parti correlate

La Direttiva 2017/828/UE porta all'attenzione il tema delle operazioni con parti correlate. Essendo prerogativa di intervento già del Piano d'azione del 2012, il Parlamento e il Consiglio europeo valutano alcune misure di salvaguardia per la tutela degli interessi societari e degli azionisti, soprattutto quelli di minoranza, essenziali per non causare pregiudizio in conseguenza di comportamenti espropriativi. Questi ultimi possono verificarsi qualora l'interesse della società alla creazione di valore per gli azionisti sia in conflitto con quello della parte correlata che punta alla massimizzazione dell'utile¹⁰³.

Primariamente, il Libro Verde del 2011 ha messo in dubbio la sufficienza e l'efficacia della normativa in vigore in tema di OPC nell'ambito della tutela degli azionisti di minoranza¹⁰⁴. Le soluzioni suggerite riguardavano l'ottenimento di un parere di un esperto indipendente sulle operazioni più significative, l'approvazione di queste ultime da parte dell'assemblea generale e l'esclusione dal voto degli azionisti di controllo.

¹⁰² I. CAPELLI, *La sostenibilità ambientale e sociale nelle politiche di remunerazione degli amministratori delle società quotate: la rilevanza degli interessi degli stakeholder dopo la SHDR II*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, II, 2020, 553,588.

¹⁰³ A. POMELLI, (nt. 14), 2.

¹⁰⁴ Libro Verde, "Il quadro dell'Unione europea in materia di governo societario", adottato il 5.4.2011 dalla Commissione Europea, 164. Il paragrafo 2.7.2 prende in esame la protezione contro eventuali abusi.

La *ratio* della *Shareholders Rights Directive* II non è altro che quella di tutelare quegli azionisti che in assemblea si trovano in una posizione meno favorevole, permettendo loro di esprimersi attraverso il diritto di voto¹⁰⁵.

Sino a quel momento, sulla base delle indicazioni contenute nello IAS 24, tutte le società quotate in mercati regolamentati erano tenute a inserire nel loro bilancio annuale informazioni tali da mettere in luce l'influenza che le operazioni con parti correlate esercitassero sulla situazione economica e patrimoniale-finanziaria dell'ente¹⁰⁶. Tale prescrizione derivava dalla rilevanza che le OPC potessero assumere nella valutazione delle attività, dei rischi e delle opportunità di una società, impattando dunque sull'andamento delle quotazioni azionarie sul mercato. La normativa contabile, quindi, non interveniva sulla correttezza sostanziale e procedurale della transazione, ma era più propensa a offrire una situazione chiara riguardo il peso assunto dagli affari con parti correlate in termini quantitativi sul bilancio¹⁰⁷. In concomitanza alla normativa internazionale, anche quella italiana si è dapprima concentrata sugli obblighi di *disclosure* e solo in un secondo momento si è occupata della correttezza procedurale e sostanziale. Difatti, solo dal Regolamento Consob adottato con delibera n.17221 del 2010, le società quotate italiane sono state chiamate a adottare delle procedure specifiche per la gestione delle *related party transactions*.

Guardando il quadro normativo antecedente la SRD II, si può dire che quest'ultima contenga importanti novità in tema di operazioni con soggetti non indipendenti che richiedono alle società quotate europee di adottare una visione più pragmatica di questa categoria di affari, facendo congiungere gli oneri di informativa contabile di bilancio a incombenze di carattere procedurale ed organizzativo.

¹⁰⁵ R. GUGLIEMETTI, (nt. 62), 15.

¹⁰⁶ Più nello specifico, lo IAS 24 richiede la comunicazione di informazioni riguardanti i rapporti, le operazioni e i saldi con parti correlate nel bilancio consolidato e separato di una controllante, di una partecipante in una *joint venture* o di un investitore.

¹⁰⁷ P. FERA, (nt. 20), 34.

Anzitutto, la SRD II nell'art. 9-*quater* prescrive le regole procedurali che gli Stati membri sono chiamati a adottare. La Direttiva lascia libertà alla normativa nazionale per la determinazione degli indici quantitativi, strumentali a distinguere le operazioni di maggiore rilevanza da quelle di minore entità. Le operazioni ritenute di maggiore rilevanza, infatti, assumono un ruolo centrale nella Direttiva. Quest'ultima impone agli Stati membri di utilizzare come parametri di valutazione sia l'influenza che le informazioni comunicate possono avere sulle decisioni economiche degli azionisti, sia i rischi che potrebbero derivare dall'operazione per la società stessa e per i suoi azionisti che non rappresentano parte correlata.

Al fine di raggiungere un soddisfacente livello di trasparenza è richiesta la pubblicazione sul sito internet della società o su altri mezzi di facile accesso, al più tardi al momento della conclusione dell'operazione, di un documento che contenga l'identità della parte correlata¹⁰⁸, la data e il controvalore dell'operazione, nonché altre informazioni che consentano agli *stakeholders* la valutazione della correttezza e della convenienza dell'affare. A tal fine, è richiesto che le società quotate predispongano una relazione alla cui preparazione non possono parteciparvi i soggetti che sono parte correlata. Tale relazione può essere predisposta da un soggetto terzo indipendente, dall'organo di amministrazione o di vigilanza, oppure dal comitato per il controllo interno o altro comitato composto in maggioranza da amministratori indipendenti. Tutto ciò per favorire una presentazione e una valutazione dell'operazione oggettiva, priva di giudizi viziati.

Per quanto concerne l'approvazione dell'operazione, la SRD II impone che essa sia vincolata al parere degli azionisti stessi, del CdA o dell'organo di vigilanza, affiancata da procedure tali da impedire che la parte correlata tragga vantaggio dall'operazione appropriandosi di valore

¹⁰⁸ L'identificazione della parte correlata, come enunciato nel considerando n.44 della SRD II, è fondamentale per una più completa valutazione dei rischi derivanti dall'operazione e per permettere un'eventuale impugnazione con ricorso alle vie legali.

appartenente alla società. Il legislatore europeo non prescrive quindi una procedura rigida di approvazione, ma lascia libertà di decisione ai legislatori nazionali, richiedendo in ogni caso che i soggetti che non sono parte correlata siano ben tutelati. In questo modo, lasciando ampio spazio di scelta, non si favorisce una disciplina uniforme a livello europeo¹⁰⁹. Diversamente, il quadro normativo necessita di una regolamentazione che sia capace di imporsi e di risolvere la condizione di disomogeneità che lo ha sempre caratterizzato. Originariamente, infatti, nel 2014 la Commissione Europea propose un processo di approvazione delle OPC che vedeva protagonista una votazione dell'assemblea generale al netto del voto degli azionisti correlati. Tale opzione ha trovato riscontro positivo esclusivamente dagli investitori istituzionali e dai gestori di attivi. Difatti, l'art.9-*quater* è stato modificato sostituendo la delibera di approvazione dell'assemblea con l'introduzione di una disciplina flessibile che permettesse ai legislatori nazionali di riporre il potere decisionario alla volontà interna del CdA o del consiglio di sorveglianza¹¹⁰. Ad ogni modo, questa scelta potrebbe essere soggetta a giudizi che la valuterebbero come inappropriata per il consolidamento di una maggiore tutela delle minoranze e in generale dei soci non correlati.

Da un confronto della Direttiva 2007/36/CE con le successive modifiche apportate nel 2017, si denota che la prima non contiene nessuna disposizione riguardo la tematica delle OPC. Ne consegue che le modifiche apportate costituiscono un'importante novità nel quadro normativo europeo, oltre ad essere dimostrazione della consapevolezza acquisita riguardo i rischi correlati al tema.

¹⁰⁹ F. SICCHIERO, *La disciplina delle operazioni con parti correlate: analisi, problematiche e possibili soluzioni*, in *Contratto e Impresa*, I, 2021, 336.

¹¹⁰ M. CORGATELLI, *I regimi europei d'approvazione di operazioni con parti correlate*, in *Riv. dir. soc.*, III, 2021, 541 ss.

La Direttiva sui diritti degli azionisti individua poi le situazioni in cui non è necessaria l'applicazione delle procedure né tantomeno l'adozione dei presidi richiesti per le operazioni rilevanti.

Infine, con il paragrafo 9, il legislatore sottolinea la validità delle norme riguardanti la comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate¹¹¹. Tali prescrizioni sono state adottate con la finalità di ridurre l'abuso derivante dalla conoscenza di informazioni privilegiate, il quale consiste nell'ottenere in modo indebito un vantaggio a scapito di terzi che non posseggono quelle informazioni, mettendo così a rischio la totalità dei mercati finanziari e la fiducia degli investitori.

2.3.1. *Le operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza*

La Direttiva europea 2017/828, nell'art.9-*quater*, si occupa della “trasparenza e approvazione delle operazioni con parti correlate”. Primario obiettivo per una società in tema di OPC è quello di individuare le operazioni che possono ritenersi come rilevanti e assoggettarle a procedure più ferree. Nello specifico, il legislatore europeo, nel paragrafo 1, chiede agli Stati membri di definire le operazioni rilevanti prendendo in considerazione l'influenza che le relative informazioni potrebbero avere sulle decisioni economiche degli azionisti e i rischi che l'operazione potrebbe causare sia per la società sia per i suoi azionisti che non sono parte correlata, soprattutto quelli di minoranza. Al fine di stabilire una definizione per le operazioni rilevanti, la Direttiva impone di individuare uno o più indici quantitativi rappresentativi dell'impatto che l'operazione ha sulla situazione finanziaria,

¹¹¹ Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 aprile 2014, relativo agli abusi di mercato (regolamento sugli abusi di mercato) e che abroga la direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e le direttive 2003/124/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE della Commissione.

patrimoniale o economica della società. Gli indici devono inoltre essere correlati alla natura dell'operazione e alla posizione della parte correlata.

Per quanto concerne il processo di approvazione, al comma 4 dell'art. 9-*quater*, il legislatore europeo prescrive che le operazioni rilevanti debbano essere approvate alternativamente dall'assemblea generale, dall'organo di amministrazione o dall'organo di vigilanza. In aggiunta, le società devono adottare procedure che siano in grado di tutelare gli interessi della società e dei soggetti non correlati, evitando appropriazioni di ricchezza a vantaggio della parte correlata. Inoltre, la Direttiva prevede la possibilità che gli Stati membri possano optare per la votazione dell'assemblea generale dei soci sulle operazioni di entità rilevante che sono già state oggetto di approvazione da parte del CdA o dell'organo di vigilanza. Questo perché l'intento primario della norma è quello di garantire la tutela del socio. Di conseguenza, al fine di arrestare eventuali comportamenti sequestrativi di ricchezza societaria da parte di soggetti con interessi differenti rispetto a quegli degli azionisti, è fondamentale attribuire a questi ultimi alcuni diritti di *voice*. Nel caso in cui la parte correlata sia un amministratore o un socio, la SRD II, all'art. 9-*quater*, comma 4, impone di escludere taluni soggetti dalla fase di votazione. Nel medesimo articolo, però, la normativa europea consente al legislatore nazionale di ammettere in assemblea la votazione dell'azionista che è una parte correlata, purché sia impedita l'approvazione dell'operazione in caso di voto contrario della maggioranza dei soci non correlati o degli amministratori indipendenti.

Quelli sinora descritti sono gli interventi procedurali ritenuti necessari dal legislatore europeo, affinché un'operazione con parte correlata non rechi pregiudizio alla società e ai suoi soci. In aggiunta a questi, la norma ne impone degli altri di *disclosure*. Affinché le OPC possano essere parametro di giudizio anche per gli *stakeholders* esterni, in particolar modo per gli investitori del mercato, le società quotate, per le operazioni di maggiore rilevanza, devono rendere note le informazioni identificative l'operazione,

accompagnate da altre che possano consentire una valutazione circa la convenienza e la correttezza dell'operazione dal punto di vista della società. Alternativamente, un terzo indipendente, il CdA, l'organo di vigilanza, il comitato per il controllo interno o un altro comitato composto in maggioranza da amministratori indipendenti può appositamente predisporre una relazione dalla quale è possibile evincere quali motivi rendono l'operazione strumentale al raggiungimento degli obiettivi societari. Stessa comunicazione è richiesta per le operazioni rilevanti concluse tra la parte correlata della società e una controllata di tale società.

La norma europea, dunque, ha subito un importante progresso in tema di operazioni rilevanti con parti correlate, indirizzato al raggiungimento di una maggiore trasparenza, responsabilità, controllo e protezione delle minoranze. Tuttavia, sebbene all'origine la seconda Direttiva sui diritti degli azionisti si presenti come una regolamentazione avente l'obiettivo di uniformità legislativa, all'atto pratico, lascia agli Stati membri un margine di discrezionalità non indifferente. La concessione di questa autonomia può portare a differenze nella modalità di recepimento della direttiva con conseguenti incertezze e difficoltà di applicazione per le società quotate in più mercati diversi, appartenenti a differenti giurisdizioni. Oltre a ciò, la Direttiva non impone alla legge nazionale di istituire l'obbligo di voto da parte dell'assemblea generale sulle operazioni rilevanti già approvate dall'organo amministrativo o da quello di vigilanza. In questo modo rimane incerta la scelta di come gli Stati membri decidano di recepire la norma, generando differenze circa le procedure adottate da ciascun legislatore e, in conseguenza, disarmonia riguardo le modalità con cui vengono tutelati i soci e l'entità dei diritti loro riconosciuti.

2.3.2. Le operazioni con parti correlate di minore rilevanza

La SRD II prende in considerazione unicamente le operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza. Ciò significa che si occupa esclusivamente delle transazioni che superano determinati indici quantitativi e qualitativi. Questi ultimi sono stabiliti autonomamente da ciascun Stato membro, ai quali è richiesto di prendere in considerazione l'impatto che l'operazione ha sulla situazione finanziaria, sui profitti, sugli attivi, sulla capitalizzazione, compreso il capitale, o sul fatturato della società, nonché la natura dell'operazione e la posizione assunta dalla parte correlata.

Per cui, le operazioni di minore rilevanza sono quelle che non rientrano nei parametri imposti dalla norma nazionale, per le quali il legislatore europeo non richiede particolari *iter* di approvazione né specifici obblighi di *disclosure*.

Ne consegue che la gestione di tutte le transazioni che secondo la norma non sono operazioni rilevanti condotte con parti correlate è rimessa alla volontà del legislatore nazionale. Al riguardo, le modalità di trattamento delle *related party transactions* ad opera del legislatore domestico sono da sempre state divergenti. Il modello inglese prevede, infatti, una normativa calibrata in relazione alla rilevanza dell'operazione e opta, per quelle più significative, per una votazione dei soci non correlati, allineando quindi il loro potere all'impatto che l'operazione ha sulla società. Diversamente, il modello francese predilige una disciplina unitaria che mette al centro la figura degli amministratori non correlati e, in un secondo momento, quella dei soci.

Ciascun Stato membro, avendo esigenze differenti in relazione alla diversa modalità di manifestazione degli *agency problems*, ha adottato rimedi differenti. Tutto ciò spiega la decisione del legislatore europeo di preferire un'armonizzazione minima a imposizioni inflessibili¹¹².

¹¹² M.S. HOUBEN, (nt. 16), 34.

Pertanto, le operazioni che non rientrano in quelle di maggiore rilevanza possono essere sottoposte, a discrezione della legge nazionale, a specifiche procedure di approvazione, gestione e comunicazione al mercato.

Seppur di minore entità, le operazioni con parti correlate che non rientrano nelle soglie che identificano quelle di maggioranza, dovrebbero essere tenute sotto controllo in quanto anch'esse strumentali all'ottenimento di obiettivi diversi da quelli societari. Di conseguenza, imporre delle procedure e dei presidi minimi è essenziale per una loro corretta gestione. A tal proposito, il legislatore italiano, al fine di rintracciare un equilibrio che sia in grado di non appesantire le società di oneri organizzativi e vincoli procedurali e, al tempo stesso, di assicurare una maggiore trasparenza, ha optato per una distinzione delle regole applicabili in relazione alle dimensioni delle operazioni e del loro conseguente effetto sulla società. Congiuntamente, le società sono tenute a individuare soglie di rilevanza inferiori nel caso di operazioni che possono influire sull'autonomia gestionale, in ragione della rilevanza strategica che alcune attività possono assumere indipendentemente dal loro valore di mercato¹¹³.

Originariamente, la Consob ha imposto una distinzione tra transazioni di maggiore e minore rilevanza nel Reg. OPC¹¹⁴. Le seconde sono soggette all'applicazione di specifiche procedure, ma di entità minore rispetto alle prime. Questa scelta fa comprendere la volontà del legislatore italiano di non far gravare sulle società oneri troppo eccessivi per operazioni di piccola o media entità, ma al tempo stesso, si evince l'interesse a garantire la trasparenza e la correttezza procedurale di transazioni che potrebbero comunque comportare dei rischi per chi non detiene abbastanza potere. Più propriamente, la Consob ha prescritto che un comitato costituito da amministratori non correlati, in maggioranza indipendenti, rilasci, prima

¹¹³ F. COLAVECCHI, *La disciplina delle operazioni con parti correlate*, in *Rivista elettronica di diritto, economia e management*, II, 2012, 32-68.

