

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI ROMA TRE  
DIPARTIMENTO DI GIURISPRUDENZA

---

SCUOLA DOTTORALE INTERNAZIONALE DI DIRITTO ED ECONOMIA  
“TULLIO ASCARELLI”

DOTTORATO DI RICERCA IN  
“DIRITTO PRIVATO PER L’EUROPA”  
AREA DIRITTO COMMERCIALE - XVIII CICLO

***TESI DI DOTTORATO***

***“LE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE DI GRUPPO”***

Candidata  
Valentina Torchella

*Tutor*  
Chiar.mo Prof.  
Mario Bussoletti

Anno Accademico 2015/2016



## **INDICE**

### **CAPITOLO PRIMO**

#### **LA DISCIPLINA SULLE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE**

**1.1** Le operazioni con parti correlate: *ratio*, finalità e funzioni della relativa disciplina.

**1.2** Le operazioni con parti correlate: definizione e possibili rischi

**1.3** Evoluzione della disciplina nell'ordinamento italiano prima dell'emanazione del Regolamento Consob

**1.4** Il Regolamento Consob in materia di operazioni con parti correlate

**1.5** La figura degli amministratori indipendenti

**1.6** Il ruolo degli amministratori indipendenti nel Regolamento parti correlate e la valutazione sulla convenienza dell'operazione e sulla relativa correttezza sostanziale e procedurale

**1.7** Profili di responsabilità nella disciplina sulle operazioni con parti correlate

### **CAPITOLO SECONDO**

#### **LE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE DI GRUPPO**

**2.1** Operazioni con parti correlate di gruppo: funzione economica e possibili rischi

**2.2** I gruppi quotati e le operazioni con parti correlate

**2.3** Le operazioni di gruppo nel Regolamento Consob parti correlate

**2.4** Le operazioni con parti correlate influenzate dall'attività di direzione e coordinamento

**2.5** Le operazioni con parti correlate delle società soggette a direzione e coordinamento nel Regolamento Consob

**2.6** La disciplina sulle parti correlate: valenza organizzativa nell'ambito dei gruppi societari

### **CAPITOLO TERZO**

#### **OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE DI GRUPPO: COORDINAMENTO TRA NORME E VALUTAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI INDIPENDENTI**

**3.1** Il tema della necessità di coordinamento tra la disciplina sulle parti correlate e la disciplina dei gruppi.

**3.1.1** Gruppi e interessi degli amministratori

**3.1.2** Operazioni con parti correlate e disciplina civilistica sugli  
interessi degli amministratori

**3. 2** Operazioni con parti correlate e disciplina sui gruppi: un coordinamento possibile?

**3.2.1** I presupposti di applicazione e gli strumenti giuridici utilizzati

**3.2.2** I beni giuridici tutelati

**3.2.3** La rilevanza del danno e l'esimente dei vantaggi compensativi

**3.2.4** Una distinzione di fondo: prescrizioni di risultato e prescrizioni di metodo

**3.3** L'“esame” o “approvazione” delle operazioni con parti correlate compiute dall'emittente “per il tramite” delle controllate

**3.4** Le operazioni con parti correlate influenzate dalla capogruppo. Un tentativo di coordinamento: l'art. 14, comma 1, del Regolamento parti correlate

**3.5** Il contenuto della valutazione sulle operazioni con parti correlate di gruppo

**3.5.1.** La fase istruttoria

**3.5.2** La valutazione sull'interesse al compimento dell'operazione e sulla convenienza e correttezza delle relative condizioni

## **CAPITOLO PRIMO**

### **LA DISCIPLINA SULLE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE**

#### **1.1 Le operazioni con parti correlate: *ratio*, finalità e funzioni della relativa disciplina.**

Negli ultimi anni la necessità di disciplinare e “presidiare” le operazioni con parti correlate ha trovato pieno riconoscimento da parte del legislatore comunitario e nazionale.

Il fenomeno non era sconosciuto nel nostro ordinamento; esso era presente in particolare nel campo del diritto contabile e nell’ambito della disciplina regolamentare e di autodisciplina degli emittenti quotati. A seguito della riforma delle società di capitali del 2003, come verrà illustrato nel prosieguo del presente capitolo, ha poi trovato una più compiuta disciplina di rango primario e regolamentare.

Per comprendere appieno le ragioni sottese all’esigenza di disciplinare le operazioni con parti correlate con una regolamentazione organica ad esse specificamente dedicata appare utile analizzare il fenomeno e le finalità che il legislatore ha inteso raggiungere.

#### **1.2 Le operazioni con parti correlate: definizione e possibili rischi**

Con l’espressione “operazioni con parti correlate” si fa riferimento alle operazioni poste in essere da un’impresa con controparti ad essa “correlate” che, in ragione della posizione ricoperta (ad esempio di socio di controllo, di manager ecc..), sono potenzialmente in grado di influenzare le decisioni dell’impresa stessa. I soggetti correlati sono definiti anche “*insider*”, espressione che rimanda alla posizione, per così dire, “privilegiata” in cui gli stessi si trovano e che

consente loro di incidere sulle decisioni societarie<sup>1</sup>.

Si può affermare che le parti correlate appartengono al novero dei soggetti che “controllano” l’impresa, utilizzando una nozione di “controllo” con un’accezione più ampia rispetto a quella comunemente utilizzata nell’ordinamento italiano che, con tale termine, fa generalmente riferimento alla proprietà di un pacchetto azionario di maggioranza assoluta o relativa nel capitale della società. I soggetti che controllano l’impresa, ai fini che qui interessano, sono coloro che ne controllano la gestione, che “governano” l’impresa, siano essi gli azionisti di maggioranza o i *manager*<sup>2</sup>, secondo una definizione di controllo più comunemente utilizzata anche nel mondo anglosassone.

In definitiva, le operazioni con parti correlate sono quelle transazioni compiute con i soggetti *insider*, che si trovano in una situazione di potenziale conflitto di interessi con la società. La posizione di conflitto che può presentarsi in questo tipo di operazioni deriva essenzialmente dalla circostanza che, nella fase di negoziazione con la società, le parti correlate al contempo sono in grado di influenzare le decisioni di quest’ultima e agiscono nel proprio personale interesse, interesse che dunque si rileva estraneo all’interesse della società.

Le operazioni in questione assumono particolare importanza nel mercato finanziario italiano, caratterizzato dalla presenza di fattori che incentivano il compimento delle stesse e aumentano il rischio che possano generarsi pericolose situazioni di conflitto di interessi.

La comprensione del fenomeno non può prescindere da un’analisi delle caratteristiche del mercato in cui l’impresa opera e, in particolare, dalla relativa

---

<sup>1</sup> V. BIANCHI M., CIAVARELLA A., ENRIQUES L., NOVEMBRE V., SIGNORETTI R., *Regulation and self-regulation of related party transactions in Italy. An empirical analysis*, ECGI Working Paper Series in Finance, 2014, p. 7.