¹¹⁴ Si fa riferimento al Regolamento adottato dalla Consob con la delibera n.17221 del 2010.

dell'approvazione, un parere motivato sulla correttezza e sulla convenienza dell'operazione. Inoltre, è richiesto di fornire almeno trimestralmente un'informativa esaustiva al CdA e al collegio sindacale¹¹⁵ sulle OPC di minore rilevanza concluse nel periodo. Tale documentazione deve essere comunicata anche al pubblico, specificando, in caso di parere contrario del comitato, le motivazioni che hanno comunque portato alla conclusione dell'operazione. La non vincolatività del parere degli amministratori non correlati è dunque controbilanciata dall'obbligo di pubblicità che grava sulle società.

2.3.3. *Casi di esclusione*

La SRD II, nell'art.9-*quater*, paragrafo 5, prevede di esentare dall'applicazione delle procedure previste per le operazioni rilevanti con parti correlate, quelle concluse nell'ordinaria attività¹¹⁶ e a normali condizioni di mercato¹¹⁷. Al riguardo, l'organo di amministrazione o di vigilanza è chiamato a costituire una procedura interna al fine di assicurare che le operazioni rientrino, in ogni momento, nelle categorie sopra citate. Inoltre, la Direttiva lascia la possibilità agli Stati membri di applicare anche a questa categoria di operazioni le procedure previste per le operazioni di maggiore rilevanza. Essendo capace di garantire maggiore trasparenza e tutela per il mercato, tale ultima opzione sarebbe certamente gradita dagli *stakeholders*.

¹¹⁵ Si parla di collegio sindacale in quanto questa è la procedura generale che si applica nelle società che hanno adottato il sistema di amministrazione e controllo tradizionale.

¹¹⁶ Operazioni che rientrano nell'ordinario esercizio dell'attività operativa e della connessa attività finanziaria.

¹¹⁷ Per "normali condizioni di mercato", non devono essere considerate solo le caratteristiche relative al prezzo e altre a esse legate, ma anche le motivazioni e le decisioni che hanno portato alla conclusione dell'operazione con una parte correlata, piuttosto che con terzi. Rif. M. STRADI, *Operazioni con parti correlate – informativa da inserire in Nota Integrativa*, in www.commercialisti.mo.it.

Nel paragrafo 6 dell'art. 9-*quater* della Direttiva in esame, la normativa europea permette a quella nazionale di esentare, o di poter consentire alle società di esentare, alcune categorie di operazioni dagli obblighi previsti per quelle di maggiore rilevanza. Più nello specifico, sono comprese le operazioni concluse tra la società e le sue controllate, se queste ultime sono interamente partecipate dalla prima o a condizione che nessuna parte correlata della società abbia un interesse nella controllata, o nel caso in cui il diritto nazionale preveda un'ottimale tutela degli interessi della società, della controllata e dei relativi azionisti che non sono parte correlata in tali operazioni. La seconda categoria compresa nell'esenzione si identifica in quelle operazioni chiaramente definite, per le quali la legge nazionale richiede l'approvazione dell'assemblea generale, ma allo stesso tempo le norme devono garantire una tutela e un trattamento equo di tutti gli azionisti, inclusi quelli di minoranza. Altra tipologia di operazioni inclusa è quella relativa alla remunerazione degli amministratori, eseguita in conformità all'art. 9-*bis* della Direttiva in esame. Le ultime due categorie di operazioni che si possono escludere dalle procedure generali sono quelle concluse da enti creditizi sulla base di attività volte a salvaguardare la loro stabilità, adottate dalle autorità competenti responsabili della vigilanza prudenziale ai sensi del diritto dell'Unione e, infine, le operazioni offerte a tutti gli azionisti alle medesime condizioni, assicurando la loro parità di trattamento e la tutela degli interessi della società¹¹⁸. La Direttiva chiede poi agli Stati membri di aggregare tutte le operazioni che non sono soggette alle procedure generali che si sono concluse con la stessa parte correlata nel corso di un qualunque periodo di dodici mesi o nello stesso esercizio.

Al riguardo, la Consob aveva dapprima individuato alcuni casi in cui era possibile escludere la disciplina regolamentare. Difatti, i casi individuati

¹¹⁸ Questa ultima categoria, sebbene non esplicitamente contenuta nel Regolamento OPC della Consob, era già stata riconosciuta in via interpretativa nella Comunicazione OPC, p. 14.

dalla Direttiva europea erano già in larga misura presenti nella normativa domestica. Una differenza si ravvede nell'esclusione delle operazioni da compiere in caso di urgenza, le quali non sono previste dalla SRD II. Tale esenzione è valida solo in caso di situazioni urgenti, incluse le crisi aziendali¹¹⁹.

Il legislatore italiano, nelle operazioni escluse dalla procedura *standard*, include gli aumenti di capitale gratuiti e in opzione, le scissioni in senso stretto, le riduzioni del capitale sociale mediante rimborso ai soci¹²⁰, nonché le operazioni di importo esiguo.

2.4. *Il recepimento della Direttiva in Italia*

La seconda Direttiva sui diritti degli azionisti è stata recepita dall'ordinamento italiano con il D.lgs. del 10 maggio 2019, n.49, tenendo conto del regolamento di esecuzione (UE) 2018/1212¹²¹.

In vigore dal 10 giugno 2019, il decreto interviene modificando l'art. 2391-*bis* del c.c., diverse norme del decreto legislativo del 24 febbraio 1998, n.58, parte del decreto del 5 dicembre 2005, n.252, recante disciplina delle forme pensionistiche complementari e parte del decreto del 7 dicembre 2005, n.209, riguardante il Codice delle assicurazioni private¹²².

In linea generale, per quanto concerne la disciplina in tema di OPC, caratteristica del modello italiano è la sua struttura a tre livelli. Nella norma primaria, e quindi nel Codice civile, sono indicati l'ambito di applicazione

¹¹⁹ F. SICCHIERO, (nt. 109), 10.

¹²⁰ Tali operazioni rientrano nella categoria di quelle per cui la legge nazionale richiede la loro approvazione da parte dell'assemblea.

¹²¹ Regolamento avente la finalità di stabilire i requisiti minimi d'attuazione delle disposizioni della direttiva 2007/36/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto concerne l'identificazione degli azionisti, la trasmissione delle informazioni e l'agevolazione dell'esercizio dei diritti degli azionisti.

¹²² Le modifiche apportate al decreto 252/2005 sulle forme pensionistiche complementari, e a quello 209/2005, relativo al Codice delle assicurazioni private, non saranno oggetto di analisi.

soggettivo e gli obiettivi perseguiti; in quella secondaria, rappresentata dalla Consob, rientrano la definizione dei principi relativi alla competenza decisionale, alla motivazione e alla documentazione delle operazioni. Per ultimo, è rimesso alle singole società il compito di designare nel dettaglio le procedure e le scelte in merito all'uso delle esenzioni o delle deroghe¹²³.

Per quanto attiene le modifiche intervenute nel Codice civile in linea con le richieste della SRD II, il Decreto in esame introduce all'art. 2391-*bis* il comma 3, con il quale delega alla Consob l'obbligo di definire le soglie di significatività per le operazioni con parti correlate, prendendo in considerazione indici quantitativi relativi al valore dell'operazione o al suo impatto su uno o più parametri dimensionali della società. È rimessa alla volontà della Consob la decisione di tenere conto anche della natura dell'operazione e della tipologia di parte correlata. In secondo luogo, è richiesto che il legislatore secondario individui le regole procedurali e di trasparenza conformi alla rilevanza e alle caratteristiche delle operazioni, alle dimensioni della società e alla tipologia di società, e inoltre i casi in cui è possibile esonerare l'applicazione delle suddette procedure.

Infine, l'Autorità di vigilanza è tenuta a indicare i casi in cui gli amministratori e gli azionisti correlati all'operazione sono tenuti ad astenersi dalla votazione o i casi in cui adottare misure di salvaguardia a tutela dell'interesse della società che consentono agli azionisti coinvolti di prendere parte all'operazione¹²⁴.

¹²³ M.S. HOUBEN, (nt. 16), 19.

¹²⁴ Il legislatore primario indica inoltre che sono fatte salve le prescrizioni dell'art. 2391. Quest'ultimo detta "L'amministratore deve dare notizia agli altri amministratori e al collegio sindacale di ogni interesse che, per conto proprio o di terzi, abbia in una determinata operazione della società, precisandone la natura, i termini, l'origine e la portata; se si tratta di amministratore delegato, deve altresì astenersi dal compiere l'operazione, investendo della stessa l'organo collegiale, se si tratta di amministratore unico, deve darne notizia anche alla prima assemblea utile." In caso di inosservanza le deliberazioni, qualora rechino danno alla società, possono essere impugnate dagli amministratori e dal collegio sindacale. «L'amministratore risponde dei danni derivati alla società dalla sua azione od omissione. L'amministratore risponde altresì dei danni che siano derivati alla società dalla utilizzazione

Il decreto italiano, dunque, ha recepito le novità europee in tema di OPC tenendo conto del quadro normativo previgente, il quale era già dotato di alcune misure di salvaguardia a tutela degli azionisti e della società nel suo complesso¹²⁵. L'introduzione dell'obbligo di astensione dalla votazione per gli amministratori coinvolti nell'operazione è senza dubbio una novità. Con la Riforma del 2003 era stato difatti introdotto l'art. 2391 c.c., che si occupava di regolare le situazioni di potenziale conflitto di interessi dell'organo amministrativo, senza però imporre alcun obbligo di astensione¹²⁶.

Analizzando il recepimento dell'art. 9-*quater* della seconda Direttiva nei vari ordinamenti nazionali, si evidenzia l'influenza assunta dalla concentrazione del controllo e dal sistema di amministrazione adottato. In linea generale, l'approvazione dell'operazione da parte del CdA o del consiglio di sorveglianza è il presidio principale maggiormente adottato. All'assemblea è invece generalmente affidato un ruolo secondario. Nello specifico, è più probabile riscontrare nei mercati ad azionariato diffuso delle procedure che rimettono il potere decisionale alla volontà dell'assemblea. Diversamente, nei mercati ad azionariato concentrato è maggiormente richiesta l'approvazione da parte degli amministratori indipendenti¹²⁷.

Per quanto attiene alle modifiche intervenute sul TUF, in conseguenza alla prima Direttiva sui diritti degli azionisti, era stato introdotto l'art. 83-

a vantaggio proprio o di terzi di dati, notizie o opportunità di affari appresi nell'esercizio del suo incarico.»

¹²⁵ Si fa riferimento all'art. 2391-*bis* c.c. e al Regolamento Consob adottato con delibera n.17221 del 2010 e successive modifiche.

¹²⁶ In conseguenza alla seconda Direttiva sui diritti degli azionisti, è stato introdotto al riguardo l'art. 192-*quinquies* del TUF, con il quale è stato costituito un sistema sanzionatorio in caso di inosservanza della legge da parte della società e dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo. Con questa norma, è stata, per la prima volta, introdotta nell'ordinamento italiano, una disciplina sanzionatoria in caso di mancato rispetto dell'art. 2391-*bis* c.c. e delle relative disposizioni. «Salvo che il fatto costituisca reato, per le violazioni indicate nel comma 1, nei confronti dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione e di direzione si applica, nei casi previsti dall'articolo 190 bis, comma 1, lettera a), una sanzione amministrativa pecuniaria da euro cinquemila a euro un milione e cinquecentomila.»

¹²⁷ M. CORGATELLI, (nt. 110), 559 s.

duodecies. Quest'ultimo è stato modificato in conseguenza alla seconda Direttiva del 2017, indicando che le società quotate hanno il diritto di chiedere l'identificazione dei loro azionisti agli intermediari, quando questi detengono azioni superiori allo 0,5% del capitale sociale con diritto di voto. Le società possono inoltre incaricare un terzo soggetto ad effettuare la richiesta di identificazione.

Per quanto riguarda invece la politica di remunerazione degli amministratori, è stato modificato l'art. 123-*ter* del TUF. Con tale norma il legislatore ha istituito un meccanismo differenziato per la politica di remunerazione e per la relazione descrittiva dei compensi corrisposti agli amministratori in relazione alla politica approvata. Per quanto riguarda la politica adottata, il voto dell'assemblea dei soci è reso vincolante, optando quindi per il modello di *say on pay* cosiddetto forte¹²⁸. Diversamente, per la relazione sui compensi spettanti all'organo amministrativo, il voto ha potere consultivo e quindi *ex post*. In ogni caso, nonostante in questo ultimo caso il voto non sia vincolante, si rileva comunque strumentale a intensificare il dialogo tra società e azionisti, nonché ad assumere rilevanza in termini di reputazione, in quanto, in caso di voto contrario, la società è tenuta a descrivere in che modo ha tenuto conto di tale giudizio nella relazione successiva¹²⁹. Per quanto concerne il contenuto della relazione sulla remunerazione indicato nell'Allegato 3A, schema 7-*bis* del Regolamento Emittenti Consob, esso deve comprendere informazioni circa le caratteristiche dei contratti, gli elementi della politica ai quali è possibile derogare, le procedure da adottare in caso di deroga, informazioni circa il

¹²⁸ In caso di mancata approvazione della politica si applica l'ultima politica approvata dall'assemblea, e in caso di assenza, si deve far riferimento alle «prassi vigenti», con l'obbligo di presentare ai soci una nuova proposta di politica di remunerazione alla successiva assemblea annuale.

¹²⁹ F. RAFFAELE – M. MARRA, *La "ricezione acustica" della direttiva shareholder rights II in Italia. Spunti di riflessione*, in *Luiss Law Review*, I, 2022, 127-163.

riconoscimento di indennità o benefici, nonché informazioni di confronto con riferimento agli ultimi cinque esercizi.

2.4.1. *Il nuovo Regolamento Consob*

In conseguenza al mandato contenuto nel D.lgs. del 10 maggio 2019, n.49, la Consob ha modificato con la delibera n. 22144 del 22 dicembre 2021 il precedente Regolamento OPC adottato con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010. Le modifiche al Regolamento sono state apportate ai sensi dell'art. 2391-*bis* c.c. e degli articoli 113-*ter*, 114, 115 e 154-*ter* del TUF. Tale regolamentazione si applica alle società italiane con azioni quotate in mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell'UE e con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante.

L'art. 4 del Regolamento OPC indica tutte le procedure che i consigli di amministrazione o di gestione di ciascuna società devono adottare in linea con i principi indicati nel Regolamento. È richiesto che le procedure identifichino le operazioni di maggiore rilevanza e le operazioni di importo esiguo, utilizzando per queste ultime criteri differenti in relazione alla natura della controparte. Nell'Allegato 3 del Regolamento in esame, la Consob identifica nell'indice di rilevanza del controvalore, nell'indice di rilevanza dell'attivo e delle passività, gli indicatori da applicare a seconda della tipologia di operazione¹³⁰. Se i rapporti risultanti dal calcolo di tali indici superano la soglia del 5%, l'operazione deve necessariamente essere considerata di maggiore rilevanza¹³¹. In caso di operazioni con la società controllante quotata o con soggetti ad essa correlati, la soglia di rilevanza

¹³⁰ Si veda nota n. 67, capitolo I.

¹³¹ Al punto 2 dell'Allegato 3 del Regolamento OPC è specificato che qualora una o più operazioni cumulate risultino dal calcolo degli indici, come di "maggiore rilevanza", se tale risultato è manifestamente ingiustificato in considerazione di circostanze specifiche, la Consob su richiesta, può indicare modalità alternative di calcolo.

scende al 2,5%. Inoltre, per operazioni che possono incidere sull'autonomia gestionale dell'emittente¹³², le società possono decidere di optare per soglie di rilevanza più basse.

L'art. 5 e l'Allegato 4 del Regolamento OPC prescrivono le modalità e le informazioni oggetto di comunicazione al pubblico. Queste ultime, contenute nel documento informativo, devono rimarcare i rischi collegati ai potenziali conflitti di interessi derivanti dall'esecuzione dell'operazione con parte correlata. È richiesta una descrizione delle caratteristiche, delle modalità, dei termini e delle condizioni dell'operazione, nonché della natura della correlazione con la controparte. Importante è, inoltre, la descrizione delle ragioni economiche e della convenienza dell'operazione, essendo questi elementi essenziali per giustificare l'esecuzione di trattative caratterizzate da soggetti tra loro correlati. Nel documento informativo è necessario inserire una descrizione delle modalità di determinazione del corrispettivo dell'operazione e valutazioni riguardanti la sua congruità con i valori di mercato di operazioni simili. In questa sezione è fondamentale indicare il parere degli esperti indipendenti¹³³, precisando quali organi hanno incaricato gli esperti di questo compito, le valutazioni effettuate per la loro selezione, i loro nominativi, nonché i termini e l'oggetto dell'incarico¹³⁴. È richiesto di inserire nel documento una descrizione degli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'operazione e, qualora i compensi dei componenti dell'organo di amministrazione della società o di società da questo controllate varino in

¹³² Ad esempio, vendita di attività immateriali come marchi o brevetti.