<sup>2</sup> Non a caso, il controllo è definito dal Regolamento Consob sulle parti correlate, mutuando la nozione dal principio contabile IAS 24 come “*il potere di determinare le politiche finanziarie e gestionali di un’entità al fine di ottenere benefici dalle sue attività*” e i dirigenti con responsabilità strategiche (i *manager*) sono definiti come “*quei soggetti che hanno il potere e la responsabilità, direttamente o indirettamente, della direzione e del controllo delle attività della società, compresi gli amministratori (esecutivi o meno) della società stessa.*”

struttura proprietaria<sup>3</sup>. È noto infatti che nei mercati finanziari come quello italiano, caratterizzati dalla predominanza di imprese a struttura proprietaria concentrata<sup>4</sup>, il problema della separazione tra proprietà (i proprietari dell'impresa, gli azionisti) e controllo (i soggetti che governano, gestiscono, effettivamente l'impresa) si esplica nella dialettica tra maggioranza azionaria e minoranza azionaria.

E' evidente che nelle imprese a struttura proprietaria concentrata il socio di controllo ha i mezzi, e anche gli incentivi, per monitorare efficacemente (oltre che influenzare) le scelte degli amministratori<sup>5</sup>. A tale potere di monitoraggio corrisponde, tuttavia, la possibilità per la maggioranza di estrarre benefici privati

---

<sup>3</sup> L'analisi della *governance* delle imprese aperte al mercato dei capitali non può prescindere da un'attenta osservazione della struttura del mercato di riferimento e degli assetti proprietari tipici di quel mercato. I sistemi a proprietà diffusa, tipici dei Paesi anglosassoni, sono caratterizzati dalla presenza di un mercato finanziario fortemente sviluppato e di società per azioni dal capitale frazionato tra moltissimi azionisti. In questo tipo di imprese, si assiste ad una netta separazione tra *agents* e *principals* e, essendo le stesse prive di un nucleo stabile di soci di controllo, ad una possibile contrapposizione tra *manager* e l'insieme indefinito degli azionisti. I sistemi di questo tipo sono definiti anche come "*Outsider systems*" perché il ruolo di supervisione sull'operato degli amministratori si ritiene possa essere svolto da un soggetto esterno: il mercato, in pratica gli investitori nel loro complesso. I sistemi a proprietà concentrata, tipici dell'Europa continentale e del Giappone, sono invece caratterizzati da un mercato finanziario poco sviluppato, con scarso ricorso al mercato dei capitali e forte preferenza per i finanziamenti bancari, un'elevata concentrazione della proprietà azionaria e assetti proprietari che tendono ad essere molto stabili nel lungo periodo. Si tratta dei cosiddetti "*Insider systems*", in cui viene a configurarsi una contrapposizione tra azionisti di controllo e di minoranza. Il ruolo di controllore è svolto perciò da un organo interno alla stessa s.p.a.: *il board*. V. in proposito GROS PIETRO G.M., REVIGLIO E., TORRISI A., *Assetti proprietari e mercati finanziari europei*, Bologna, 2001; ROE M. J., *Political determinants of corporate governance*, Oxford University Press, 2003, p. 2 ss.; VAN DER ELST C., *The Equity Markets, Ownership Structures and Control: Towards an International Harmonization?*, p. 4 ss., in HOPT J., WYMEERSCH E., *Capital markets and company law*, Oxford University Press, 2003; SPAVENTA L., *Struttura proprietaria e corporate governance. Ai confini tra diritto ed economia*, p. 2 ss., VII Lezione Vicarelli, Macerata 6 marzo 2002, Università degli Studi di Macerata, Laboratorio Fausto Vicarelli.

<sup>4</sup> V. CONSOB, *Relazione per l'anno 2014*, 31 marzo 2015, disponibile sul sito [www.consob.it](http://www.consob.it), p. 182 e CONSOB, *2015 Report on corporate governance of italian listed companies*, Dicembre 2015, pubblicato sul sito [www.consob.it](http://www.consob.it), p. 11 e ss., ove si descrive la struttura proprietaria delle imprese quotate in Italia come fortemente concentrata, con l'83% delle società quotate che sono controllate da un unico socio che detiene il controllo di diritto o di fatto, oppure da un gruppo di soci (attraverso il controllo c.d. "coalizionale").

<sup>5</sup> BIANCHI M., CIAVARELLA A., ENRIQUES L., NOVEMBRE V., SIGNORETTI R., *Regulation and self-regulation of related party transactions in Italy. An empirical analysis*, ECGI Working Paper Series in Finance, 2014, p. 7.



dal controllo, potenzialmente in danno della società e dei suoi azionisti esterni<sup>6</sup>. Se, inoltre, è vero quanto sopra affermato circa la nozione di controllo come capacità di governare la gestione societaria, anche il *management* esecutivo della società è potenzialmente in grado di operare un trasferimento di risorse a proprio favore. E, posto che nelle società con assetti proprietari concentrati il *management* esecutivo è espressione, se non coincide, con il socio di controllo, le probabilità che si verifichino fenomeni espropriativi è più elevata.

Tra i fattori che caratterizzano il mercato finanziario italiano e che occorre tenere in considerazione vi è inoltre la diffusa presenza di strumenti di controllo di tipo “coalizionale” (patti parasociali) e di strumenti in grado di amplificare la separazione tra proprietà e controllo, quali gruppi piramidali, emissione di azioni prive di diritto di voto o a voto limitato e, da ultimo, emissione di azioni con voto maggiorato o voto plurimo. Si tratta, in sostanza, di strumenti che consentono ad alcuni azionisti di avere un potere di voto più che proporzionale rispetto all’entità

---

<sup>6</sup> V. in proposito ENRIQUES L., *Il conflitto d'interessi nella gestione delle società per azioni: spunti teorici e profili comparatistici in vista della riforma del diritto societario*, in *Rivista delle società*, III-IV, 2000, p. 509 e ss., ove si legge: “Per benefici privati del controllo s'intendono le utilità, diverse dalla partecipazione agli utili in forma di dividendi e di capital gain, che i gruppi di comando riescono a trarre dall'esercizio del controllo su una società” e cfr. già ASCARELLI T., *In margine alla tutela delle minoranze nelle società per azioni*, in Id., *Studi in tema di società*, Milano, 1952, p. 139 ss., ove si precisa che: “il controllo [è] fonte - diretta o indiretta - di lucri, indipendenti da quelli spettanti a tutti gli azionisti”. V. inoltre MINERVINI G., *Gli interessi di amministratori di s.p.a.*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, a cura di ABBADESSA P. e PORTALE G.B., II, Torino, 2006; VENTORUZZO M., *La nuova disciplina delle operazioni con parti correlate: Tutela degli investitori e governance delle società quotate*, in *Banche Italiane e Governo dei Rischi*, a cura di Bracchi G. e Masciandaro D., Roma, 2008; MONTALENTI P., *Operazioni con parti correlate*, in *Giurisprudenza Commerciale*, III, 2011; CIAN G., TRABUCCHI A., *Commentario breve al Codice Civile, sub art. 2391-bis*, Padova, 2014; GUIZZI G., *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi. Trasparenza, ponderazione e imparzialità nell'amministrazione di s.p.a.*, Quaderni romani di diritto commerciale, Milano, 2014, p. 61 e ss.; CONSIGLIO NAZIONALE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI ESPERTI CONTABILI, *Le parti correlate e le indicazioni del Principio Contabile Ias 24. Strumenti di controllo e metodologie applicative*, Dicembre 2015; MAFFEI ALBERTI A., *Commentario breve al Diritto delle Società*, Padova, 2015, p. 702 ove si sottolinea che la criticità delle operazioni con parti correlate deriva dalla circostanza che l'interesse della società alla creazione di valore per tutti gli azionisti e quello della parte correlata alla massimizzazione del proprio utile personale possono trovarsi in conflitto tra loro.

economica dell'investimento effettuato<sup>7</sup>, producendo una deviazione del tipico meccanismo di allineamento degli interessi degli azionisti con l'interesse sociale.

Nel contesto appena delineato è evidente che, in presenza di operazioni con parti correlate, si pone un'esigenza di tutela maggiore rispetto alle ipotesi in cui una società intenda compiere un'operazione con un soggetto terzo, secondo le regole del mercato<sup>8</sup>.

L'assunto da cui parte il legislatore, peraltro derivante dall'osservazione empirica del fenomeno, è che le operazioni con soggetti correlati presentano il rischio di essere poste in essere nell'interesse di altri soggetti, anziché nell'interesse della società, o di non essere compiute a condizioni di mercato e

---

<sup>7</sup> Si vedano in proposito BEBCHUK L., KRAAKMAN R. e TRIANTIS G., *Stock pyramids, cross-ownership and dual class equity: the creation and agency costs of separating control from cash flow rights*, in *Concentrated Corporate Ownership*, R. Morck ed., 2000, pp. 295-315 e ALMEIDA H., WOLFENZON D., *A theory of pyramidal ownership and family business groups*, working paper, New York University, 2004. Il D.l. n. 91 del 24 giugno 2014 (poi convertito con modificazioni dalla legge n. 216 dell'11 agosto 2014) ha disposto la cancellazione della norma che sanciva la inderogabilità del tradizionale principio "un'azione, un voto" introducendo la possibilità di emettere azioni a voto plurimo (per le società chiuse, anche se successivamente quotate, cfr. artt. 2351 cod. civ. e art. 127-sexies del Tuf) e la possibilità per le società quotate di prevedere l'attribuzione di un voto maggiorato con limite massimo di due voti per gli azionisti che siano rimasti "fedeli" e abbiano dimostrato il possesso continuativo per almeno 24 mesi delle azioni medesime (art. 127-quinquies del Tuf). In tema di voto maggiorato e voto plurimo si vedano ALVARO S., CIAVARELLA A., D'ERAMO D., LINCiano N., *La deviazione dal principio "un'azione-un voto" e le azioni a voto plurimo*, Quaderno giuridico Consob n. 5/2014, pubblicato in *Rivista delle società*, II-III, 2014, p. 479 e sul sito [www.consob.it](http://www.consob.it), BUSANI A., SAGLIOCCA M., *Le azioni non si contano, ma si "pesano": superato il principio one share one vote con l'introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, in *Le Società*, X, 2014, p. 1048.

<sup>8</sup> Il Principio contabile IAS 24 a questo proposito afferma: "6. *Un rapporto con una parte correlata può avere un effetto sulla situazione patrimoniale-finanziaria e sul risultato economico dell'entità. Le parti correlate possono effettuare operazioni che società indipendenti non effettuerebbero. Per esempio, un'entità che vende merci alla sua controllante al costo potrebbe non vendere alle stesse condizioni ad altri clienti. Inoltre, operazioni tra parti correlate possono non essere effettuate ai medesimi corrispettivi rispetto a quelle intercorrenti tra parti indipendenti.*

7. *Il risultato economico e la situazione patrimoniale-finanziaria di un'entità possono essere influenzati da rapporti con parti correlate anche nel caso in cui non si verifichino operazioni con le stesse. La semplice esistenza del rapporto può essere sufficiente a condizionare le operazioni dell'entità con parti terze. Per esempio, una controllata può interrompere i propri rapporti con una controparte commerciale a partire dal momento dell'acquisizione da parte della capogruppo di un'altra controllata che svolge la stessa attività della precedente controparte. In alternativa, una parte può astenersi dal compiere determinate operazioni a causa dell'influenza notevole di un'altra; per esempio, una controllata può essere istruita dalla sua controllante a non impegnarsi in attività di ricerca e sviluppo.*

8. *Per tali ragioni, la conoscenza delle operazioni, dei saldi in essere, inclusi gli impegni, e dei rapporti di un'entità con delle parti correlate può incidere sulla valutazione delle sue attività da parte degli utilizzatori del bilancio, oltre che sulla valutazione dei rischi e delle opportunità a cui l'entità va incontro*".

dunque, eventualmente, in danno della società e dei suoi stessi azionisti<sup>9</sup>.

Nella letteratura economica la situazione appena descritta è stata definita con l'ormai noto termine di "*tunneling*"<sup>10</sup> che esprime in tutta evidenza, direi "visivamente", il rischio che presentano le operazioni con parti correlate, vale a dire il pericolo di trasferimento di ricchezza dalla società ai soggetti correlati o, più in generale, il già richiamato pericolo di estrazione di benefici privati dal controllo<sup>11</sup>. Questa espressione fa riferimento alle ipotesi in cui vengano acquisite utilità che derivano, appunto, dalla posizione di controllo in una società<sup>12</sup>. E' bene però precisare che tali benefici possono produrre risultati positivi - nel senso che i soci di controllo hanno interesse alla creazione di valore per la società e, soprattutto nel caso di controllo familiare spesso guardano alla creazione di valore nel lungo periodo, con ciò soddisfacendo di riflesso anche l'interesse degli altri investitori - o negativi, nella forma di utilità che soltanto i soci di controllo

---

<sup>9</sup> In proposito, il CONSIGLIO NAZIONALE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI ESPERTI CONTABILI, *Le parti correlate e le indicazioni del Principio Contabile Ias 24. Strumenti di controllo e metodologie applicative*, Dicembre 2015, afferma "*In definitiva, un'operazione con parte correlata è una operazione che, in virtù dei particolari e rilevanti collegamenti giuridici, economici o personali esistenti tra i soggetti contraenti, può essere o meno deliberata, ovvero effettuata a condizioni diverse da quelle che sarebbero state pattuite, stante le medesime situazioni oggettive, fra soggetti non influenzati dai suddetti rapporti*" e aggiunge che non è solo il prezzo al quale si conclude l'operazione ad essere indicativo. Anche quando il prezzo è di mercato, l'operazione potrebbe essere dannosa perché non eseguita nell'interesse della società, bensì nell'interesse di altri soggetti.

<sup>10</sup> Il termine "*tunneling*" fu utilizzato per la prima volta con riferimento a casi espropriativi verificatisi nella Repubblica Ceca nella prima metà degli anni '90 quando diverse imprese, in precedenza privatizzate, improvvisamente si trovarono in uno stato di bancarotta. Successivamente si scoprì che il *management* aveva trasferito deliberatamente gli *asset* di queste imprese nelle imprese personali, aventi sede anche in paesi *offshore*. La pratica in parola fu figurativamente paragonata al tunnel di una metropolitana. V. in proposito JOHNSON S., LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A., *Tunneling*, NBER (National Bureau of Economic Research) Working paper no. 7523, 2000, p. 22, ove si afferma: "*Tunneling is defined as the transfer of assets and profits out of firms for the benefit of their controlling shareholders*", MIOLA M., *Le operazioni con parti correlate*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*, a cura di ABBADESSA P., ANGELICI C., MAZZONI A., Torino, 2010, p. 625.