¹³³ L'art. 4 comma 1 del Regolamento OPC impone che le procedure debbano fissare le modalità e i tempi con i quali sono fornite agli amministratori indipendenti le informazioni sulle operazioni, nonché agli organi di amministrazione e controllo le informazioni sulle operazioni con la relativa documentazione, prima, durante e dopo l'esecuzione delle stesse.

¹³⁴ Ai sensi dell'art. 5 del Regolamento emittenti, adottato con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modifiche, nel documento informativo è doveroso inserire informazioni circa eventuali limiti e criticità riscontrate nello svolgimento dell'incarico, specificare i metodi di valutazione utilizzati dagli esperti con relativa indicazione dell'importanza attribuita a ciascuno di essi. In aggiunta, è richiesto di indicare quali fonti sono state utilizzate per la determinazione dei dati oggetto di elaborazione e i principali parametri presi in considerazione.

relazione all'operazione, sono richieste specifiche informazioni al riguardo. Infine, è di fondamentale importanza riportare nella documentazione quali organi o amministratori hanno condotto o partecipato alle trattative e approvato l'operazione, con particolare attenzione agli amministrati indipendenti, se presenti. Per quanto concerne la delibera di approvazione è richiesto di indicare i nominativi degli astenuti e di coloro che hanno votato a favore o contro l'operazione, specificando in modo dettagliato le motivazioni dei dissensi o delle astensioni. Tali informazioni sono fondamentali per permettere agli *shareholders* di avere un'idea quanto più oggettiva possibile circa la convenienza dell'operazione e, al tempo stesso, garantire trasparenza per il mercato. Per la pubblicazione del documento informativo in esame, è richiesto il rispetto di una specifica tempistica che è pari a sette giorni dall'approvazione dell'operazione da parte dell'organo competente o, qualora quest'ultimo deliberi di presentare una proposta contrattuale, dal momento in cui il contratto, anche preliminare, è concluso. Diversamente, se si tratta di approvazione di operazioni cumulate con la stessa parte correlata, la tempistica si allunga a quindici giorni.

Il Reg. OPC, seguendo le orme del legislatore inglese¹³⁵, ricorre all'impostazione previgente caratterizzata da un rapporto di correlazione tra la rilevanza dell'affare e la prescrizione dei presidi procedurali e delle regole di trasparenza. L'art.7 del Reg. OPC prescrive le procedure che le società che adottano i sistemi di amministrazione e controllo tradizionale o monistico¹³⁶

¹³⁵ Le *Listing Rules* inglesi suddividono infatti le operazioni in tre categorie di significatività, in relazione al superamento di alcuni parametri ai quali sono commisurati diversi presidi di intensità crescente.

¹³⁶ L'Allegato 2 del Regolamento OPC indica le procedure che sono tenute a rispettare le società che adottano il sistema di amministrazione e controllo dualistico. Le procedure sono pressoché le stesse previste per le altre due tipologie di sistemi di amministrazione. Il comma 3 dell'Allegato 2 si occupa in aggiunta delle procedure per le operazioni strategiche di cui, l'art. 2409-*terdecies* del c.c., lascia potere di deliberazione al consiglio di sorveglianza. Differenza peculiare rispetto ai sistemi tradizionale e dualistico è certamente il carattere non vincolante del parere del comitato circa la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni di maggiore rilevanza. Successivamente, in caso di parere negativo è prevista una delibera assembleare anch'essa non vincolante.

devono applicare per le operazioni di minore rilevanza, e cioè per quelle i cui indici di rilevanza non superano la soglia indicata nell'Allegato 3. Ancor prima dell'approvazione dell'operazione, un comitato composto esclusivamente da amministratori non esecutivi e non correlati, in maggioranza indipendenti, è chiamato ad esprimere un parere motivato circa la convenienza e la correttezza sostanziale delle transazioni, nonché l'interesse della società al compimento di queste ultime. Il parere del comitato, il quale può farsi assistere a spese della società da uno o più esperti indipendenti¹³⁷, non è vincolante. Qualora non siano disponibili almeno due amministratori indipendenti non correlati, è necessario adottare presidi equivalenti. Come disposto anche dall'art. 2391-*bis* del c.c., gli amministratori coinvolti devono astenersi dalla votazione. È richiesta inoltre un'informativa interna almeno trimestrale destinata al CdA e al collegio sindacale circa la conclusione delle operazioni con parti correlate.

Procedure più stringenti, previste per le operazioni di maggiore rilevanza, possono essere applicate, a discrezione della società, anche alle operazioni sottosoglia. L'art. 8 del Reg. OPC indica le procedure minime da adottare per le operazioni più significative. Anzitutto, il comitato, in questo caso composto esclusivamente da amministratori indipendenti non correlati, deve essere coinvolto già durante la fase delle trattative e la fase di istruttoria. Al comitato, o a uno o più componenti dallo stesso designati, deve essere destinato un flusso completo e aggiornato di informazioni. Esso stesso può presentare osservazioni agli organi incaricati della conduzione delle trattative o dell'istruttoria. In questo contesto, il parere motivato rilasciato dagli amministratori indipendenti è vincolante per l'approvazione dell'operazione spettante al CdA, ma la Consob permette che le procedure possano consentirne l'approvazione nonostante il parere negativo, a condizione che

¹³⁷ Riguardo all'ausilio degli esperti indipendenti, le procedure possono stabilire un ammontare massimo di spesa per ciascuna singola operazione, espresso in valore assoluto o in proporzione al controvalore dell'operazione.

l'esecuzione dell'operazione sia autorizzata dall'assemblea generale. L'art. 11, comma 3, del Reg. OPC impone, però, che l'operazione non sia consentita qualora la maggioranza dei soci non correlati votanti esprima voto contrario. Sarebbe certamente irragionevole non tenere conto del giudizio degli unici soggetti indipendenti, e proprio per tale ragione la decisione finale spetta all'assemblea dei soci.

L'art. 11, comma 5, del Regolamento in oggetto, inerente alle operazioni di competenza assembleare, prevede che, se espressamente consentito dallo statuto, in caso di urgenza collegata a situazioni di crisi aziendale, le operazioni che richiedono un parere assembleare non seguano il classico *iter* di approvazione. In queste circostanze la Consob richiede almeno che l'organo incaricato di convocare l'assemblea presenti una relazione riguardante la motivazione dell'urgenza e che l'organo di controllo riferisca all'assemblea le proprie valutazioni in merito alla veridicità dell'urgenza.

Le disposizioni sinora esaminate non sono però destinate a tutte le società, in quanto ci sono delle eccezioni per le società quotate di minori dimensioni, per le società di recente quotazione e per quelle con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante, le quali possono applicare le procedure previste per le operazioni di minore entità anche a quelle più significative, ossia a quelle che superano la soglia di rilevanza. L'art. 10 del Regolamento in esame esclude da questa categoria le società quotate che sono controllate, anche indirettamente, da una società italiana o estera che ha le azioni quotate in mercati regolamentati. Qualora la società non rientri più in nessuna delle predette categorie, è necessario adattare le procedure per la gestione delle OPC entro centottanta o novanta giorni dalla chiusura dell'esercizio¹³⁸.

¹³⁸ La tempistica richiesta è di centottanta giorni per le società che non rientrano più in quelle di minori dimensioni e nel caso in cui la società disponga di un numero sufficiente di amministratori indipendenti. Le procedure devono essere adattate entro novanta giorni dal primo rinnovo del consiglio di amministrazione successivo alla chiusura dell'esercizio negli altri casi.

Oggetto della normativa Consob sono anche le delibere-quadro di cui se ne occupa l'art. 12 del Reg. OPC. Per questa categoria di delibere, qualora esse siano ammesse per determinate categorie di operazioni, è richiesto il rispetto delle procedure previste per le operazioni di maggiore o minore rilevanza a seconda dell'ammontare delle operazioni cumulativamente considerate. Le delibere-quadro non possono avere valenza superiore a un anno ed è fondamentale indicare l'ammontare massimo previsto delle operazioni realizzate durante il periodo, nonché le motivazioni e una informativa completa ogni tre mesi al CdA.

Inoltre, per quanto concerne le operazioni che possono essere escluse dall'applicazione delle procedure previste dalla Consob, l'art. 13 del Reg. OPC ne fa un elenco in correlazione alle prescrizioni della SRD II. Nello specifico, sono escluse tutte le operazioni relative ai compensi spettanti ai soggetti degli organi di amministrazione e controllo, le operazioni relative agli aumenti di capitale in opzione e gratuiti, le scissioni in senso stretto con criterio di attribuzione delle azioni proporzionale, le riduzioni di capitale mediante rimborso ai soci, nonché le operazioni di importo esiguo. Ne seguono casi di esclusione rimessi alla volontà degli enti in cui rientrano i piani di compensi basati su strumenti finanziari, le deliberazioni in materia di remunerazione degli amministratori e consiglieri investiti di particolari cariche¹³⁹, le operazioni ordinarie concluse a condizioni equivalenti a quelle di mercato o standard e le operazioni da realizzare sulla base di istruzioni con finalità di stabilità impartite da Autorità di vigilanza.

¹³⁹ Si fa riferimento alle deliberazioni diverse da quelle rientranti nei casi di esclusione obbligatori e che riguardano le remunerazioni degli amministratori e consiglieri investiti di particolari cariche, nonché degli altri dirigenti con responsabilità strategiche e le deliberazioni con cui il consiglio di sorveglianza determina il compenso dei consiglieri di gestione, a condizione che: la politica di remunerazione sia approvata dall'assemblea, nella determinazione della politica di remunerazione sia stato coinvolto un comitato costituito esclusivamente da amministratori o consiglieri non esecutivi in maggioranza indipendenti, la remunerazione assegnata sia definita in relazione alla politica e quantificata sulla base di criteri che non comportino valutazioni discrezionali.

Infine, è prevista una disciplina specifica per le società soggette a direzione e coordinamento. In questo senso, l'art. 14 del Reg. OPC prevede l'obbligo di indicare in modo dettagliato le ragioni e la convenienza dell'operazione, anche in relazione al risultato complessivo dell'attività di direzione e coordinamento. Le procedure possono poi prevedere di escludere dall'applicazione della disciplina in esame le operazioni con o tra società controllate, anche congiuntamente, nonché le operazioni con società collegate qualora nelle società controllate o collegate non vi siano interessi qualificati come significativi¹⁴⁰.

La Consob esorta le società a valutare se applicare le procedure per le operazioni con parti correlate, in tutto o in parte, anche ad altri soggetti che non rientrano nella definizione, prendendo in considerazione gli assetti proprietari, eventuali vincoli contrattuali o statutari rilevanti ai fini dell'art. 2359 o dell'art. 2497-*septies* del c.c.

Per concludere, la regolamentazione italiana in tema di OPC è sempre stata ritenuta interessante e innovativa dall'OCSE in conseguenza all'impiego di meccanismi di proporzionalità e flessibilità che, come visto, la caratterizzano¹⁴¹.

2.5. Il ruolo e le responsabilità degli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate

¹⁴⁰ Non sono ritenuti significativi gli interessi derivanti dalla condivisione di uno o più amministratori o di altri dirigenti con responsabilità strategiche tra la società e le sue controllate o collegate.

¹⁴¹ COMITATO ITALIANO CORPORATE GOVERNANCE, *Relazione 2017 sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate, 5° rapporto sull'applicazione del Codice di Autodisciplina*, 22.

Nello specifico, proporzionalità in ragione delle differenti regole correlate alle caratteristiche soggettive della società e quelle oggettive dell'operazione.

Flessibilità in ragione del potere decisionale lasciato ad ogni società circa la volontà di scegliere tra differenti "modelli" regolamentari.

Il ruolo riservato all'amministratore indipendente nelle società quotate è sempre più rilevante, soprattutto in relazione alla funzione ad esso assegnata nella gestione delle operazioni con parti correlate. Infatti, la SRD II, nell'art. 9-*quater*, prescrive che la relazione da comunicare al pubblico contenente il parere circa la correttezza e la convenienza dell'operazione debba essere predisposta alternativamente da un terzo indipendente, dall'organo di amministrazione o di vigilanza, dal comitato per il controllo interno o da altro comitato composto in maggioranza da amministratori indipendenti.

Dapprima, la Raccomandazione 162/2005 della CE¹⁴² prescriveva agli Stati membri di eleggere un numero sufficiente di amministratori senza incarichi esecutivi ed indipendenti, tali da garantire la corretta gestione di eventuali conflitti di interessi che coinvolgono gli altri amministratori. È quindi possibile dedurre che il coinvolgimento della figura dell'amministratore indipendente all'interno della *governance* delle società quotate derivi dall'intento di reprimere le conseguenze scaturenti da interessi divergenti degli amministratori e dei soci.

In conseguenza al recepimento della SRD II, la Consob, nel Reg. OPC, descrive in che modo la figura dell'amministratore indipendente prende parte alla gestione e all'approvazione delle operazioni con parti correlate. Si è parimenti già visto (*supra*, cap. II, n. 4.1) che sia per le OPC di maggiore rilevanza sia per quelle di minore entità, è richiesto il parere di un comitato, anche appositamente costituito, composto in maggioranza o esclusivamente da amministratori indipendenti. L'obiettivo perseguito dalla Consob è quello di impedire che la parte correlata alteri o influenzi l'esito della scelta gestionale¹⁴³. Il parere motivato rilasciato dagli amministratori indipendenti

¹⁴² Raccomandazione della Commissione europea del 15 febbraio 2005 sul ruolo degli amministratori senza incarichi esecutivi o dei membri del consiglio di sorveglianza delle società quotate e sui comitati del consiglio d'amministrazione o di sorveglianza.

¹⁴³ S. ALVARO - E. CAPPARIELLO - V. GENTILE - E.R. IANNACCONE - G. MOLLO - S. NOCELLA - M. VENTORUZZO, *Business judgement rule e mercati finanziari, efficienza economia e tutela degli investitori* in *Quaderni giuridici di Consob*, 11, 2016.

deve poggiare le fondamenta nelle informazioni ricevute sull'operazione oggetto di valutazione, che devono necessariamente essere complete e adeguate. Nel caso delle operazioni di maggiore rilevanza, in cui il parere degli amministratori indipendenti coinvolti già nella fase delle trattative è vincolante, le informazioni destinate a questi soggetti devono pervenire con largo anticipo per permettere la formazione di un giudizio completo. Inoltre, come previsto dal Reg. OPC della Consob, agli amministratori chiamati ad esprimere il giudizio è riservata la possibilità di richiedere informazioni aggiuntive e di formulare osservazioni agli organi delegati e incaricati della conduzione delle trattative.

Il parere rilasciato dagli amministratori indipendenti deve riguardare l'interesse della società al compimento dell'operazione, la convenienza della stessa, nonché la correttezza sostanziale e procedurale. Per quanto concerne il giudizio sull'interesse della società, il Regolamento OPC non fornisce indicazioni dettagliate, ma lascia libera interpretazione ai destinatari della norma. Al riguardo, numerose sono le interpretazioni contrastanti che ostacolano il raggiungimento di una conclusione univoca. Difatti, alla teoria secondo cui è richiesto un giudizio globale capace di valutare l'affare in correlazione ai piani che la società persegue, se ne contrappongono altre che sostengono un'interpretazione più ristretta della norma¹⁴⁴. In ogni caso, gli amministratori indipendenti sono chiamati a verificare che l'operazione proposta non sia influenzata da interessi particolari dei soggetti che ruotano intorno alla società, oltre che dalla parte correlata, ma che sia un'operazione in grado di rafforzare il potenziale societario¹⁴⁵. La correttezza procedurale dell'operazione riguarda invece la valutazione delle modalità con cui vengono prese le decisioni, che garantiscono la correttezza dell'*iter* deliberativo. La correttezza sostanziale consiste invece nel garantire che le

¹⁴⁴ M.S. HOUBEN, (nt. 16), 86-90.

¹⁴⁵ N. MICIELI, *Gli amministratori indipendenti nel comitato parti correlate*, in *Giur. comm.*, I, 2014, 1027 ss.

procedure adottate consentano di prendere decisioni informate e attente all'interesse della società¹⁴⁶.

Al fine di formulare un parere motivato, completo e coerente, gli amministratori indipendenti possono richiedere ulteriori informazioni circa le caratteristiche dell'affare. Infatti, l'art. 2381 del c.c. al 6° comma prescrive che gli amministratori debbano agire in modo informato, chiedendo al tal fine informazioni agli esecutivi. Soprattutto in un contesto come quello delle OPC, coloro che costituiscono il comitato chiamato ad esprimere un parere sull'operazione hanno il potere-dovere di richiedere integrazioni e chiarimenti sulla documentazione ricevuta. Di conseguenza, il comitato composto da amministratori indipendenti non è solo destinatario e soggetto passivo nel recepire informazioni, bensì è anche soggetto attivo nella ricerca di dati che consentono una formulazione di un parere oggettivo. Tutto ciò permette al comitato di poter assolvere ad una funzione critica anche in fase consiliare¹⁴⁷.