<sup>11</sup> Indicativi gli esempi di *tunneling* descritti in JOHNSON S., LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A., *Tunneling*, NBER (National Bureau of Economic Research) Working paper no. 7523, 2000 : "*The emerging markets crisis of 1997-1998 offers many instances of looting of firms by their controlling shareholders. Assets were transferred out of companies, profits were syphoned off to escape creditors and troubled firms in a group were propped up using loan guarantees by other listed group members*".

<sup>12</sup> V. quanto già richiamato in proposito da ENRIQUES L., *Il conflitto d'interessi nella gestione delle società per azioni: spunti teorici e profili comparatistici in vista della riforma del diritto societario*, in *Rivista delle società*, III-IV, 2000, p. 509 e ss..

possono trarre, ovvero di utilizzo delle risorse della società per interessi privati, anziché nell'interesse sociale.

La prassi distingue due diverse tipologie di classificazioni con riferimento alle pratiche di *tunneling*: la prima, tradizionalmente più diffusa, distingue tra “*self-dealing transactions*”, transazioni che il *manager* o l'azionista di controllo effettua con la società controllata al fine di ricevere benefici monetari addizionali rispetto agli altri azionisti, e “*discriminatory financial transactions*”, che non configurano operazioni bilaterali tra l'*insider* e la società controllata, ma sono operazioni che, pur portando vantaggio agli *insider*, coinvolgono tutti gli azionisti. La seconda classificazione si basa invece sull'oggetto dell'appropriazione dei controllanti, a seconda che questi risulti essere patrimonio netto (*equity tunneling*), flussi di cassa (*cash-flow tunneling*) o cespiti (*asset tunneling*)<sup>13</sup>.

È importante sottolineare, inoltre, che non sempre le operazioni con parti correlate sono dannose per l'impresa e, anzi, spesso sono utilizzate dall'impresa e costituiscono un fenomeno fisiologico dell'attività economica. Tuttavia, tali operazioni presentano profili di criticità e rischi che hanno portato negli anni a delineare una disciplina volta non tanto ad impedire il compimento di tali operazioni, bensì a garantirne trasparenza e correttezza<sup>14</sup>.

Appare da subito evidente la connessione della disciplina in parola con la più ampia tematica del conflitto di interessi nella società per azioni. Come sostenuto da autorevole dottrina, la materia delle operazioni con parti correlate è un territorio nel quale la presenza del conflitto di interessi è persino “endemica”<sup>15</sup>. In effetti, la disciplina sulle operazioni con parti correlate è definibile come una “specificazione” della disciplina generale prevista dal codice

---

<sup>13</sup> JOHNSON S., LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A., *Tunneling*, NBER (National Bureau of Economic Research) Working paper no. 7523, 2000.

<sup>14</sup> Si veda in proposito l'analisi ENRIQUES L., *Il conflitto d'interessi nella gestione delle società per azioni: spunti teorici e profili comparatistici in vista della riforma del diritto societario*, in *Rivista delle società*, III-IV, 2000, p. 509 e ss., sui possibili strumenti che il legislatore può adottare per affrontare i rischi delle operazioni con parti correlate.

<sup>15</sup> MINERVINI G., *Gli interessi degli amministratori di s.p.a.*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2006, II, p. 147.

civile in tema di conflitto di interessi, in particolare degli artt. 2373 e 2391 del codice civile sul socio in conflitto di interessi e sugli interessi di cui sono portatori gli amministratori<sup>16</sup>. D'altra parte, conformemente a quanto è possibile affermare per la disciplina sulle parti correlate, la disciplina generale del conflitto di interessi è volta ad evitare il compimento di atti contrari all'interesse della società<sup>17</sup>. Occorre tuttavia considerare che le disposizioni che nel tempo si sono susseguite in tema di parti correlate hanno un ambito di applicazione

parzialmente differente rispetto alle norme sul conflitto di interessi ed una portata anche più ampia delle norme codicistiche poc'anzi citate. L'ambito di applicazione è parzialmente differente essendo vigente un *corpus* di disposizioni destinate esclusivamente alle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio. La portata della disciplina è più ampia nel senso che riflette il tentativo di "governare" le situazioni di potenziale conflitto di interessi in un modo che mi permetterei di definire "ad alta tecnicità", occupandosi di molti aspetti di dettaglio della fattispecie e predisponendo specifici presidi a tutela degli azionisti. Avuto riguardo, inoltre, allo specifico ambito di applicazione della disciplina dettata dal codice civile in tema di interessi degli amministratori (art. 2391) e di conflitto di interessi del socio (art. 2373), occorre considerare che - mentre queste ultime disposizioni sono finalizzate a governare l'intera area delle decisioni consiliari e assembleari sulla cui assunzione possono incidere eventuali interessi degli amministratori o dei soci - la disciplina sulle parti correlate concentra invece l'attenzione sulle operazioni realizzate con una specifica categoria di soggetti. I due ambiti applicativi possono quindi sovrapporsi, ma non sempre coincidono.

---

<sup>16</sup> GILOTTA S., *Interesse sociale, interesse di gruppo e interesse collettivo nella regola sulla responsabilità per abuso di direzione unitaria*, in *Giurisprudenza Commerciale*, I, 2014.

<sup>17</sup> Così POMELLI A., *Ad art. 2391-bis*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di MAFFEI ALBERTI A., I, Padova, 2005, p. 768, ripreso a sua volta da MINERVINI G., *Gli interessi degli amministratori di s.p.a.*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2006, II, p. 147.

Certo è che la materia che qui si intende analizzare coinvolge tematiche centrali del diritto societario, toccando alcuni profili essenziali della disciplina organizzativa societaria, dalla discrezionalità dell'attività gestoria, alla ripartizione di competenze tra organi sociali, sino alla responsabilità degli organi sociali nei confronti della società e degli azionisti.

### **1.3 Evoluzione della disciplina nell'ordinamento italiano prima dell'emanazione del Regolamento Consob**

Sino alla riforma del diritto societario del 2003 le operazioni con parti correlate sono state oggetto di disciplina esclusivamente sotto il profilo della trasparenza. Per fronteggiare i potenziali rischi di questo tipo di operazioni è prevalso infatti l'orientamento che riteneva opportuno non stabilire un divieto, bensì richiedere un'adeguata *disclosure*, considerata essenziale per colmare le asimmetrie informative tra *insider* e azionisti di minoranza.

Sotto il profilo dell'informativa contabile, si è ritenuto che le informazioni in bilancio sui rapporti con le parti correlate fossero essenziali per rendere edotti gli investitori attuali e potenziali sui rischi e le opportunità cui l'impresa va incontro<sup>18</sup>, fornendo utili notizie sugli effetti di siffatti rapporti sui flussi di cassa, sulla situazione patrimoniale e sul risultato del periodo, nonché sul modo di impiegare le risorse fornite agli investitori. Tali informazioni sono considerate anche uno strumento a disposizione dei lettori del bilancio per valutare l'operato degli amministratori.

La disciplina contabile ha dunque dedicato a tale materia varie disposizioni, che presentano differenti ambiti soggettivi di applicazione.