La condizione riservata ai componenti del comitato, e cioè quella di essere in possesso di informazioni dettagliate ed esclusive rispetto ai restanti componenti del consiglio di amministrazione, può determinare una rilevante responsabilità. Difatti, come imposto dall'art. 2392 comma 2 del c.c., gli amministratori che sono a conoscenza di fatti pregiudizievoli devono agire per impedirne il compimento o eliminarne o attenuarne le conseguenze. Ne deriva che, qualora ravvedano elementi di rischio, i componenti del comitato debbano informare e richiamare l'attenzione dell'intero consiglio. Una mancata condivisione di tali informazioni rappresenta un inadempimento per gli amministratori incaricati di esprimere un giudizio. Inoltre, gli indipendenti che nella fase delle trattative e durante l'istruttoria dovessero adottare comportamenti ingiustificatamente ostruzionistici sono revocabili per giusta

¹⁴⁶ P. FERA, (nt. 20), 40 s.

¹⁴⁷ R. GUGLIEMETTI, (nt. 62), 49.

causa. Se tale atteggiamento dovesse generare il fallimento della trattativa, gli amministratori componenti il comitato potrebbero essere chiamati a risarcire il danno causato alla società¹⁴⁸.

D'altra parte, i soggetti estranei al comitato responsabili dell'approvazione dell'operazione, possono fare affidamento sul parere degli amministratori indipendenti. Come indicato dall'art. 2381 c.c., al comma 3, i deleganti possono compiere le proprie valutazioni basandosi sulla documentazione loro fornita dagli esecutivi, a meno che ci siano fattori che possano metterne in dubbio la correttezza. I componenti del consiglio di amministrazione sono dunque tenuti a valutare l'attendibilità del parere rilasciato dal comitato per le operazioni con parti correlate. Ne consegue che la responsabilità in capo ai componenti del comitato si estende a quelli del consiglio di amministrazione qualora il parere dei primi risulti incompleto, inattendibile e incoerente e i secondi non si attivino per realizzare eventuali attività correttive. Diversamente, se il parere del comitato risulta totalmente soddisfacente, ma la società, in conseguenza all'esecuzione dell'operazione con parte correlata, subisce dei danni, sono unitamente responsabili il comitato che non ha svolto i compiti con la diligenza richiesta, gli amministratori che hanno proposto l'affare, nonché tutti coloro che, venuti a conoscenza della presenza di fattori di rischio, non si sono attivati. Come indicato dall'art. 2392 del c.c., affinché un soggetto sia ritenuto responsabile, è necessario che quest'ultimo sia a conoscenza di una situazione di pericolo e che, al tempo stesso, non intervenga al fine di evitare conseguenze negative.

L'art. 2392 del c.c., al comma 3, prevede inoltre che la responsabilità non si estenda all'amministratore dissenziente che sia esente da colpa, che abbia fatto annotare senza ritardo il suo dissenso e che abbia dato immediata

¹⁴⁸ A. POMELLI, (nt. 14), 39.

notizia scritta di tale dissenso al presidente del collegio sindacale. Tale principio si applica quindi anche nel caso di approvazione di un OPC.

I soggetti componenti il comitato sono esenti da colpa nel caso in cui, nonostante il parere positivo e i risultati economici negativi o dannosi generatisi in conseguenza all'esecuzione dell'operazione, abbiano operato con la diligenza e la professionalità richiesta dall'art. 2392 c.c. Questo è possibile in ragione della *business judgement rule*, che permette di esentare da colpa l'amministratore della società che ha adottato una scelta imprenditoriale in assenza di conflitti di interessi, in buona fede e avvalendosi di tutte le informazioni a sua disposizione. La responsabilità ricadrebbe quindi sull'amministratore solo nel caso in cui questo abbia agito con superficialità, imprudenza e disattenzione¹⁴⁹. Ne consegue che, anche nel conteso delle OPC, l'amministratore non risponde di eventuali risultati economici negativi, in quanto è sindacabile solo la fase decisionale che ha portato all'assunzione di una determinata scelta.

2.5.1. *Il comitato per le operazioni con parti correlate e gli esperti indipendenti*

Ciascuna operazione con parte correlata che non rientri nei casi di esclusione¹⁵⁰ necessita del parere di un comitato prima di essere approvata.

In linea generale, ai comitati consiliari sono affidati compiti strumentali all'attività decisionale del consiglio di amministrazione e vengono pertanto definiti «comitati non esecutivi». Nel caso delle OPC, la

¹⁴⁹ M. P. FERRARI, *Business Judgement Rule: la responsabilità degli amministratori secondo la giurisprudenza*, in *il Quotidiano Giuridico*, 2021.

¹⁵⁰ Al riguardo, importante è individuare correttamente le operazioni esenti dall'applicazione delle procedure in quanto, un'eventuale errata esclusione, potrebbe generare delle conseguenze relative alla credibilità della società. Risulta dunque necessario che il comitato si occupi anche di questo controllo.

Consob ne prescrive il loro impiego al fine di assicurare la correttezza e la trasparenza dell'operazione¹⁵¹.

Il Reg. OPC richiede che tale comitato sia composto esclusivamente da amministratori non esecutivi indipendenti nel caso di OPC di maggiore rilevanza, e in maggioranza da amministratori non esecutivi indipendenti per quelle di minore rilevanza. La Consob, al paragrafo 12.2 della Comunicazione¹⁵² relativa alle indicazioni per l'applicazione del Reg. OPC del 2010, esorta le società a costituire un comitato composto interamente da amministratori indipendenti, anche nel caso di operazioni di minore rilevanza. Alternativamente, è possibile attribuire l'incarico a un comitato preesistente, come il comitato per il controllo interno o per le remunerazioni¹⁵³. Altra opzione è quella di costituire un comitato *ad hoc*, chiamato ad esprimersi sulla singola operazione. Quest'ultima è sicuramente un'alternativa più costosa e dunque meno preferibile. Da indagini effettuate,¹⁵⁴ è infatti emerso che quasi tutte le società quotate italiane hanno optato per la costituzione di un comitato per le operazioni con parti correlate o hanno affidato il compito a un comitato preesistente.

Per quanto attiene il funzionamento del comitato per le operazioni con parti correlate, la Consob nel Reg. OPC non fornisce particolari informazioni. L'assenza di indicazioni specifiche porta a pensare che l'unica disciplina applicabile nel contesto dei comitati consiliari è quella che regola il

¹⁵¹ M.S. HOUBEN, *La distribuzione della responsabilità nei consigli di amministrazione con comitati interni investiti di funzioni istruttorie, propositive e consultive*, in *Banca Borsa titoli di credito*, III, 2022, 439.

¹⁵² Comunicazione n. DEM/10078683 del 24 settembre 2010, con oggetto: indicazioni e orientamenti per l'applicazione del Regolamento sulle operazioni con parti correlate adottato con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 come successivamente modificato.

¹⁵³ Tali comitati sono analizzati nel codice di *corporate governance*, il quale esorta le società quotate italiane a costituire un comitato per le nomine, uno per controllo e rischi e uno per le remunerazioni.

¹⁵⁴ L'indagine in riferimento è di ASSONIME – EMITTENTI TITOLI, contenuta nel «La Corporate Governance in Italia: autodisciplina e operazioni con parti correlate», 2012, relativa al rapporto sulla corporate governance delle società quotate in cui si segnala che 253 su 262 società, nel primo anno di applicazione del Regolamento, hanno istituito un comitato *ad hoc* o hanno affidato il compito a un comitato preesistente.

funzionamento del consiglio di amministrazione¹⁵⁵. Nella comunicazione Consob del 2010¹⁵⁶, si può dedurre che per quanto riguarda il *quorum* costitutivo e deliberativo relativo all'approvazione dell'operazione è richiesta la maggioranza. Invece, il Reg. OPC, relativamente al parere del comitato, precisa che nell'ipotesi di un parere contrario dei componenti nelle operazioni di minore rilevanza è necessario indicare le motivazioni per le quali tale giudizio non è stato condiviso. Anche in questo caso, non essendoci specifiche informazioni rilasciate dalla norma, l'unica opzione plausibile è quella di estendere la regola della maggioranza anche all'interno dello stesso comitato per le operazioni con parti correlate.

Un diritto riconosciuto al comitato incaricato di esprimere un giudizio è quello di farsi assistere, a spese della società, da uno o più esperti indipendenti. È previsto che le procedure possano definire un ammontare massimo di spesa per ciascuna singola operazione, indicato in valore assoluto o in proporzione al controvalore dell'operazione. Questa possibilità è strumentale per gli amministratori indipendenti al fine di compiere una valutazione e una successiva formulazione del parere completa e consapevole. Gli esperti non devono solo rispettare i requisiti di indipendenza, ma devono anche essere soggetti qualificati nella materia oggetto di valutazione. Scegliere i giusti esperti è fondamentale in quanto gli amministratori del comitato sono responsabili di tale selezione e sono esenti da colpa solo se dimostrano di aver selezionato con diligenza e scrupolo gli *advisors*. Il comitato è inoltre responsabile qualora non faccia richiesta dell'ausilio degli esperti indipendenti, nonostante un loro giudizio sia indispensabile per garantire un parere completo e veritiero. Difatti, come

¹⁵⁵ M.S. HOUBEN, (nt. 16), 68-72.

¹⁵⁶ Comunicazione n. 10094530 del 15 novembre 2010, con oggetto: richieste ai sensi dell'articolo 114, comma 5, del d.lgs. 28 febbraio 1998, n. 58, in merito all'approvazione delle procedure previste dall'articolo 4 del Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate (adottato dalla Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010, come successivamente modificato con delibera n. 17389 del 23 giugno 2010).

enunciato dall'art. 2392 del c.c., gli amministratori sono chiamati a eseguire i loro doveri con la diligenza richiesta dalle loro specifiche competenze. Nel caso in cui ne siano privi, hanno il dovere di colmare tali mancanze facendosi assistere da soggetti esperti.

L'incarico da affidare agli esperti indipendenti è di natura consultiva, in quanto non può in nessun modo oltrepassare la richiesta di un parere tecnico, tale da integrare le competenze degli amministratori. Il comitato deve poi valutare le considerazioni effettuate dagli esperti in relazione al contesto sociale in cui opera, di cui il terzo ha una conoscenza limitata alle informazioni che riceve dal comitato stesso¹⁵⁷.

Nonostante la norma non adotti trattamenti differenti per gli amministratori a seconda della funzione da essi svolta, quelli indipendenti sono sicuramente incaricati di importanti responsabilità nei confronti del mercato e dei terzi.

¹⁵⁷ N. MICIELI, (nt. 145), 16.

CAPITOLO III

L'IMPORTANZA DELLA TUTELA DEL SOCIO

SOMMARIO: 3.1. L'azionista nella società quotata. – 3.1.1. Alcuni interventi per contrastare lo *short-termism*. – 3.2. Il potere conferito all'assemblea nelle operazioni con parti correlate. – 3.3. Il giudizio dell'amministratore indipendente quale presunto mezzo di risoluzione dell'*agency problem*. – 3.3.1. I diritti del socio non correlato e le relative problematiche. – 3.4. L'autonomia concessa ai singoli Stati. – 3.5. I nuovi regolamenti per le operazioni con parti correlate adottati da alcune società quotate sulla Borsa Italiana dopo la seconda Direttiva.

3.1. *L'azionista nella società quotata*

La figura del socio nelle società quotate ha assunto un'importante rilevanza in diverse iniziative europee. Tali iniziative sono nate con l'intento di dare a questa figura un'importanza maggiore e per far in modo che, all'interno di una società quotata, le minoranze avessero gli stessi diritti e poteri dei soci di maggioranza. In relazione ai maggiori diritti e al maggior potere di espressione che già la Direttiva 2007/36/CE garantiva, nella SRD II la figura del socio viene inclusa anche nella gestione delle OPC. Come si vedrà successivamente (*infra*, cap. III, n. 3.2), la SRD II non riserva all'assemblea generale un'importante rilevanza, ma le riconosce un potere secondario. Ancor prima di analizzare il potere del socio nelle OPC, è fondamentale conoscere quali problematiche hanno da sempre caratterizzato il rapporto intercorrente tra l'azionista e la società, al fine di comprendere le motivazioni che hanno spinto il legislatore ad adottare diverse iniziative aventi l'obiettivo di incrementare l'impegno e il potere dell'assemblea, specialmente dei soci di minoranza, nella gestione societaria e, di conseguenza, anche nella gestione delle OPC.

Originariamente, il diritto societario italiano condivideva il principio secondo cui ad una singola azione spettasse un unico voto. Successivamente,

con la riforma societaria del 2003¹⁵⁸, è stata concessa la possibilità di costituire delle azioni senza diritto di voto o limitato a particolari argomenti, oppure al verificarsi di determinate condizioni. In seguito, con il D.l. n. 91 del 2014¹⁵⁹, sono state introdotte le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato. Tale intervento è derivato in primo luogo dalla crisi del 2008, la quale ha portato all'attenzione l'importanza che gli azionisti ricorrono a una visione a lungo termine del loro investimento nella società, cercando quindi di premiare i soggetti che adottano tale approccio con un maggior numero di voti esercitabili in assemblea. In aggiunta a ciò, il legislatore italiano cercava di incentivare nuove quotazioni in Borsa. Le azioni a voto plurimo, oggetto dell'art. 127-*sexies* del TUF, non emettibili dalle società quotate, hanno carattere oggettivo in quanto si basano sull'azione e non sull'azionista. Diversamente, l'assegnazione delle azioni a voto maggiorato, come predisposto dall'art. 127-*quinquies* del TUF, dipende dal soggetto, il quale deve essere in possesso dell'azione da almeno due anni. Ne deriva che queste categorie di azioni diano maggiore potere a chi già lo detiene, il c.d. «socio di controllo»¹⁶⁰, essendo soggetto attivo e interessato all'andamento della società non solo nel breve termine.

La teoria prevalentemente diffusa è quella che collega l'abuso di potere della maggioranza alla violazione dei principi di correttezza e buona fede¹⁶¹. Al fine di evitare eventuali abusi di potere, l'art. 2351 del c.c., al comma 3, permette alle società per azioni di imporre nel proprio statuto dei tetti al diritto di voto. Più propriamente, si tratta di limiti all'assegnazione dei voti spettanti al singolo azionista, predisponendo una misura massima per

¹⁵⁸ Riforma realizzata in esecuzione del D.lgs. n. 6 del 17 gennaio 2003.

¹⁵⁹ C.d. "Decreto Competitività", riguardava «disposizioni urgenti per il settore agricolo, la tutela ambientale e l'efficientamento energetico dell'edilizia scolastica e universitaria, il rilancio e lo sviluppo delle imprese, il contenimento dei costi gravanti sulle tariffe elettriche, nonché per la definizione immediata di adempimenti derivanti dalla normativa europea», convertito con modificazioni in Legge l'11 agosto 2014, n. 116.

¹⁶⁰ A. CONSIGLIO, *Il voto maggiorato nelle s.p.a. ai sensi del d.l. 91/2014*, su www.dirittoconsenso.it, 2022.

¹⁶¹ A. SIMONATO, *Abuso di maggioranza*, in *Le società*, XII, 2023, 1409.

ostacolare l'acquisizione di una posizione di controllo stabile e non contendibile da parte di un singolo socio e, al tempo stesso, facilitare una frammentazione dell'azionariato. I tetti di voto, però, non costituiscono una speciale categoria di azioni. Difatti, i voti non esercitabili rimangono comunque di proprietà del socio, in quanto le relative azioni non ne sono private¹⁶². Quindi, la tutela delle minoranze è garantita in parte dalle norme che riconoscono ai singoli soci e alle minoranze organizzate diritti esercitabili nei confronti della società, degli amministratori e degli azionisti di controllo, ma in parte anche dalle norme che impongono dei limiti all'azione della maggioranza.

Il perimetro di azione riservato all'assemblea dei soci ha invece subito importanti cambiamenti nel corso degli anni. Originariamente, infatti, si parlava di «sovranità assembleare». All'assemblea era riconosciuto un potere deliberativo generale, tale da ritenere gli amministratori semplici mandatari dei soci e soggetti alle istruzioni di questi ultimi. Con l'introduzione del Codice civile del 1942 e, successivamente, con la riforma societaria del 2003, si è assistito ad un'importante evoluzione che ha portato ad una verticalizzazione del potere gestorio¹⁶³.

La riforma del diritto societario del 2003 si è pronunciata su diverse questioni con l'obiettivo di incrementare la responsabilità in capo agli amministratori e, allo stesso tempo, ridurre i poteri di intervento dell'assemblea. Anzitutto, il legislatore non riconosce clausole che elargiscono all'assemblea poteri su atti riguardanti la gestione dell'impresa. Infatti, l'art. 2364, comma 1, n.5 del c.c. riconosce all'assemblea il diritto di esprimersi solamente sulle autorizzazioni eventualmente richieste dallo statuto per il compimento di atti degli amministratori, nonché sugli oggetti

¹⁶² A. POMELLI, *I tetti di voto nella società per azioni*, in *Le Società*, V, 2024, 525.