---

<sup>18</sup> Il principio contabile IAS 24, nella versione omologata dall'Unione Europea con Regolamento 2015/28 afferma che, “*la conoscenza delle operazioni, dei saldi in essere, inclusi gli impegni, e dei rapporti di un'entità con delle parti correlate può incidere sulla valutazione delle sue attività da parte degli utilizzatori del bilancio, oltre che sulla valutazione dei rischi e delle opportunità a cui l'entità va incontro*”. V. in proposito CONSIGLIO NAZIONALE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI ESPERTI CONTABILI, *Le parti correlate e le indicazioni del Principio Contabile Ias 24. Strumenti di controllo e metodologie applicative*, Dicembre 2015.

La prassi contabile internazionale ormai da decenni aveva posto sotto osservazione le operazioni con parti correlate. I principi contabili internazionali si dedicano a tale tematica con lo IAS 24<sup>19</sup>, applicabile alle società quotate e alle società non quotate che applicano gli IAS/IFRS, stabilendo una definizione di operazioni con parti correlate e fissando il contenuto di dettaglio dell'informativa integrativa di bilancio al riguardo richiesta.

Successivamente, il D.Lgs. n. 173/2008 ha introdotto nel diritto contabile nazionale disposizioni che richiedono di indicare le operazioni con parti correlate rilevanti e concluse a condizioni non di mercato nella nota integrativa al bilancio civilistico e consolidato anche alle società non quotate che non adottano i principi contabili internazionali (art. 2427, punto 22-*bis*, del codice civile e art. 38, lett. *o-quinquies* del D.Lgs. n. 127/1991).

Per le società quotate il tema della trasparenza informativa sulle operazioni con parti correlate è stata affrontata inoltre dalla Consob sin dal 1993<sup>20</sup>, quando fu emanata la prima Comunicazione in materia (cfr. Comunicazione Consob n. 93002422/1993) in cui l'Autorità richiamava la necessità che la società di revisione pongesse attenzione sulle operazioni “*con parti non indipendenti*” le quali, in relazione alla loro potenziale non rispondenza “*ai canoni della regolarità degli atti sociali*”, avrebbero potuto configurare fatti censurabili.

Successive Comunicazioni emanate dalla Consob hanno poi richiesto un'informativa sulle operazioni con parti correlate poste in essere nell'esercizio delle deleghe, che gli organi delegati sono tenuti a fornire al consiglio di amministrazione, e un'informativa nella relazione che il collegio sindacale redige all'assemblea di approvazione del bilancio (Cfr. Comunicazioni Consob n. 97001574/1997 “*Raccomandazioni in materia di controlli societari*” e n.

---

<sup>19</sup> BUSSOLETTI M., *Bilancio e revisione contabile: sette anni di disciplina all'ombra degli IAS e delle direttive comunitarie*, in *Rivista delle Società*, VI, 2011, p. 1116.

<sup>20</sup> Per un breve *excursus* sull'evoluzione della disciplina Consob in materia prima dell'entrata in vigore del Regolamento del 2010, v. CHIAPPETTA F., *Le operazioni con parti correlate: profili sistematici e problematici*, in *dircomm.it il diritto commerciale d'oggi*, VII.3, 2008, ASSONIME, *La disciplina della Consob in materia di operazioni con parti correlate*, Circolare n. 38 del 6 dicembre 2010, p. 9.

98015554/1998 “Comunicazione in materia di informazioni di bilancio concernenti le operazioni con parti correlate” e n. 1025564/2001 “Comunicazione sui contenuti della relazione del collegio sindacale all’assemblea di cui agli artt. 2429, comma 3, del codice civile e 153, comma 1, del d.lgs. 58/98 – Scheda riepilogativa dell’attività di controllo svolta dai collegi sindacali”).

Dal 2002 l’intervento della Consob è risultato ancora più incisivo, mediante l’inserimento nel Regolamento Emittenti<sup>21</sup> di una specifica previsione (art. 71-*bis*) volta ad assicurare una dettagliata informativa al mercato in occasione della realizzazione di operazioni con parti correlate rilevanti, per tali intendendosi quelle che “*per oggetto, corrispettivo, modalità o tempi di realizzazione possono avere effetti sulla salvaguardia del patrimonio aziendale o sulla completezza e correttezza delle informazioni, anche contabili, relative all’emittente*”. In tali casi, il Regolamento Emittenti richiedeva la pubblicazione da parte delle società quotate di apposito documento informativo contenente informazioni di dettaglio sulle caratteristiche, le modalità e le condizioni dell’operazione, sulle sottese motivazioni economiche, nonché sulle modalità di determinazione del corrispettivo e la sua congruità.

Ancora, nel 2006 la Consob ha richiesto agli emittenti quotati e diffusi di fornire nelle note illustrative al bilancio specifiche informazioni sugli effetti delle operazioni con parti correlate (Comunicazione n. 6064293 del 28 luglio 2006).

Infine, nel 2007, in recepimento della Direttiva comunitaria c.d. “*Transparency*” è stato introdotto nel Tuf l’art. 154-*ter*<sup>22</sup> che prevede, tra l’altro, specifici obblighi informativi sulle operazioni rilevanti con parti correlate di cui

---

<sup>21</sup> Si tratta del Regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti, adottato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999.

<sup>22</sup> La Direttiva 2004/109/CE sull’armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato è stata recepita nel nostro ordinamento con il D. Lgs. n. 195/2007. La Direttiva sancisce all’art. 5, par. 4 che “*la relazione intermedia sulla gestione contiene altresì le operazioni rilevanti con parti correlate*”. Le informazioni richieste sono poi state indicate più specificamente nella Direttiva di secondo livello (Direttiva 2007/14/CE, art. 4).



gli emittenti devono dar conto nelle relazioni intermedie sulla gestione e conferisce alla Consob la potestà di definire mediante regolamento il contenuto di tali informazioni<sup>23</sup>.

Di fronte ad un quadro normativo così frammentato, con la riforma delle società di capitali del 2003 il legislatore ha inteso delineare una disciplina organica e compiuta sia sotto il profilo della trasparenza, che sotto il profilo delle regole procedurali. Dopo la riforma appena citata, infatti, è apparso subito chiaro come l'art. 2391 del codice civile in tema di interessi degli amministratori, ancorché modificato, fosse insufficiente a garantire un'adeguata tutela agli azionisti. Neanche gli artt. 2497 e ss. in tema di attività da direzione e coordinamento, introdotti proprio con la riforma, potevano risultare pienamente idonei a scongiurare il rischio di conflitti di interessi in danno degli azionisti.

Il D.Lgs. n. 310/2004 (di integrazione e correzione del D.Lgs. n. 5 del 2003 e del Tuf) ha dunque introdotto nel codice civile l'art. 2391-bis "*Operazioni con parti correlate*", demandando alla Consob il compito di definire principi generali in tema di trasparenza e correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate quando realizzate dalle società aperte al mercato del capitale di rischio (quotate nei mercati regolamentati e con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante, secondo la definizione di cui all'art. 2325-bis cod. civ.), direttamente ovvero per il tramite delle società controllate. Viene attribuita agli organi amministrativi la responsabilità di adottare apposite procedure interne, conformi ai principi generali dettati dalla Consob, che disciplinino le operazioni

---

<sup>23</sup> Anche questa delega legislativa è stata attuata nel Regolamento Consob adottato nel 2010 in materia di operazioni con parti correlate. Al riguardo, è opportuno precisare che la Direttiva 2013/50/UE ha modificato la Direttiva "*Transparency*" con lo scopo di semplificare e ridurre gli oneri amministrativi per le società quotate e garantire una maggiore trasparenza degli assetti proprietari delle società che hanno emesso valori mobiliari ammessi alle negoziazioni in un mercato regolamentato. Tra le modifiche più rilevanti, la Direttiva del 2013 prevedeva l'abolizione dell'obbligo di pubblicazione dei resoconti intermedi sulla gestione, facendo salva la facoltà degli Stati membri di imporre la pubblicazione di informazioni finanziarie periodiche aggiuntive se tale obbligo non costituisca un onere finanziario consistente e se le informazioni aggiuntive siano proporzionate. Il D.Lgs. n. 25 del 15 febbraio 2016 ha dato attuazione alla nuova direttiva *Transparency* che elimina la previsione dell'obbligo di pubblicazione del resoconto intermedio di gestione e prevede che la Consob, con regolamento, possa disporre, nei confronti degli emittenti italiani quotati, l'obbligo di pubblicare informazioni finanziarie periodiche aggiuntive, con una frequenza maggiore rispetto a quella annuale e semestrale, a determinate condizioni.

in parola in termini di competenza decisionale, motivazione e documentazione. Viene, infine, attribuito all'organo di controllo il compito di vigilare sull'osservanza delle regole adottate e di riferirne all'assemblea dei soci<sup>24</sup>.

L'effetto dell'art. 2391-*bis* sul sistema di norme che sino ad allora si erano susseguite in materia di parti correlate è dirompente. Se, infatti, fino a quel momento si era ritenuto che la trasparenza sulle operazioni con parti correlate, in particolare l'informativa in bilancio, potesse essere sufficiente per colmare le asimmetrie informative tra investitori, il legislatore della riforma mostra come la previsione di ulteriori presidi di carattere procedurale, volti a garantire la correttezza sostanziale delle medesime operazioni, sia indispensabile per fornire un'adeguata tutela. La trasparenza su queste operazioni è fondamentale e tuttavia non sufficiente per evitare il rischio che si compiano operazioni in danno della società e dei suoi azionisti, per evitare, in sostanza, di fornire alle parti correlate l'opportunità di estrarre benefici privati dalla loro posizione privilegiata<sup>25</sup>.

Prima di tale riconoscimento normativo il tema delle regole procedurali dedicate alle operazioni con parti correlate era stato affrontato esclusivamente a livello di autoregolamentazione dal Codice di Autodisciplina delle società quotate italiane che, nelle edizioni del 1999 e del 2002, e successivamente in maniera più compiuta nella versione del 2006 (art. 9), aveva raccomandato agli emittenti quotati di adottare regole idonee ad assicurare la correttezza sostanziale e

---

<sup>24</sup> Per i principali commenti che si sono susseguiti in materia di operazioni con parti correlate a partire dall'introduzione dell'art. 2391-*bis*, cfr. VENTORUZZO M., *sub art. 2391-bis*, in *Commentario alla riforma del diritto societario* diretto da MARCHETTI P., BIANCHI L.A., GHEZZI F., NOTARI M., Milano, 2005, p. 501; ESPOSITO S., *Le operazioni con parti correlate: regole sulla trasparenza e sul governo societario*, in *Rivista del diritto commerciale*, I, 2010, p. 856 e ss.; SALAFIA V., *Le operazioni con parti correlate*, in *Società*, 2010, p. 736 ss.

<sup>25</sup> GAMBINO A., *Su taluni problemi in tema di gruppi*, in *Giurisprudenza Commerciale*, I, 2012, ha sottolineato come la principale novità del Regolamento Consob sta nell'essersi concentrato sulla correttezza sostanziale delle operazioni con parti correlate, piuttosto che sull'informativa, su cui sino ad allora ci si era concentrati a livello europeo. Una volta compreso, dopo gli scandali finanziari degli ultimi anni, che la trasparenza informativa non era più sufficiente per questo tipo di operazioni, si è deciso di dare rilievo anche alla loro correttezza sostanziale, avendo il legislatore compreso quanto fosse fondamentale combattere i conflitti di interesse all'interno dei gruppi.

procedurale delle operazioni con parti correlate<sup>26</sup>, raccomandazioni poi tramutate in regole cogenti con il Regolamento Consob del 2010. Le raccomandazioni di autodisciplina hanno comunque trovato spazio per molto tempo anche a seguito della riforma del 2003, in attesa della regolamentazione Consob, emanata ben sei anni dopo l'attribuzione della relativa delega regolamentare.

L'evoluzione della disciplina in questa materia mostra, infine, come la normativa prevista per le società aperte al mercato del capitale di rischio sia più stringente rispetto alle società chiuse, creando un ulteriore “scalino normativo” e aggiungendo allo statuto delle società aperte un nuovo *corpus* normativo che incide non poco, come vedremo, sul relativo assetto di governo societario. In linea con altre disposizioni che vanno a comporre l'insieme di norme dedicato alla società aperte, lo scalino normativo qui dipende dalla portata delle conseguenze, per gli investitori e per il mercato, dei comportamenti opportunistici volti a trasferire ricchezza dalla società quotata ai soggetti correlati<sup>27</sup>.

---

<sup>26</sup> La prima versione del Codice di Autodisciplina del 1999 raccomandava “che la delega agli amministratori delegati non copra, oltre alle materie riservate al consiglio dalla legge o dallo statuto, le operazioni più significative (e tra queste, in particolare, le operazioni con parti correlate), il cui esame e la cui approvazione rimangono nella competenza esclusiva del consiglio” (art. 1) e raccomandava altresì agli organi delegati di “fornire adeguata informativa sulle operazioni atipiche, inusuali o con parti correlate il cui esame e la cui approvazione non siano riservati al consiglio di amministrazione” e di prestare “particolare attenzione [...] alle operazioni con parti correlate” (art. 5). Le successive versioni del Codice del 2002 e del 2006 dedicavano uno specifico articolo alle operazioni con parti correlate (art. 11 nel 2002 e art. 9 nel 2006) raccomandando che le stesse rispettino criteri di correttezza sostanziale e procedurale.

<sup>27</sup> L'accesso al mercato del capitale di rischio necessita infatti di un'attenta regolamentazione, a tutela di coloro che investono il proprio denaro nell'attività di un'impresa. La categoria generale delle società che fanno ricorso del mercato del capitale di rischio include tutte le società aperte. Lo specifico statuto applicabile dipenderà dall'eventuale quotazione in un mercato regolamentato. La riforma delle società di capitali ha infatti previsto la suddivisione in tre scalini normativi, il cui primo livello (le società chiuse) è dotato di una disciplina di base dettata dal codice civile, che nei livelli successivi si “arricchisce” di ulteriori norme. Assistiamo dunque ad un grado di imperatività crescente, man mano che cresce il grado di diffusione del capitale della s.p.a. in questione e quindi l'esigenza di tutela degli investitori. In proposito, v. BLANDINI A., *Società quotate e società diffuse. Le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, Napoli, 2005, p. 17 ss.; PRESTI G., *Riforma della s.p.a. e scalini normativi*, in *Le Società*, 2003, p. 323.; ABBADESSA P., GINEVRA E., *sub art. 2325-bis*, in *Società di capitali. Il nuovo ordinamento aggiornato al d.lgs. 6 febbraio 2004 n.37*, NICCOLINI-STAGNO D'ALCONTRES, Napoli, 2004, p. 7 ss.; MOSCO G. D., *Le società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante fra definizione, norme imperative e autonomia privata. Uno scalino sbeccato, da riparare in fretta*, in *Rivista delle società*, 2004, p. 863. Con particolare riferimento alla disciplina sulle parti correlate, si veda anche CIAN G., TRABUCCHI A., *Commentario breve al Codice Civile, sub art. 2391-bis*, Padova, 2014.