¹⁶³ P. MONTALENTI, *I problemi della governance*, in *Giur. Comm*, II, 2024, 368.

che di natura la legge attribuisce alla competenza dell'assemblea¹⁶⁴. In aggiunta, la relativa delibera assembleare non ha carattere vincolante e gli amministratori possono decidere se mettere o meno in pratica il giudizio dei soci.

Ne deriva che l'assemblea conservi la sua funzione di decisore d'ultima istanza, in conseguenza al potere di nominare e revocare gli amministratori e di apportare modifiche allo statuto. Nel contempo, il legislatore primario riconosce agli amministratori l'esclusività del compito gestorio in via generale¹⁶⁵.

Per cui, l'assemblea non può in nessun modo sostituirsi all'organo gestorio, ma un preventivo assenso è richiesto nei casi di operazioni che impattano sul valore delle azioni. Inoltre, in alcuni contesti, come quello delle OPC, all'assemblea è riconosciuto il potere di intervenire con la finalità di sbloccare alcune situazioni di stallo che potrebbero impedire la realizzazione di affari vantaggiosi per la società.

3.1.1. *Alcuni interventi per contrastare lo short-termism*

Volendo ricercare il significato del termine *short-term* è possibile giungere a due interpretazioni differenti. Difatti, si potrebbe semplicemente fare riferimento ad attività che si concludono in un arco temporale molto breve, ma può anche essere utilizzato con un'accezione negativa per indicare un'attività che impedisce il raggiungimento di risultati ottimali nel lungo periodo. Nel secondo caso potrebbe trattarsi anche di attività che a lungo

¹⁶⁴ Il legislatore, con lo stesso art. 2364 del c.c., riconosce all'assemblea ordinaria il potere di: approvare il bilancio, nominare e revocare gli amministratori, i sindaci, il presidente del collegio sindacale e nel caso, il revisore legale dei conti, determinare il compenso degli amministratori e dei sindaci, deliberare sulla responsabilità degli amministratori e dei sindaci, ed infine approvare l'eventuale regolamento dei lavori assembleari.

¹⁶⁵ P. ABBADESSA – A. MIRONE, *Le competenze dell'assemblea nelle s.p.a.*, in *Riv. Soc.*, II-III, 2010, 269.

termine generano effetti negativi e dannosi¹⁶⁶. In relazione alla figura dell'azionista, il concetto di *short-termism* si usa il più delle volte con un'accezione negativa. Questo poiché né gli investitori né gli amministratori dovrebbero operare con il mero obiettivo di ottenere un'entrata nel breve termine, in quanto un tale comportamento comporterebbe perdite ingenti nel lungo periodo.

Pertanto, il fenomeno dello *short-termism* non fa altro che incentivare lo sviluppo dei mercati finanziari e, allo stesso tempo, disincentiva gli investimenti in attività produttive. La ricerca di guadagni nel breve termine comporta a lungo andare dei profitti solo per azionisti e *manager*, escludendo la generazione dei posti di lavoro¹⁶⁷.

Questa tendenza a preferire gli investimenti a breve, piuttosto che a lungo termine, deriverebbe da tre motivi. Uno di questi si ravvede nella disponibilità di nuovi prodotti finanziari, che, insieme all'innovazione tecnologica, hanno determinato una maggiore rapidità delle negoziazioni, nonché più liquidità e un tempo di detenzione delle azioni minore. La seconda motivazione è rintracciabile nell'importanza assunta dalla relazione di agenzia tra i proprietari di *assets* a lungo termine e i rispettivi *managers*, in conseguenza all'incremento dell'intermediazione degli investimenti. La terza motivazione fa riferimento alla regolamentazione in vigore¹⁶⁸ che, secondo gli investitori, è stata causa di impedimento¹⁶⁹ nell'adozione di strategie di lungo periodo¹⁷⁰.

¹⁶⁶ M. S. RICHTER JR, *Long-Termism*, in *Riv. delle Società*, I, 2021, 16.

¹⁶⁷ E. GLIOZZI, *Lo short-termismo e la direttiva n. 828 Ue del 2017*, in *Riv. trim. di diritto e procedura civile*, III, 2020, 821.

¹⁶⁸ La regolamentazione a cui si fa riferimento è la normativa sui requisiti patrimoniali di solvibilità (*Solvency II*) e le norme contabili applicabili ai fondi pensione. Queste ultime hanno l'obiettivo di incentivare una maggior trasparenza e una valutazione più realistica dei mercati.

¹⁶⁹ Gli investitori si sono espressi durante lo svolgimento dei lavori preliminari effettuati dalla Commissione per la stesura del Libro Verde 2011.

¹⁷⁰ S. ALVARO – B. LUPINI, *Le linee di azione della Commissione europea in materia di corporate governance e i riflessi sull'ordinamento italiana*, in *Quaderni giuridici di Consob*, III, 2013.

Per cercare di porre fine a questo problema, l'Unione Europea ha realizzato diversi interventi con l'obiettivo di raggiungere una visione e uno sviluppo sostenibili nel lungo periodo.

La Commissione europea, nel Libro verde del 2010¹⁷¹, mette in discussione l'efficacia delle regole del governo societario. Queste ultime, basate sulla supposizione di un controllo effettivo da parte degli azionisti sulla società, si considerano correlate al disinteresse dimostrato dai soci per la *governance*. La Commissione individua come causa principale di tale comportamento la «finanziarizzazione» dell'economia, riferendosi alla disponibilità di nuove fonti di finanziamento che hanno portato alla presenza di nuove categorie di azioni. Tali categorie, condividendo un'ottica di investimento molto breve, hanno determinato un incremento nell'assunzione di rischi da parte degli istituti finanziari. Successivamente, nel Libro verde del 2011¹⁷², viene messa in evidenza la necessità di trovare degli strumenti che siano in grado di incoraggiare gli azionisti ad interessarsi non solo ai profitti a breve termine, ma ad assumere un ruolo più attivo, nonché a preferire risultati maggiormente duraturi. Nel documento in esame, la Commissione riporta i risultati delle votazioni relative ad alcuni quesiti proposti dal Libro verde del 2010 a diversi investitori istituzionali. Da tali risultati è emersa la necessità di imporre agli investitori l'obbligo di condividere le politiche di voto e i risultati delle votazioni. Secondo i votanti, infatti, questa norma consentirebbe di rendere gli investitori consapevoli, facilitando il loro dialogo con la società, e incentiverebbe l'impegno degli azionisti. Il Libro verde, dunque, riporta la volontà della Commissione di adottare come soluzione al problema la predisposizione di un quadro

¹⁷¹ Libro verde del 2 giugno 2010 della Commissione europea, "Il governo societario negli istituti finanziari e le politiche di remunerazione", Bruxelles.

¹⁷² Libro verde della Commissione europea del 5 aprile 2011, "Il quadro dell'Unione europea in materia di governo societario", Bruxelles.

normativo che garantisca la trasparenza delle politiche di voto e di condivisione delle informazioni generali circa la loro applicazione.

Successivamente, anche nel Piano d'azione del 2012 viene trattata la tematica dell'impegno dell'azionista. In questo documento, la Commissione mette in evidenza le conseguenze della passività azionaria, arrivando alla conclusione che se i soci non votano, il sistema di governo societario sarà meno efficiente. Il documento in esame rappresenta un elemento fondamentale per la ricerca di una soluzione al problema, in quanto ha portato alla modifica della Direttiva 2007/36/CE.

Queste considerazioni sono poi divenute normativa con la seconda Direttiva sui diritti degli azionisti. Si è parimenti già visto (*supra*, cap. II) che con l'emanazione della Direttiva 2017/828/UE, il legislatore europeo si prefigge l'obiettivo di garantire la trasparenza degli investitori professionali che hanno partecipazioni in società quotate e di assicurare che la loro strategia di investimento vada di pari passo con l'ottica di lungo periodo dei relativi clienti¹⁷³. La prima SRD si concentrava maggiormente sui diritti riconosciuti agli azionisti in sede di esercizio del voto in assemblea, cercando di facilitarlo quanto più possibile. Le modifiche apportate sono state realizzate con l'idea di garantire all'azionista dei poteri e dei diritti maggiori nell'ottica della trasparenza, ma soprattutto con la finalità di incrementare l'attivismo e l'impegno a lungo termine dei soci nelle vicende societarie.

Nonostante gli interventi normativi appena descritti, è essenziale rammentare che nessun risparmiatore ragionevole ignorerebbe mai la redditività che caratterizza i suoi investimenti. Quindi, la performance reddituale offerta dai diversi intermediari condizionerà le decisioni dei risparmiatori. Ne consegue che le scelte degli stessi intermediari saranno influenzate dalle attese dei risparmiatori e cercheranno quanto più possibile di garantire risultati ottimali, soprattutto in risposta alla concorrenza.

¹⁷³ L. MULA, (nt. 87), 2.

Una soluzione più efficace al problema sembrerebbe essere quella di incentivare dei meccanismi di coinvolgimento attivo di tutti gli *stakeholders*, facendo in modo che gli organi amministrativi possano operare basandosi sugli interessi che gli stessi *stakeholders* hanno dichiarato di avere¹⁷⁴.

In ogni caso, le strategie studiate nel lungo periodo non generano sicuramente un risultato positivo, né tantomeno, nel caso di piani con risultati programmati nel breve periodo, si può dare per certo il contrario. Per quanto riguarda gli obiettivi pensati nell'interesse degli azionisti, sarebbe ottimale una loro pianificazione nel lungo periodo, ma solo nel caso in cui è previsto un profitto anche nel breve termine, in modo tale da mantenere in vita la società nell'attesa del futuro guadagno¹⁷⁵.

Tutto ciò premesso, i diversi tentativi finalizzati a distaccare il comportamento dell'azionista da quello di mero speculatore dei suoi investimenti, si rilevano strumentali anche nel caso di trattative che la società conduce con una parte correlata. Essendo, infatti, l'impegno e l'interesse da parte dell'azionista strumentale a garantire un buon governo societario, ne deriva che il socio passivo, disattento e disinteressato ai potenziali rischi cui la società è esposta, fa aumentare le probabilità che il rischio e il conseguente danno non venga individuato ed arrestato. Il legislatore è quindi intervenuto nel corso degli anni attraverso l'introduzione di nuovi diritti in capo agli azionisti, in particolar modo di *voice*, con l'attesa di generare un coinvolgimento e una partecipazione attiva dell'assemblea generale in tutte le questioni societarie. Non è però richiesta un'attenzione limitata alle variabili che possono interferire in qualche modo sul profitto del breve periodo, ma deve bensì proiettarsi verso una visione più olistica.

¹⁷⁴ F. DENOZZA, *Incertezza, azione collettiva, eternalità, problemi distributivi: come si forma lo short-termism e come se ne può uscire con l'aiuto degli stakeholders*, in *Riv. delle Società*, II-III, 2021, 297.

¹⁷⁵ M. S. RICHTER JR, (nt. 166), 49.

In ogni modo, porre un limite allo *short-termism* non è affatto semplice, ma la soluzione ad oggi più ragionevole sembra essere quella di dare ai soci maggiore spazio dentro e fuori l'assemblea. Questo dovrebbe generare un maggior interesse e un comportamento più consapevole e razionale. A ciò si collega poi l'importanza di garantire un costante livello di trasparenza ottimale, non solo verso gli azionisti attuali, ma anche verso quelli potenziali.

3.2. *Il potere conferito all'assemblea nelle operazioni con parti correlate*

Riguardo ai nuovi diritti di *voice* riconosciuti agli azionisti, fondamentali sono quelli che elargiscono all'assemblea un potere non marginale nella gestione e nell'approvazione delle operazioni con soggetti correlati alla società. Come discusso in precedenza (*supra*, cap. III, n. 3.1.), ad oggi la funzione gestoria spetta esclusivamente all'organo di amministrazione, fatti salvi alcuni poteri riservati dalla legge all'assemblea. A quest'ultima sono destinati alcuni poteri anche nel contesto delle OPC. Più propriamente, sia il legislatore europeo sia quello nazionale, non prescrivono obblighi tassativi, ma lasciano libero arbitrio alle società di decidere nei loro regolamenti sulle operazioni con parti correlate quanto spazio destinare agli azionisti.

Un primo potere assegnato all'assemblea è quello relativo alle deliberazioni in materia di remunerazione degli amministratori e consiglieri investiti di particolari cariche, nonché degli altri dirigenti con responsabilità strategiche diverse dai piani di compensi basati su strumenti finanziari¹⁷⁶. Per permettere di escludere dall'applicazione delle procedure previste per le OPC le deliberazioni appena descritte, è fondamentale che un comitato formato

¹⁷⁶ Deliberazioni rientranti nei "casi di esclusione" dell'art. 13 comma 3, lettera b, del Reg. Consob. A queste è possibile non applicare, in tutto o in parte, le disposizioni previste dalle normali procedure per le OPC.

esclusivamente da amministratori indipendenti o consiglieri non esecutivi, in maggioranza indipendenti, sia stato coinvolto nella fase di definizione della politica di remunerazione e che, ancor prima, l'assemblea l'abbia approvata. Si evince che il voto dell'assemblea reso obbligatorio ai fini dell'esclusione dell'operazione dalle procedure adottate, e la conseguente pubblicazione dei voti, rappresentano strumento fondamentale non solo per garantire la trasparenza sul mercato, ma anche per rendere pubbliche le preferenze degli azionisti, ivi comprese le minoranze.

Altro contesto in cui è richiesto l'intervento dell'assemblea è quello delle operazioni urgenti, a condizione che non siano di competenza dell'assemblea e che non debbano essere da questa autorizzate. La Consob, nell'art. 13, comma 6, lettera b del Regolamento per le operazioni con parti correlate, indica che per escludere determinate operazioni dalle procedure standard per motivi di urgenza, è necessario che queste siano sottoposte a delibera non vincolante alla prima assemblea ordinaria utile. Ancora prima, è richiesto che l'organo che convoca l'assemblea metta a disposizione di quest'ultima e del pubblico, una relazione concernente i motivi che determinano l'urgenza, insieme alla valutazione effettuata al riguardo dall'organo di controllo. Come indicato dall' art. 13, comma 6, lettera e, il giudizio dei soci deve essere a disposizione del pubblico già entro il giorno successivo all'assemblea¹⁷⁷. Inoltre, la Consob chiede che venga messo in evidenza il numero complessivo dei voti espressi dai soci non correlati. Permettere al mercato di entrare a conoscenza del parere dei soci non correlati all'operazione, e dunque di coloro che si trovano in una posizione di obiettività, consente ai potenziali investitori di farsi un'idea sulle scelte e sulla gestione messa in atto dagli amministratori. Quindi, oltre a poter generare degli effetti sul valore dei titoli, la pubblicazione dei pareri dei soci non

¹⁷⁷ La Consob specifica che devono essere rispettate le modalità indicate nella Parte III, Titolo II, Capo I del Reg. Emittenti.

correlati può costituire uno stimolo per i gestori, facendo in modo che questi ultimi evitino a priori la realizzazione di operazioni inadeguate. Tale meccanismo, predisposto dalla Consob nel suo Reg. OPC, sembrerebbe essere una soluzione ottimale nell'evitare comportamenti sequestrativi di ricchezza sociale.

La Consob non esclude dalla votazione i soci correlati, lasciando quindi la possibilità all'intera assemblea di esprimere il proprio parere. Fa eccezione il caso in cui la società sia un istituto bancario o un intermediario sottoposto alla vigilanza di Consob e Banca d'Italia¹⁷⁸. In questi casi, non essendo conteggiati i voti dei soci correlati all'operazione, la libertà di espressione di quelli non correlati assume ancora più importanza.

Infine, l'assemblea è coinvolta in un altro contesto, differente rispetto ai due precedenti. In questo caso, il coinvolgimento degli azionisti non svolge un ruolo di contrappeso a particolari esenzioni indicate dal Reg. OPC, bensì assume una funzione strumentale al superamento del giudizio negativo del comitato composto da amministratori indipendenti. L'art. 8, comma 2, del Reg. OPC consente alle società di includere nelle loro procedure la possibilità che gli amministratori possano comunque approvare un'operazione di maggiore rilevanza, nonostante il parere negativo degli amministratori indipendenti, ma solo a condizione che l'assemblea ne approvi l'esecuzione. Tale concessione permette ai gestori di poter concludere un'operazione vantaggiosa per la società, che, in ragione del potere concesso agli amministratori indipendenti come garanzia dell'efficienza gestoria, sarebbe stata impedita. La funzionalità del potere concesso all'assemblea non è tanto quella di arrestare eventuali operazioni dannose, in quanto queste avrebbero dovuto già essere segnalate dal comitato o dall'organo di controllo, bensì quella di risolvere contrasti gestionali.

¹⁷⁸ Per gli istituti bancari si fa riferimento all'art. 53 comma 4 del Testo Unico Bancario, per gli intermediari la norma di riferimento è l'art. 6 comma 2-*novies* del TUF.

Il fatto che la decisione finale spetti unicamente all'assemblea non implica in ogni caso che l'operazione sia corretta dal punto di vista sostanziale e procedurale. Difatti, è comunque richiesto l'intervento degli amministratori indipendenti durante il momento di proposta all'assemblea¹⁷⁹.

L'art. 11, comma 3, del Reg. OPC precisa che, in caso di parere negativo rilasciato dagli amministratori indipendenti, l'operazione non può in nessun modo essere conclusa se la maggioranza dei soci non correlati votanti esprima voto contrario. In aggiunta, la Consob consente di correlare l'impedimento dell'operazione al raggiungimento in assemblea di una percentuale minima di rappresentanza del capitale sociale da parte dei soci non correlati. Tale percentuale non può mai essere superiore al dieci per cento. Nella determinazione dei *quorum* costitutivo e deliberativo, eventuali astensioni degli azionisti devono essere senza alcun dubbio comprese nel calcolo del primo *quorum*. Per quanto concerne invece il calcolo della maggioranza, la Consob non considera le astensioni come voti negativi¹⁸⁰.

Nelle società quotate, agli azionisti minoritari sono riservati dei diritti patrimoniali individuali, riconosciuti in ragione della singola azione detenuta. Diversamente, i diritti amministrativi possono essere esercitati solo quando si raggiunge una determinata quota di capitale sociale, singolarmente o insieme ad altre minoranze organizzate. Nel caso in esame, qualora il Reg. OPC non imponesse la soglia minima del dieci per cento, significherebbe che anche un singolo azionista non correlato, proprietario di una minuscola parte del capitale sociale, avrebbe il potere di impedire o di consentire un'operazione di maggiore rilevanza. Il legislatore europeo, infatti, nella SRD II si propone l'obiettivo di incentivare l'attivismo dei gruppi organizzati, ossia degli investitori istituzionali e dei gestori di attivi¹⁸¹.

¹⁷⁹ P. FERA, (nt. 20), 80.

¹⁸⁰ A. BUSANI, *Il voto do astensione è davvero un voto negativo?*, in *Le Società*, X, 2020, 1064.

¹⁸¹ M.S. HOUBEN, (nt. 16), 182-186.

Dunque, nel caso in cui il parere del comitato degli amministratori indipendenti non sia positivo, il gestore può bloccare l'operazione ed eventualmente apportare le modifiche necessarie per sottoporla nuovamente al giudizio del comitato. Diversamente, può optare per la convocazione dell'assemblea, correndo il rischio che l'affare venga bocciato dai soci non correlati¹⁸².

Il meccanismo sinora descritto è definito «*whitewash*» e consente di superare un eventuale parere negativo degli amministratori indipendenti e, conseguentemente, di portare a termine un'operazione di maggiore rilevanza con parte correlata qualora si ottenga l'approvazione dall'assemblea degli azionisti. Con la terminologia utilizzata si vuole mettere in evidenza come il consenso dei soci non correlati possa far svanire il sospetto generato dal giudizio degli amministratori indipendenti sull'attendibilità dell'affare.

3.3. Il giudizio dell'amministratore indipendente quale presunto mezzo di risoluzione dell'agency problem

Si è parimenti già visto (*supra*, cap. II, n. 2.5) che la figura e le funzioni assegnate all'amministratore indipendente hanno assunto un ruolo fondamentale specialmente nella gestione delle operazioni con parti correlate. L'art. 7, comma 1, lettera a e l'art. 8, comma 1, lettera b del Reg. OPC della Consob prescrivono rispettivamente per le OPC di minore e maggiore rilevanza, che un comitato composto in maggioranza o esclusivamente da amministratori indipendenti non correlati, grazie alla condivisione di informazioni complete ed aggiornate, esprima un parere circa l'interesse della società al compimento dell'operazione, nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale che caratterizzano la trattativa. Tale onere assume

¹⁸² E. HOXHAY, *Operazioni con parti correlate: il ruolo degli amministratori indipendenti*, in *Altalex*, 2019.

un'entità più rilevante nel contesto delle operazioni di maggiore rilevanza, in quanto, contrariamente a quelle di minore rilevanza, il parere ha carattere vincolante.

Il compito assegnato agli amministratori indipendenti deriva indubbiamente dalla volontà dei legislatori europeo e nazionale di adottare delle contromisure a comportamenti scorretti e, allo stesso tempo, di dare maggiore credibilità ai mercati finanziari. Gli amministratori indipendenti, essendo gli unici soggetti ad essere esclusi dal contesto dei conflitti di interessi, sono i principali protagonisti del cambiamento che sta caratterizzando la funzione del consiglio di amministrazione, il quale si sta trasformando da *advisory* a *monitoring board*. Questo è accaduto in conseguenza al potere decisionale riservato esclusivamente all'organo esecutivo, che ha portato i restanti membri del CdA ad essere esclusi dalla gestione attiva e a farsi spazio nel ruolo di controllo delle strategie e delle performance realizzate dall'esecutivo¹⁸³.

Nelle operazioni di maggiore rilevanza, il comitato chiamato a lasciare un parere sulla correttezza dell'affare deve essere coinvolto già durante la fase delle trattative. Gli amministratori indipendenti non possono di fatto intervenire nella pianificazione e nel concreto raggiungimento degli obiettivi sociali, ma è loro dovere attuare un'attenta verifica circa la correttezza dell'*iter* che procede e giunge all'esecuzione dell'operazione con parte correlata. Al fine di garantire la completezza e la correttezza delle trattative e dell'istruttoria, il comitato può condividere con i soggetti incaricati della loro conduzione eventuali osservazioni e dubbi.

Nel contesto italiano, maggiormente diffusi sono i problemi di agenzia che vedono protagonisti gli azionisti di maggioranza e di minoranza. Proprio per questo motivo, la figura dell'amministratore indipendente nella gestione

¹⁸³ M. REBOA, *Il monitoring board e gli amministratori indipendenti*, in *Giur. comm.*, XXXVII, 2010, 657-670.

delle OPC diventa strumentale al fine di intervenire sulla loro trasparenza e sulla correttezza procedurale. Difatti, è dimostrato¹⁸⁴ che una maggiore presenza di amministratori indipendenti e non esecutivi, assicura un livello superiore di *compliance* nell'esecuzione delle OPC a tutela degli interessi degli azionisti di minoranza e dell'intero mercato. Dunque, la figura dell'amministratore indipendente può essere impiegata sia per ridurre i costi di agenzia sia per rendere neutrali gli effetti causati dalla delega di gestione riconosciuta ai *managers*. A tale figura viene richiesto di valutare la correttezza dell'operazione in termini assoluti, relativamente ad un possibile effetto negativo della trattativa sul valore patrimoniale della società, e in termini relativi, riguardo eventuali influenze sfavorevoli che potrebbero intaccare il patrimonio di alcuni soci per i quali non si prevedono particolari entrate in conseguenza all'approvazione dell'operazione¹⁸⁵.

Tuttavia, nonostante non ricopra teoricamente una posizione nei conflitti di interessi, anche la figura dell'amministratore indipendente è caratterizzata da alcune problematiche. In particolar modo, è essenziale che l'amministratore non abbia nessun legame di dipendenza con coloro che esercitano un potere decisionale. I *manager* e gli azionisti di controllo, però, sono gli unici soggetti in grado di proporre un candidato che anche se indipendente, eserciterà un controllo su coloro che hanno proposto la sua nomina. La soluzione più ragionevole risulta essere quella di garantire una rappresentanza degli azionisti di minoranza nel comitato degli amministratori indipendenti. In questo modo si incentiva una maggiore responsabilità da parte degli amministratori, nonché una migliore performance finanziaria¹⁸⁶.

¹⁸⁴ 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*, XXVII, 2020, 272-282.

¹⁸⁵ E. PUCCI, *Il parere degli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate: profili funzionali*, in *Riv. delle Società*, II-III, 2014, 336.

¹⁸⁶ 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*, XXIII, 2019, 165-194 dall'analisi di un campione

In ragione di quanto appena esposto, gli amministratori indipendenti rappresentativi delle minoranze costituiscono certamente uno strumento per garantire un'adozione completa della normativa in tema di OPC, relativamente alla tutela delle minoranze e del mercato in generale¹⁸⁷.

In ogni modo, indipendentemente se si tratti di un mercato caratterizzato da una proprietà azionaria diffusa o più concentrata, risulta necessaria la ricerca di soluzioni ai problemi dei costi di agenzia e delle conseguenti asimmetrie informative, agli inevitabili conflitti di interessi, nonché all'eventuale distrazione di ricchezza societaria¹⁸⁸. Il fatto che si tratti di un problema di agenzia di primo o di secondo tipo, e cioè, di azionisti vs amministratori o azionisti di maggioranza vs minoranza, non implica dunque nessuna particolare differenza.

La veste assunta dagli amministratori indipendenti nelle OPC si concretizza con l'intento primario di risolvere le asimmetrie informative da cui l'assemblea degli azionisti e, in particolar modo le minoranze, ne escono danneggiate. Il parere degli indipendenti, infatti, consente agli *shareholders* di venire a conoscenza di eventuali benefici privati perseguiti dagli azionisti di controllo o dagli esecutivi, che diversamente rimarrebbero ignorati. Quindi, si può dedurre che il parere rilasciato dal comitato di amministratori indipendenti faccia da contraltare ai possibili interessi nascosti dalle controparti al fine di garantire tutela alle minoranze. La presenza di un soggetto, chiamato ad esprimere un parere oggettivo circa la correttezza dell'operazione, è funzionale affinché degli affari aventi scopi dannosi per la società, possano essere bloccati sin dal principio.

di società italiane è dimostrato che esista una relazione positiva tra la percentuale dei *minority directors* e il valore dell'impresa. Diversamente, esiste una relazione negativa tra la *compliance* procedurale e la percentuale di amministratori indipendenti non esecutivi non eletti dagli azionisti di minoranza.

¹⁸⁷ P. FERA, (nt. 20), 93.

¹⁸⁸ N. MICIELI, (nt. 21), 265.

Tutto ciò premesso, la decisione di rendere il parere degli amministratori indipendenti vincolante nelle operazioni di maggiore rilevanza, presenta delle criticità proprio in ragione del possibile *status* di correlazione dell'amministratore con i membri del CdA. Garantire l'indipendenza degli amministratori che compongono il comitato delle OPC non è affatto semplice ma, è requisito fondamentale al fine di garantire non solo la tutela degli investitori attuali e potenziali, ma anche e soprattutto per dare loro la possibilità di prendere eventuali decisioni di disinvestimento consapevoli¹⁸⁹. Infatti, i rapporti stretti con questi ultimi successivamente all'incarico ricevuto, possono interferire sul requisito di indipendenza¹⁹⁰. Una soluzione che permette di attenuare questi rischi, oltre alla possibilità di permettere alle minoranze di nominare il loro rappresentate, è la vigilanza esercitata dall'organo di controllo circa il rispetto dei requisiti di indipendenza.

3.3.1. *I diritti del socio non correlato e le relative problematiche*

Nel contesto delle OPC, al socio non correlato è riconosciuto un particolare diritto in caso di giudizio negativo rilasciato dal comitato di amministratori indipendenti che, essendo vincolante nel caso delle operazioni di maggiore rilevanza, può essere superato da una delibera di approvazione da parte dell'assemblea generale, a condizione che la maggioranza dei soci non correlati votanti non esprima voto contrario. Tale misura, chiamata *whitewash*, riconosce un importante ruolo agli azionisti non correlati, consentendo loro di essere decisivi nell'approvazione dell'operazione.

Tuttavia, anche questo strumento di tutela può in certi casi comportare alcune problematiche. Anzitutto, l'art. 11 del Reg. OPC della Consob

¹⁸⁹ M.S. HOUBEN, (nt. 16).

¹⁹⁰ N. MICIELI, (nt. 145), 10.

permette che le procedure adottate dalle singole società possano imporre una percentuale minima di rappresentanza in assemblea dei soci non correlati, che non può mai superare il dieci per cento. Ne consegue che, nel caso in cui un singolo azionista o più di essi congiuntamente non riescano a raggiungere la percentuale prescritta, il relativo voto non è più vincolante. Ciò significa che, in caso di parere negativo del comitato e conseguente delibera assembleare, se i soci non correlati presenti sono minori della percentuale richiesta, l'operazione può comunque essere eseguita. In questa ipotesi non è quindi pienamente garantita la tutela del socio non correlato. Tuttavia, questo meccanismo potrebbe rappresentare al tempo stesso un espediente per incentivare la presenza e l'interesse dei soci non correlati nella gestione delle OPC, in modo tale da aumentare la probabilità che vengano arrestati eventuali comportamenti espropriativi di ricchezza societaria ad opera dei soci correlati o dell'esecutivo che ha proposto la trattativa.

Un'ulteriore problematica da non sottovalutare è l'eventuale abuso di potere da parte della minoranza, e nel contesto delle OPC da parte dei soci non correlati all'operazione. I doveri di correttezza e buona fede, che dovrebbero guidare l'esercizio del voto degli azionisti, possono difatti essere violati non solo da quelli di maggioranza, ma anche da coloro che detengono piccole quote di capitale. Nei casi in cui è richiesto il raggiungimento di un determinato *quorum* da parte della minoranza azionaria per l'approvazione di un'operazione, ne consegue che quei soci, seppur non di maggioranza, possano influenzare la decisione dell'assemblea. Al contrario della maggioranza, non possono imporre ad altri soggetti una decisione piuttosto che un'altra, ma possono ostacolarne l'adozione nel caso si tratti di delibera da loro non gradita¹⁹¹.

¹⁹¹ R. RORDORF, *Minoranza di blocco ed abuso di potere nelle deliberazioni assembleari di s.p.a.*, in *Corriere Giuridico*, X, 2007, 1448 ss.

In conseguenza, l'abuso del socio di minoranza si manifesta quando quest'ultimo esercita i suoi diritti in modo da ostacolare l'operatività o la gestione della società. Inoltre, le minoranze possono mettere in atto degli atti emulativi. Questi si manifestano quando gli azionisti adottano comportamenti aventi finalità vendicative o con l'obiettivo di danneggiare altri soci¹⁹². Nel contesto delle OPC, i soci di minoranza hanno perlopiù il «potere di blocco». Quest'ultimo può concretizzarsi nel caso in cui il socio di minoranza, singolarmente o insieme ad altri, impedisce l'approvazione di una delibera assembleare in ragione della partecipazione detenuta o, come nel caso delle OPC, del *quorum* richiesto dalla legge o dallo statuto. In ogni modo, qualsiasi comportamento adottato dalla minoranza con la finalità di ritardare o ostacolare l'approvazione di delibere assembleari può essere definito come azione di ostruzionismo¹⁹³.

L'abuso di potere non può quindi essere strettamente associato alla quantità di potere che un soggetto detiene, ma dipende dall'intenzione e dalle motivazioni che spingono un determinato azionista ad assumere un certo tipo di comportamento. La minoranza non ha difatti il potere di far coincidere la propria volontà con quella societaria, ma in alcuni casi, come in quello delle OPC, grazie ai diritti riconosciutele da alcune norme, potrebbe abusare del potere concessole. Difatti, la probabilità che si realizzi un abuso di potere da parte dei soci di minoranza aumenta proporzionalmente all'incremento dei diritti a questi riconosciuti, aventi in origine finalità di tutela¹⁹⁴.

Tutto ciò premesso, non implica che il riconoscimento di importanti diritti di *voice* agli azionisti di minoranza sia controproducente o rischioso, ma è importante essere consapevoli che comportamenti inadeguati non

¹⁹² Cosa fare nel caso di abuso del socio di minoranza? su www.studiolegaleadamo.it, 2024.

¹⁹³ F. NEGRI, *L'abuso di maggioranza e le situazioni di stallo nelle società*, su www.odcec.mi.it, 2024.

¹⁹⁴ M. SMACCHI, *I rapporti tra la maggioranza e la minoranza azionaria: verso il superamento della classica nozione di "abuso" di maggioranza*, Dottorato di ricerca in Diritto ed Economia, Università LUISS Guido Carli, 2014.

debbano necessariamente provenire da chi detiene generalmente il potere decisorio. Specialmente nel contesto delle OPC, sanzionare eventuali comportamenti scorretti è essenziale al fine di non perdere i benefici derivanti dall'esecuzione di determinate trattative che altrimenti rimarrebbero inconcluse.

3.4. *L'autonomia concessa ai singoli Stati*

La SRD II non si presenta come una direttiva eccessivamente rigorosa ma, al contrario, lascia ampio spazio di decisione agli Stati membri a cui è destinata. Infatti, caratteristica principale di questa normativa non sono certamente gli obblighi e i divieti in essa contenuti, quanto piuttosto l'intento di mettere a disposizione del mercato delle norme sociali condivise tramite lo strumento della trasparenza. L'obiettivo del legislatore europeo è quello di fare in modo che i singoli legislatori domestici possano adattare le disposizioni normative alle esigenze del proprio ordinamento nazionale¹⁹⁵.