In effetti, come affermato anche dalla stessa Consob, l'esigenza di definire un nuovo quadro regolamentare per le operazioni con parti correlate compiute dalle società aperte al mercato del capitale di rischio *"riflette la diffusa e crescente consapevolezza della rilevanza di tale fenomeno ai fini della tutela degli investitori e del corretto funzionamento del mercato"*, in considerazione anche di alcuni scandali societari verificatisi negli ultimi anni in cui le operazioni con parti correlate erano al centro di un sistema fraudolento volto ad espropriare gli azionisti di minoranza e ad occultare la reale situazione economico-finanziaria della società<sup>28</sup>.

Le ragioni di questa scelta stanno anche nella necessità di affrontare il problema del conflitto di interessi delle società quotate italiane in maniera molto più ampia e incisiva di quanto era stato fatto sino ad allora con pochi, e a volte poco efficaci, strumenti giuridici. Autorevoli autori già negli anni novanta avevano identificato nel conflitto di interessi nella gestione delle società per azioni *"il limite peggiore del nostro mercato finanziario"* e *"la ragione per cui il mercato italiano non si sviluppa e vede come protagonista il minor numero di società quotate fra tutti i paesi occidentali"*<sup>29</sup>. La consapevolezza della importanza del problema che si doveva affrontare e della centralità delle regole sul conflitto d'interessi nella *corporate governance* delle società italiane, in particolare quotate, ha fatto sì che la disciplina che ci accingiamo ad analizzare è stata considerata uno degli snodi centrali della *corporate governance* delle società quotate negli ultimi anni, anche per le ripercussioni pratiche che essa produce.

---

<sup>28</sup> CONSOB, *Regolamento disciplinante le operazioni con parti correlate. Relazione illustrativa sull'attività di analisi di impatto della regolamentazione e sugli esiti della procedura di consultazione*, 25 giugno 2010, pubblicata sul sito [www.consob.it](http://www.consob.it).

<sup>29</sup> ROSSI G., *Concorrenza, mercati finanziari e diritto societario*, in *Rivista delle Società*, 1999, p. 1305 ss., ONADO M., *Mercati trasparenti e conflitti di interesse*, in *Il Sole 24 Ore*, 24 luglio 1999.

#### 1.4 Il Regolamento Consob in materia di operazioni con parti correlate

L'art. 2391-*bis* del codice civile ha delegato la Consob ad emanare principi generali volti ad assicurare la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate poste in essere dalle società per azioni aperte al mercato del capitale di rischio.

Con una tecnica legislativa atipica, la Consob ha ricevuto un “mandato” differente rispetto alle precedenti deleghe regolamentari. La tipica clausola legislativa di delega, infatti, richiede solitamente alla Consob di definire con regolamento i dettagli della disciplina di rango primario in relazione a specifici aspetti. In questa occasione è stato invece richiesto all'Autorità di vigilanza di definire “principi generali”, ai quali le società devono attenersi nell'approvazione di regole endosocietarie, assumendone dunque la responsabilità, idonee ad assicurare la correttezza delle operazioni con parti correlate.

A ben vedere, il Regolamento emanato dalla Consob con Delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 ha delineato una regolamentazione più compiuta e dettagliata rispetto a quanto richiesto dal legislatore<sup>30</sup>. Un impianto regolamentare così articolato e di dettaglio ha trovato giustificazione nell'esigenza di fornire un quadro compiuto di regole che fungano da “guida” per gli emittenti nell'approvazione delle procedure interne. Ciò al fine di evitare quanto già sperimentato negli anni precedenti in cui si era mostrata in tutta evidenza la scarsa efficacia della disciplina regolamentare di trasparenza (art. 71-*bis* Regolamento Emittenti) e dell'autodisciplina. L'una, definendo l'insieme delle operazioni destinarie degli obblighi di *disclosure* come “operazioni atipiche inusuali”, forniva una nozione generica di operazioni con parti correlate basata su elementi meramente qualitativi che lasciavano alle società ampi margini di discrezionalità. L'altra, attraverso disposizioni ad applicazione volontaria,

---

<sup>30</sup> CIAN G., TRABUCCHI A., *Commentario breve al Codice Civile, sub art. 2391-bis*, Padova, 2014; GUIZZI G., *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi. Trasparenza, ponderazione e imparzialità nell'amministrazione di s.p.a.*, Quaderni romani di diritto commerciale, Milano, 2014.

raccomandava di adottare regole volte ad assicurare la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni, senza peraltro fornire indicazioni di dettaglio sui possibili strumenti da utilizzare. Lo stesso carattere di “*soft-law*” delle disposizioni di autodisciplina ha inoltre inciso sulla loro scarsa efficacia, in particolare per gli emittenti più sottoposti al rischio di conflitti di interessi che non avevano efficaci incentivi ad un’applicazione volontaria della disciplina, generando anche una forte disomogeneità nell’applicazione concreta dei principi.

L’impianto delineato dall’art. 2391-*bis* rendeva quindi necessaria, oltre che opportuna, una regolamentazione secondaria di dettaglio. L’attribuzione agli emittenti di una specifica responsabilità nella definizione di regole incidenti sull’*iter* deliberativo per l’approvazione di operazioni di primaria importanza e persino sul ruolo degli organi sociali non poteva in effetti essere lasciata alla piena autonomia dei privati, con il rischio di trovarsi di fronte a regole del tutto difformi tra loro. Si è ritenuto pertanto, direi correttamente, che fosse necessario indicare alcuni criteri univoci per dare contenuto ai concetti di correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate. Ciò non toglie che l’impianto regolamentare, nel suo complesso, abbia mantenuto una sua coerenza con la delega legislativa che richiedeva all’Autorità di definire principi generali; è infatti affidata all’autoregolamentazione, nella fase di costruzione delle procedure aziendali, il compito di effettuare molte scelte tra opzioni alternative offerte dal Regolamento in relazione a diversi aspetti, come vedremo in seguito.