Inizialmente, nel contesto delle OPC, la Commissione europea promuoveva come soluzione quella di correlare le decisioni societarie alla volontà dell'assemblea. Diversamente, il Parlamento e il Consiglio europeo hanno poi optato per una normativa più flessibile, per far sì che venissero rispettate le differenze interne di ogni singolo Stato¹⁹⁶. Tutto ciò ha portato a una ricezione differente della Direttiva nei singoli ordinamenti nazionali, in quanto, paesi come l'Italia o il Regno Unito che avevano già adottato una normativa per le OPC, vi hanno apportato modifiche accessorie. Diversamente è accaduto per altri paesi come la Germania che ha dovuto recepire la Direttiva nella sua interezza¹⁹⁷.

¹⁹⁵ F. RAFFAELE – M. MARRA, (nt. 129), 151.

¹⁹⁶ M. CORGATELLI, (nt. 110), 550 s.

¹⁹⁷ F. SICCHIERO, (nt. 109), 5.

Nello specifico, l'art. 9-*quater* della SRD II ordina agli Stati membri di definire le operazioni con parti correlate rilevanti basandosi su due criteri principali. Per quanto riguarda invece l'identificazione degli indici quantitativi, la Direttiva predispone solo un elenco dei fattori da prendere in considerazione. Al paragrafo 2 dello stesso articolo, il legislatore europeo indica quali informazioni devono necessariamente essere oggetto di comunicazione al pubblico, per poi lasciare a discrezione dei singoli Stati la scelta di predisporre al riguardo una relazione circa la correttezza e la convenienza dell'operazione. Inoltre, per quanto concerne l'approvazione dell'operazione, la SRD II non prescrive nessuna procedura ferrea, ma lascia agli Stati membri la libertà di decisione riguardo chi, tra l'assemblea, il CdA o l'organo di vigilanza abbia potere deliberativo. La normativa europea non transige sull'amministratore coinvolto nell'operazione, il quale non può essere incluso durante la fase di approvazione. Diversamente, se il soggetto coinvolto è un socio, la Direttiva permette agli Stati membri di farlo comunque partecipare alla votazione purché siano tutelati gli interessi della società e di tutti i soggetti non correlati all'operazione.

Questa ampia libertà concessa dal legislatore europeo può sicuramente essere apprezzata, in quanto consente ai singoli Stati membri di adattare le disposizioni in base alle proprie esigenze, senza dover quindi sottostare a uno schema troppo rigido e talvolta troppo esigente. Contrariamente, il poco rigore richiesto dal legislatore europeo nell'osservanza della SRD II può, al tempo stesso, generare conseguenze sfavorevoli relativamente al raggiungimento di un buon livello di armonizzazione normativa europea che in questo modo diventa difficilmente realizzabile. In aggiunta a ciò, imporre delle regole poco ferree può comportare un assorbimento della norma poco efficiente, non riuscendo a realizzare concretamente gli obiettivi che la Direttiva si prefigge di ottenere. Infatti, la possibilità che ciascun Stato membro possa autonomamente decidere se imporre regole più o meno stringenti fa sì che le disposizioni in

tema di OPC possano perdere efficacia, non riuscendo a risolvere le problematiche per le quali sono state predisposte.

Nel recepire la Direttiva, il legislatore italiano ha preferito non usufruire della libertà concessagli dalla norma europea. Piuttosto, ha optato per una maggiore delegazione alla normativa secondaria e all'autodisciplina, limitandosi in ogni caso ad una recezione molto formale. Ancor prima dell'implementazione della SRD II, la normativa italiana vantava già di alcune disposizioni in tema di OPC¹⁹⁸. Ne è conseguito che, in tale contesto, il quadro normativo italiano fosse già avanti rispetto a quello di altri Stati membri, generando così una maggiore esigenza nel valorizzare la normativa dapprima esistente¹⁹⁹.

Ciò premesso, contemplando la ricezione della SRD II nell'ordinamento nazionale, non si può certamente parlare di *gold-plating*, essendo quest'ultimo un termine utilizzato nell'ipotesi di eccesso di regolamentazione durante il processo di attuazione del diritto europeo nell'ordinamento nazionale²⁰⁰. Emerge pertanto, che mentre la SRD II si è adoperata per far sì che dei presidi e delle misure adatte a garantire la trasparenza e la tutela degli azionisti in tema di OPC siano adottati in tutti gli Stati membri, questi ultimi non abbiano recepito a pieno la richiesta, rispondendo in modo molto contenuto e non approfittando quindi della libertà loro concessa²⁰¹.

3.5. I nuovi regolamenti per le operazioni con parti correlate adottati da alcune società quotate sulla Borsa Italiana dopo la seconda Direttiva

¹⁹⁸ Si fa principalmente riferimento al Reg. OPC della Consob e l'art. 2391-bis c.c. "operazioni con parti correlate".

¹⁹⁹ CONFINDUSTRIA, *Consultazione CONSOB sul recepimento della direttiva sulla SHRD II*, dicembre 2019.

²⁰⁰ C. BURELLI, *Il fenomeno del gold-plating: un ostacolo (sottostimato) all'effettività del diritto dell'Unione europea*, su www.aisdue.eu, XXX, 2023.

²⁰¹ F. RAFFAELE – M. MARRA, (nt. 129), 130.

L'ordinamento italiano ha recepito la SRD II con il D.Lgs. n.49 del 10 maggio 2019. La Direttiva europea è entrata ufficialmente in vigore in tutti gli Stati membri il 3 settembre 2020. Successivamente, la Consob ha predisposto il nuovo Reg. OPC entrato in vigore dal 1° luglio 2021 con la delibera n. 21624²⁰². In conseguenza a ciò, le società quotate italiane hanno dovuto apportare le modifiche necessarie ai rispettivi regolamenti per la gestione delle operazioni con parti correlate.

Volendo brevemente analizzare l'applicazione della SRD II e, in conseguenza, del Reg. OPC della Consob, sono stati presi in considerazione alcuni regolamenti adottati da alcune delle società quotate sulla Borsa Italiana. Al fine di dare praticità alla normativa finora descritta, saranno oggetto di analisi le procedure per le operazioni con parti correlate adottate da Enel, Eni, De Longhi, Inwit, Moncler, Pirelli, Snam, Terna, Buzziio e Reply²⁰³. I rispettivi documenti relativi alle procedure sono disponibili sul sito internet di ciascuna società²⁰⁴, come prescritto dall'art. 4, comma 7, del Reg. OPC della Consob.

Anzitutto, la competenza ad approvare le operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza è affidata al Consiglio di Amministrazione, ad eccezione delle operazioni di competenza dell'assemblea o per quali è necessaria un'autorizzazione di quest'ultima. Diversamente, per le operazioni di minore rilevanza, le procedure non indicano a quale organo spetta generalmente il potere decisorio, ma in ogni caso si tratta spesso dell'amministratore delegato o dello stesso CdA. Ad ogni modo, le procedure indicano tassativamente che l'eventuale amministratore correlato all'operazione debba astenersi dalla votazione, così come indicato dall'art. 7,

²⁰² Il Regolamento è stato successivamente modificato con la delibera n. 22144 del 22 dicembre 2021.

²⁰³ Per mera praticità non sono state prese in esame le società quotate che sono banche, in quanto soggette a una normativa specifica.

²⁰⁴ In aggiunta, nei documenti relativi alle procedure adottate in tema di operazioni con parti correlate, le società indicano che ulteriori informazioni sono contenute anche nella relazione annuale sulla gestione, così come disposto dalla Consob nel Reg. OPC.

comma 1, lettera d-*bis* del Reg. OPC. Al riguardo, è possibile notare una delle maggiori differenze tra le precedenti versioni delle procedure adottate per le OPC con le ultime versioni aggiornate, in quanto le prime non prendevano neppure in considerazione la figura dell'amministratore coinvolto nell'operazione e, in conseguenza, permettevano all'intero consiglio di esprimere il proprio voto in sede di approvazione. Tale modifica assume senza dubbio un'importanza non irrilevante, poiché un voto espresso da un amministratore coinvolto nell'operazione è un voto viziato, che può portare all'approvazione di un'operazione che si potrà rilevare dannosa per la società.

Per quanto concerne il comitato composto da amministratori indipendenti a cui affidare il compito di esprimere un parere circa la correttezza sostanziale e procedurale dell'operazione e l'interesse della società al compimento di quest'ultima, la maggior parte delle società quotate hanno optato per la costituzione di un Comitato per le operazioni con parti correlate composto da almeno tre amministratori indipendenti. Diversamente, tale compito è delegato al Comitato controllo e rischi²⁰⁵. Per quanto riguarda le operazioni con parti correlate di minore rilevanza, le società affidano il compito di esprimere il parere allo stesso comitato che si occupa di quelle di maggiore rilevanza. De Longhi ha invece optato per tre diversi comitati. Il Comitato indipendenti si occupa di rilasciare il parere per le operazioni di maggiore rilevanza, il Comitato controllo e rischi si occupa di quelle di minore entità e, infine, il Comitato remunerazioni esprime il parere limitatamente alle operazioni di minore rilevanza riguardanti la remunerazione degli amministratori e degli esperti con responsabilità strategiche. Il Comitato remunerazioni è difatti adottato anche dalle procedure di altre società, relativamente alle operazioni concernenti le remunerazioni.

²⁰⁵ Ad esempio, la società quotata Snam ha costituito il Comitato controllo e rischi e operazioni con parti correlate, senza quindi adottarne due differenti. Esso è composto da tre amministratori indipendenti e non esecutivi.

Per quanto attiene alle operazioni di competenza dell'assemblea, le procedure adottate dalle società italiane non impongono l'obbligo di astensione da parte degli eventuali soci correlati all'operazione²⁰⁶. Questo poiché la Consob, nel suo Regolamento, non ha imposto l'obbligo di astensione dal voto dei soci correlati, in quanto la sua applicazione è stata resa volontaria dal legislatore europeo nell'art. 9-*quater* della SRD II. Come precedentemente visto, la Consob permette di proporre l'operazione all'assemblea qualora il comitato abbia espresso parere negativo. Alcune società, tra cui Pirelli e Snam²⁰⁷, non sono ricorse a tale facoltà, specificando che, in caso di parere contrario degli amministratori indipendenti, la società si astiene dal compiere l'operazione. Se da un lato questa scelta può esaltare l'importanza riconosciuta al parere degli amministratori indipendenti, è anche vero che riduce il potere di espressione concesso dalla norma al socio non correlato e di minoranza, oltre a precludere talvolta la conclusione di operazioni che potrebbero essere vantaggiose per la società. Le società che invece ricorrono al meccanismo del *whitewash* impongono che i soci non correlati presenti in assemblea rappresentino almeno il 10% del capitale sociale. Questa clausola non costituisce novità, essendo già prevista nelle precedenti versioni del Reg. OPC della Consob e, di conseguenza, anche nei vecchi regolamenti delle società quotate.

Una differenza rispetto ai precedenti regolamenti in tema di OPC è, senza dubbio, rinvenibile nei casi di esclusione che sono oggetto di normativa dell'art. 13 del Reg. OPC. Al riguardo, le società quotate italiane hanno esteso le casistiche in cui è possibile non applicare le procedure adottate²⁰⁸. Più nello

²⁰⁶ La società quotata Inwit specifica nel suo regolamento che gli azionisti devono comunicare l'esistenza di qualsiasi rapporto di correlazione prima dell'assemblea.

²⁰⁷ Eni non specifica nulla riguardo alle conseguenze di un eventuale parere negativo del comitato. Ne consegue che in tale ipotesi l'operazione rimane incompiuta.

²⁰⁸ Relativamente ai casi di esclusione, si riporta che Enel dichiara di non avvalersi della facoltà prevista dall'art. 11 comma 5 del Reg. OPC, ovvero la possibilità di escludere dall'applicazione delle procedure le operazioni compiute in casi di urgenza. Le società Eni e Snam non includono tale categoria di operazioni nei casi di esclusione.

specifico, sono state incluse nella categoria, le operazioni relative agli aumenti di capitale in opzione o gratuiti²⁰⁹, le scissioni in senso stretto totali o parziali con criterio di attribuzione proporzionale, le riduzioni del capitale mediante rimborso ai soci, nonché gli acquisti di azioni proprie²¹⁰. In aggiunta a ciò, sono state modificate le clausole che consentono l'esclusione delle deliberazioni relative alle remunerazioni degli amministratori e dei consiglieri investiti di particolari cariche, nonché degli altri dirigenti con responsabilità strategiche e le deliberazioni con cui il consiglio di sorveglianza determina il compenso dei consiglieri di gestione. Una di queste clausole è stata soppressa nel nuovo Reg. OPC di Consob²¹¹ e, al momento, le società quotate si impegnano a adottare una politica di remunerazione approvata dall'assemblea e a coinvolgere un comitato costituito esclusivamente da amministratori o consiglieri non esecutivi, in maggioranza indipendenti, nella definizione della politica di remunerazione. Inoltre, assicurano che la remunerazione assegnata sia coerente alla politica, specificando che quest'ultima non è calcolata sulla base di criteri che potrebbero portare a valutazioni discrezionali²¹².

Relativamente alla figura dell'esperto indipendente di cui può farne richiesta il comitato di amministratori indipendenti, il nuovo Reg. OPC di Consob e, in conseguenza, le procedure adottate dalle società quotate italiane, specificano che la verifica dell'indipendenza a cui sono sottoposti gli esperti, debba avvenire prima dell'assegnazione di qualsiasi incarico, seguendo le prescrizioni contenute nell'Allegato 4, paragrafo 2.4. Per quanto attiene le spese relative all'assunzione degli esperti indipendenti, alcune società

²⁰⁹ Gli aumenti del capitale gratuiti sono previsti dall'art. 2442 del c.c.

²¹⁰ Acquisti di azioni proprie oggetto di normativa dell'art. 132 del TUF.

²¹¹ Soppresso il punto *iii*) della lettera b comma 3 art. 13 del Reg. OPC, «sia stata sottoposta all'approvazione o al voto consultivo dell'assemblea una relazione che illustri la politica di remunerazione».

²¹² Consultabili nell'art. 13 comma 3 lettera b del Reg. OPC adottato con delibera n. 22144 del 2021 dalla Consob.

indicano il tetto massimo da rispettare, altre indicano che sono «a spese della società», mentre alcune tra cui Enel, non stabiliscono nessun tetto massimo.

Dalla breve analisi descritta si può evincere che le differenze tra le precedenti e le nuove procedure di alcune delle società quotate italiane sono di entità minima. Più propriamente, si tratta di modifiche che non possono consentire un cambiamento radicale nella gestione di questa particolare tipologia di operazioni. L'introduzione dell'obbligo di astensione dalla votazione, imposto all'amministratore coinvolto, rappresenta sicuramente un importante strumento al fine di garantire maggiore tutela alle minoranze e alla società in generale. In ogni caso, l'elemento maggiormente rinvenibile è il poco potere riconosciuto all'assemblea degli azionisti, il quale è invece fortemente attribuito all'organo amministrativo.

CONCLUSIONI

Dal presente lavoro di tesi emergono diverse considerazioni. Prima fra tutte è che le operazioni con parti correlate rappresentano ancora oggi, nonostante i vari studi ed interventi normativi, una tematica molto complessa di cui è difficile capirne la natura e individuare le soluzioni più ottimali per una corretta gestione.

Come visto, la SRD II è una Direttiva che non si impone in maniera rigida nei confronti degli Stati membri ma, al contrario, lascia a questi ultimi ampia libertà nel recepirli nei rispettivi ordinamenti nazionali. La scelta adottata dal legislatore europeo può essere apprezzata perché agevola la trasposizione da parte dei legislatori nazionali che possono così considerare le peculiarità interne del proprio ordinamento. Dall'altro lato, tale scelta è difficile da comprendere in quanto fa sì che si creino maggiori differenze normative negli ordinamenti dei vari Stati, andando contro l'obiettivo principale del legislatore europeo, cioè quello di raggiungere un livello di armonizzazione ottimale.

Inoltre, la SRD II, nel considerando n.14, valuta il maggior coinvolgimento degli azionisti un requisito fondamentale per avere un buon governo societario, identificandolo come strumentale al raggiungimento di risultati finanziari e non finanziari. Nonostante ciò, nelle prescrizioni in tema di operazioni con parti correlate, la Direttiva non riconosce un ampio potere primario alla figura dell'azionista ma, soprattutto in questo caso, lascia agli Stati membri la decisione su quanto e su come far intervenire l'azionista, specialmente quello non correlato, nella gestione delle OPC.

Volendo poi prendere in considerazione la disciplina italiana nell'ambito delle operazioni con parti correlate, quest'ultima aveva adottato delle regole ancora prima della Direttiva europea 2007/36/CE e dei successivi interventi normativi, dimostrando quindi una particolare attenzione al tema. In un primo momento, la normativa era incentrata sul garantire al mercato la

trasparenza su queste operazioni. In un secondo momento, e in particolar modo con il recepimento della seconda Direttiva azionisti, è stata data importanza anche alla correttezza sostanziale e procedurale delle stesse.

Nel recepire la Direttiva, il legislatore italiano non ha, però, apportato cambiamenti rilevanti alle precedenti disposizioni, non approfittando quindi della libertà concessagli dal legislatore europeo. Dal rapporto sulla *corporate governance* della Consob del 2023 emerge che nell'82% dei casi in cui le società quotate hanno realizzato delle operazioni con parti correlate, queste ultime si identificavano nei soci di controllo o di riferimento. Seguono i casi in cui la controparte è una società controllata, o collegata, e infine il 5% è rappresentato da amministratori, dirigenti o imprese a essi collegate. Ne consegue che se la parte correlata dell'operazione è mediamente un socio di controllo, i soci non correlati e di minoranza necessitano ancora più tutela e potere al fine di intervenire nel caso di comportamenti espropriativi di ricchezza societaria. Nel caso in cui l'operazione venga proposta all'assemblea nonostante il parere contrario del comitato degli amministratori indipendenti e i soci non correlati presenti non riescano a raggiungere la percentuale di capitale richiesta dalle procedure, l'approvazione è rimessa unicamente ai soci correlati, il cui giudizio è viziato in ragione del loro interesse nell'operazione. Questo poiché il legislatore italiano non ha imposto il divieto di espressione del voto al socio correlato. Inoltre, la maggior parte degli amministratori rappresenta le volontà dei soci di maggioranza e, essendo coloro i quali propongono un soggetto come amministratore indipendente, quest'ultimo nell'espletamento del suo incarico eserciterà potere su chi ha proposto la sua nomina, potendo in questo modo venir meno il suo *status* di indipendenza.

Per concludere, la sensibilizzazione sul tema delle operazioni con parti correlate è sicuramente aumentata negli ultimi anni, così come la trasparenza garantita sul mercato e le varie iniziative europee e nazionali ne sono state la dimostrazione. Infatti, la prima Direttiva sui diritti degli azionisti

non conteneva alcuna prescrizione riguardo la gestione delle OPC. Il passaggio alla SRD II è stato dunque fondamentale in quanto, attraverso le modifiche apportate alla prima Direttiva, il legislatore europeo ha risposto alle esigenze del mercato introducendo una disciplina specifica su questo tema.

Dire se la disciplina ad oggi in vigore sia o meno efficace per risolvere le problematiche che caratterizzano questa categoria di operazioni e che hanno fatto sì che si venissero a creare vari scandali societari a livello internazionale, non è di certo semplice. L'analisi affrontata in questo elaborato mette in evidenza alcuni rischi e limiti nella gestione delle OPC. Di conseguenza, non si possono escludere nuovi ed ulteriori interventi normativi in questo ambito. Queste possibili modifiche potrebbero derivare sia da una maggiore rigidità della normativa europea, sia da nuovi orientamenti seguiti dal legislatore europeo e domestico. In ogni caso, ogni nuova alternativa non potrà che avere come finalità ultima quella di garantire la trasparenza sul mercato, tutelare le minoranze azionarie ed assicurare credibilità agli investitori.

BIBLIOGRAFIA

P. ABBADESSA – A. MIRONE, *Le competenze dell'assemblea nelle s.p.a.*, in *Riv. Soc.*, II-III, 2010, 269.

N. ABRIANI, *Il “pungolo gentile” dell'assemblea “mite” tra attivismo degli azionisti e nuova governance societaria. Prime riflessioni sull'attuazione in Italia della Direttiva 2007/36*, in *Riv. di diritto dell'impresa*, I, 2011.

S. ALVARO - E. CAPPARIELLO - V. GENTILE - E.R. IANNACCONE - G. MOLLO - S. NOCELLA - M. VENTORUZZO, *Business judgement rule e mercati finanziari, efficienza economia e tutela degli investitori* in *Quaderni giuridici di Consob*, XXI, 2016.

S. ALVARO – B. LUPINI, *Le linee di azione della Commissione europea in materia di corporate governance e i riflessi sull'ordinamento italiana*, in *Quaderni giuridici di Consob*, III, 2013.

F. ANNUNZIATA - M. SIRI, *La crisi pandemica e la regolazione dei mercati dei capitali*, in *Riv. soc.*, II, 2020, 572.

F. ATTANASIO, *Una particolare ipotesi di abuso della regola della maggioranza: la delibera elusiva di sentenza sfavorevole*, in *Le società*, III, 2019, 341.

M. BAGLIONI – G. GRASSO, *Operazioni con parti correlate: il regolamento Consob - parti correlate: l'attività di predisposizione delle nuove procedure interne*, in *Le società*, VI, 2010, 727.

G. BALP, *I consulenti di voto*, Egea S.p.A., Milano, settembre 2017.

F. BARACHINI, *Tutela delle minoranze e funzione gestoria*, in *Giur. Comm.*, IV, agosto 2018, 576.

P. BENAZZO, *Categorie di quote, diritti di voto e governance della “nuovissima” s.r.l.: quale ruolo e quale spazio per la disciplina azionaria nella s.r.l.-PMI aperta?* in *Riv. soc.*, 2018, 1441 ss.

L. BENEDETTI, *L'applicabilità della business judgment rule alle decisioni organizzative degli amministratori*, in *Riv. soc.*, II, 2019, 413.

C. BISONI – R. FERRETTI, *Il consiglio di amministrazione tra vincoli regolamentari e vincolo della creazione di valore*, in *Riv. web*, 2019, 229 ss.

C. BURELLI, *Il fenomeno del gold-plating: un ostacolo (sottostimato) all'effettività del diritto dell'Unione europea*, su www.aisdue.eu, XXX, 2023.

A. BUSANI, *Il voto do astensione è davvero un voto negativo?*, in *Le Società*, X, 2020, 1064.

A. BUSANI, *Le modifiche statutarie conseguenti alla legge sui diritti degli azionisti*, in *Le Società*, VII, 1° luglio 2010, 846.

C. A. BUSI, *Il recepimento in Italia della direttiva sui diritti degli azionisti 11 luglio 2007, n.36/CE e le modificazioni statutarie conseguenti*, in *ShopWKI – La libreria del professionista*, cap. XXXII.

I. CAPELLI, *La sostenibilità ambientale e sociale nelle politiche di remunerazione degli amministratori delle società quotate: la rilevanza degli interessi degli stakeholder dopo la SHDR II*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, II, 2020, 553-588.

P. CECCHINATO, *Il G.U. il D.Lgs. n.84/2020 che dà compiuta attuazione alla SHRD II*, in *il Quotidiano Giuridico*, bancario e mercati finanziari, 2020.

P. CECCHINATO, *Incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti: in G.U il D.Lgs. 49/2019*, in *Il Quotidiano Giuridico*, 2019.

F. CHIAPPETTA, *Gli amministratori indipendenti e gli amministratori di minoranza*, in *Riv. dir. soc.*, IV, 2009.

R. COASE, *The problem of social cost*, in *The Journal of Law and Economics*, III, 1960.

F. COLAVECCHI, *La disciplina delle operazioni con parti correlate*, in *Rivista elettronica di diritto, economia e management*, II, 2012, 32-68.

COMITATO ITALIANO CORPORATE GOVERNANCE, *Relazione 2017 sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate, 5° rapporto sull'applicazione del Codice di Autodisciplina*, 22.

CONFINDUSTRIA, *Consultazione CONSOB sul recepimento della direttiva sulla SHRD II*, dicembre 2019.

A. CONSIGLIO, *Il voto maggiorato nelle s.p.a. ai sensi del d.l. 91/2014*, su www.dirittoconsenso.it, 2022.

CONSOB, «*Disciplina Regolamentare di attuazione dell'art. 2391 bis del c.c. in materia di operazioni con parti correlate*», 9 aprile 2008.

C. CONTI, *In assemblea qualcosa è cambiato. Aumenta la partecipazione, in particolare quella dei fondi. Le liste di minoranza diventano protagoniste. Muove i primi passi la “democrazia societaria”*, 2011.

M. CORGATELLI, *I regimi europei d'approvazione di operazioni con parti correlate*, in *Riv. dir. soc.*, III, 2021, 541 ss.

R. CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate fra corporate governance, responsabilità degli amministratori ed efficiente tutela delle minoranze delle società quotate*, in *Quaderni di Giurisprudenza Commerciale*, 2017, 417.

A. DACCÒ, *Il ruolo degli investitori istituzionali alla luce della direttiva 2017/828*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, II, 2019, 517 ss.

F. DENOZZA, *Incertezza, azione collettiva, esternalità, problemi distributivi: come si forma lo short-termism e come se ne può uscire con l'aiuto degli stakeholders*, in *Riv. delle Società*, II-III, 2021, 297.

M. DE POLI, *Le recenti modifiche al Regolamento “Operazioni con parti correlate”*, in *Le società*, I, 2022, 75.

DI BITONTO – STUDIO RINALDI E ASSOCIATI, *Modello legale e caratteristiche tipologiche della società per azioni*, in *Guide Pratiche* consultabile al sito www.onelegale.wolterskluwer.it.

A. DI GASPARE, *Riflessioni su consiglio di amministrazione e board of directors nella gestione dei problemi di agenzia*, in *Comparazione e diritto civile*, 1 ss.

P. FERA, *Le operazioni tra parti correlate, Profili informativi e di governance*, Torino, 2020.

M. P. FERRARI, *Business Judgement Rule: la responsabilità degli amministratori secondo la giurisprudenza*, in *il Quotidiano Giuridico*, 2021.

G. GARESI, *L'informativa di bilancio sulle operazioni con parti correlate*, in *Giur. comm.*, IV, 2020, 872.

GIANNI, ORIGONI, GRIPPO & PARTNERS, *Approvazione del Decreto Legislativo n. 27 del 27 gennaio 2010 di attuazione della direttiva n. 2007/36/CE sull'esercizio dei diritti degli azionisti di società quotate*, aprile 2010.

P. GIUDICI, *Neo quotate, piccole quotate e società con azioni diffuse: lo speciale regime per le operazioni con parti correlate*, in *Le società*, VII, 2010, 871.

E. GLIOZZI, *Lo short-termismo e la direttiva n. 828 Ue del 2017*, in *Riv. trim. di diritto e procedura civile*, III, 2020, 821.

A. GUARINO JR., *L'attuazione della nuova disciplina del D.lgs. n. 27/2010 alla luce della direttiva 2007/36/CE*, in *Edicola Professionale*, Notariato 1/2011.

F. GUERRERA, *La scissione tra proprietà e voto nella s.p.a.: doveri, abusi e rimedi*, in *Giur. comm.*, II, 2017, 191.

F. GUERRERA, *Le operazioni sul capitale e straordinarie "con parti correlate": aspetti sostanziali e procedurali*, in *Riv. di diritto societario*, I, 2022.

R. GUGLIEMETTI, *La disciplina delle operazioni con parti correlate: esperienze applicative e indicazioni pratiche*, a cura di EGO n.6, 2018.

S. GUIDANTONI, *Il concetto di parte correlata ai sensi dello Ias n. 24, nel il fisco*, 1/2011.

M.S. HOUBEN, *La distribuzione della responsabilità nei consigli di amministrazione con comitati interni investiti di funzioni istruttorie, propositive e consultive*, in *Banca Borsa titoli di credito*, III, 2022, 439.

M.S. HOUBEN, *Le operazioni con parti correlate e governo societario*, Milano, 2020.

M.S. HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e operazioni con soggetti collegati: confini e sovrapposizioni. Le interferenze soggettive e oggettive nelle banche quotate*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, IV, 2014, 447.

M.S. HOUBEN, *Le 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 Titoli di Credito*, V, 2021, 683.

E. HOXHAY, *Operazioni con parti correlate: il ruolo degli amministratori indipendenti*, in *Altalex*, 2019.

JOHNSON ET AL, in *"Tunneling" American Economic Review*, 90, 2000, 22-27.

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*, XXVII, 2020, 272-282.

P. MANZONI, *Gli amministratori indipendenti nel nuovo codice di autodisciplina*, in *Giur. comm.*, II, 2022, 227.

S. MARCI, *Il giudizio di materiality nel bilancio di esercizio*, in *Giur. comm.*, I, 2023, 118.

P. MATERA – A. BENINCAMPI, *Blockchain*, 2022, 15-17.

N. MICHIELI, *Gli amministratori indipendenti nel comitato parti correlate*, in *Giur. comm.*, I, 2014, 1027 ss.

N. MICHIELI, *La gestione del conflitto di interessi nelle operazioni con parti correlate*, in *Quaderni di Giur. Comm.*, Milano, 2016.

P. MONTALENTI, *I problemi della governance*, in *Giur. Comm*, II, 2024, 368.

P. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate*, in *Giur. Comm*, 2011, 319 ss.

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*, XXIII, 2019, 165-194.

G. D. MOSCO, *Operazioni con parti correlate: cosa sono e perché sono importanti*, in *LUISS Law Review*, 2018.

L. MULA, *La revisione della Direttiva sui Diritti degli Azionisti: un nuovo approccio dell'UE alla corporate governance delle società quotate*, in *www.dirittobancario.it*, 2017.

L. MULA – F. BRUNO, *I diritti preassembleari dei soci nel “Decreto Correttivo”*, in *Giur.comm.*, I, 2013, 171.

F. NEGRI, *L’abuso di maggioranza e le situazioni di stallo nelle società*, su www.odcec.mi.it, 2024.

M. L. PASSADOR – F. RIGANTI, *Shareholders’ rights in agency conflicts: selected issues in the transatlantic debate*, in *Delaware journal of corporate law*, vol. 42, 2018, 569 ss.

C. PICCIAU, *Interessi degli amministratori, operazioni con parti correlate e business judgment rule: brevi riflessioni a margine della giurisprudenza*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, IV, 2022, 556.

A. POMELLI, *I tetti di voto nella società per azioni*, in *Le Società*, V, 2024, 525.

A. POMELLI, *La disciplina Consob delle operazioni con parti correlate*, in *Le nuove leggi civili commentate*, VI, 2010, 1337.

E. PUCCI, *Il parere degli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate: profili funzionali*, in *Riv. delle Società*, II-III, 2014, 336.

F. RAFFAELE – M. MARRA, *La “ricezione acustica” della direttiva shareholder rights II in Italia. Spunti di riflessione*, in *Luiss Law Review*, I, 2022, 127-163.

M. REBOA, *Il monitoring board e gli amministratori indipendenti*, in *Giur. comm.*, XXXVII, 2010, 657-670.

M. S. RICHTER JR, *Long-Termism*, in *Riv. delle Società*, I, 2021, 16.

F. RIGANTI, *La nuova direttiva sui diritti degli azionisti: alcune riflessioni introduttive*, in *Le Nuove Leggi Civili Commentate*, III, 2018, 772.

R. RORDORF, *Minoranza di blocco ed abuso di potere nelle deliberazioni assembleari di s.p.a.*, in *Corriere Giuridico*, X, 2007, 1448 ss.

E. ROSSI – M. BORTONE, *Concetto di “parti correlate” e Regolamento Consob. Esame di un caso pratico*, in *Il fisco*, I, 29/2012.

S. ROSSI, *Diritti di partecipazione degli azionisti e collegialità nell'assemblea delle società quotate*, in *Orizzonti del diritto comm.*, II, 2014.

R. SACCHI, *L'informazione nella e per la assemblea delle società quotate*, in *Analisi giuridica dell'economia*, I, 2013, 101-118.

R. SACCHI, *Sul sindacato giudiziale delle operazioni con parti correlate*, in *Milan Law Review*, IV, 2023.

M. SCIUTO, *Prime considerazioni sull'identificazione degli azionisti dopo l'attuazione della seconda Direttiva azionisti*, in *Le nuove leggi civili commentate*, IV, luglio 2020, 994.

D. SEMEGHINI, *Valutazioni preventive e retrospettive sulle operazioni con parti correlate: spunti dalla comparazione con la giurisprudenza del Delaware*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, I, 2016.

F. SICCHIERO, *La disciplina delle operazioni con parti correlate: analisi, problematiche e possibili soluzioni*, in *Contratto e Impresa*, I, 2021, 336.

A. SIMIONATO, *Abuso di maggioranza*, in *Le società*, XII, 2023, 1409.

M. SMACCHI, *I rapporti tra la maggioranza e la minoranza azionaria: verso il superamento della classica nozione di "abuso" di maggioranza*, Dottorato di ricerca in Diritto ed Economia, Università LUISS Guido Carli, 2014.

M. STRADI, *Operazioni con parti correlate – informativa da inserire in Nota Integrativa*, in www.commercialisti.mo.it.

STUDIO LEGALE ADAMO, *Cosa fare nel caso di abuso del socio di minoranza?* su www.studiolegaleadamo.it, 2024.

U. TOMBARI, *La tutela dei soci nel gruppo di società*, in *Riv. dir. soc.*, I, 2016.

P. VALENSISE, *Indipendenza, indipendenze degli amministratori di società per azioni quotate: essere e/o agire*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, II, 2022.

A. ZOPPINI, *Sanzioni e disciplina delle operazioni con parti correlate*, in *Riv. delle Società*, I, 2023, 208.