E’ così che, dopo due pubbliche consultazioni<sup>31</sup>, nel marzo del 2010 la

---

<sup>31</sup> Il Regolamento Consob adottato con Delibera n. 17221 del 12 marzo 2010, poi modificata con Delibera n. 17389 del 23 giugno 2010 (che ha apportato alcune limitate modifiche formali e posticipato i termini di applicazione del Regolamento al primo dicembre 2010 per l’adozione delle procedure e al primo gennaio 2011 per la loro applicazione), è stato il frutto di due pubbliche consultazioni che hanno visto partecipare attivamente e proficuamente moltissimi operatori del mercato. In data 9 aprile 2008 è stata sottoposta a pubblica consultazione una prima proposta di regolamentazione in attuazione dell’art. 2391-*bis* del codice civile. A seguito di un primo lungo confronto con il mercato, il 3 agosto 2009 si è avviata una seconda fase di consultazione, ad esito della quale è stata emanata la disciplina regolamentare oggi vigente. Successivamente, la Consob ha avviato una ulteriore consultazione per emanare una Comunicazione interpretativa, che è stata adottata con Delibera n. 10078683 del 24 settembre 2010 e che contiene “*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*”.

Consob ha finalmente emanato la regolamentazione secondaria in materia di operazioni con parti correlate. Pare opportuno allora procedere con una sintetica descrizione delle principali previsioni regolamentari che ci accingiamo ad analizzare anche nel prosieguo del presente lavoro.

Il Regolamento definisce, all'articolo 2, il suo ambito soggettivo di applicazione costituito dalle *“società italiane con azioni quotate in mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell'Unione Europea e con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante”*, stabilendo che le società in questione si attengono alle regole in esso fissate al fine di assicurare la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate realizzate direttamente o per il tramite di società controllate.

Una specifica disposizione è dedicata alle definizioni delle nozioni utili per una corretta e puntuale applicazione della regolamentazione (art. 3). Le definizioni di parti correlate e di operazioni con parti correlate traggono ispirazione dal principio contabile internazionale IAS 24 in vigore alla data di emanazione del Regolamento, con alcuni adattamenti e senza tuttavia operare un “rinvio mobile” al contenuto dello IAS che comporti un'automatica modifica dell'ambito di applicazione della disciplina Consob al modificarsi di quella contabile internazionale.

L'Allegato 1 del Regolamento, cui fa rinvio l'art. 3 in commento, individua le parti correlate indicando quei soggetti che appartengono alla potenziale “sfera di influenza” dell'emittente, tra cui rientrano i soggetti, persone fisiche o giuridiche, che controllano l'emittente, le entità appartenenti al gruppo dell'emittente medesimo e i suoi dirigenti strategici, nonché i soggetti “vicini” a questi ultimi in ragione di legami familiari o di rapporti di controllo o influenza

notevole<sup>32</sup>. L'elencazione non è esaustiva; nella definizione delle procedure interne gli emittenti possono infatti ampliare il novero dei soggetti cui applicare la disciplina in questione, tenendo conto della specifica realtà societaria e avendo riguardo più alla sostanza del rapporto che alla sua forma giuridica (art. 4, comma 2 e Allegato 1, par. 3.1).

Un'operazione con una parte correlata, ai sensi del Regolamento, è “*qualunque trasferimento di risorse, servizi o obbligazioni fra parti correlate, indipendentemente dal fatto che sia stato pattuito un corrispettivo*”<sup>33</sup>. La Consob include nella nozione le operazioni straordinarie (fusione, scissione per incorporazione, scissione in senso stretto non proporzionale) e ogni decisione relativa all'assegnazione di remunerazioni o benefici economici ai componenti degli organi di amministrazione e controllo e ai dirigenti con responsabilità strategiche.

Guardando alle disposizioni destinate in concreto a “gestire” le operazioni con parti correlate, il Regolamento Consob presenta una struttura a due pilastri: da un lato, la trasparenza delle operazioni con parti correlate; dall'altro, la relativa correttezza sostanziale e procedurale. I due principi sono complementari, coesistono al fine di garantire una tutela idonea agli investitori, con una graduazione degli obblighi cui attenersi in dipendenza della grandezza economica dell'operazione e del tipo di emittente che la pone in essere.

---

<sup>32</sup> Secondo quanto indicato dall'Allegato 1 del Regolamento Consob “*Un soggetto è parte correlata a una società se:*

- (a) *direttamente, o indirettamente, anche attraverso società controllate, fiduciari o interposte persone: (i) controlla la società, ne è controllato, o è sottoposto a comune controllo; (ii) detiene una partecipazione nella società tale da poter esercitare un'influenza notevole su quest'ultima; (iii) esercita il controllo sulla società congiuntamente con altri soggetti;*
- (b) *è una società collegata della società;*
- (c) *è una joint venture in cui la società è una partecipante;*
- (d) *è uno dei dirigenti con responsabilità strategiche della società o della sua controllante;*
- (e) *è uno stretto familiare di uno dei soggetti di cui alle lettere (a) o (d);*
- (f) *è un'entità nella quale uno dei soggetti di cui alle lettere (d) o (e) esercita il controllo, il controllo congiunto o l'influenza notevole o detiene, direttamente o indirettamente, una quota significativa, comunque non inferiore al 20% dei diritti di voto;*
- (g) *è un fondo pensionistico complementare, collettivo od individuale, italiano od estero, costituito a favore dei dipendenti della società, o di una qualsiasi altra entità ad essa correlata”.*

<sup>33</sup> Si pensi al caso di accordi commerciali in materia di appalti tra parti correlate che, pur non prevedendo un corrispettivo, comportano l'assunzione di obbligazioni reciproche (ad esempio, di fare).



I due pilastri su cui si basa la regolamentazione devono essere implementati, come detto, mediante l'adozione di una procedura interna alla società. E deve sottolinearsi che l'adozione di una procedura aziendale di primo livello come quella in esame è un atto gestorio di primaria importanza che coinvolge punti nevralgici dell'organizzazione societaria; essa dovrà dunque essere approvata dall'organo amministrativo ed è di esclusiva competenza di quest'ultimo. L'art. 4 del Regolamento Consob richiama questo principio, richiedendo tuttavia un ulteriore elemento: che la delibera di approvazione della procedura ad opera dell'organo amministrativo (e di approvazione delle successive modifiche) sia adottata previo parere favorevole di un comitato composto esclusivamente da amministratori indipendenti<sup>34</sup>. Al comitato degli indipendenti è affidato il compito di valutare la coerenza della procedura con i principi legislativi e regolamentari di riferimento; all'organo di controllo è espressamente affidato il compito di vigilare sulla suddetta coerenza (art. 4, comma 6). Le procedure adottate sono messe a disposizione del pubblico sul sito internet della società, oramai strumento principe di diffusione agli azionisti delle più importanti informazioni inerenti il governo societario dell'impresa<sup>35</sup>, fermo l'obbligo di pubblicità nella relazione annuale sulla gestione (art. 4, comma 7).

Una fondamentale ripartizione operata dalla Consob si basa sull'entità economica delle operazioni e distingue tra operazioni di maggiore rilevanza e operazioni di minore rilevanza. Alle prime, individuate sulla base di specifici

---

<sup>34</sup> Qualora non siano in carica almeno tre amministratori indipendenti, il Regolamento richiede che le delibere siano approvate previo parere favorevole degli indipendenti presenti o, in loro assenza, previo parere non vincolante di un esperto indipendente.

<sup>35</sup> Con il recepimento nel nostro ordinamento della Direttiva 2007/36/CE sui diritti degli azionisti delle società quotate (c.d. "*Shareholders' Rights Directive*") è stata attribuita una fondamentale rilevanza al ruolo del sito internet degli emittenti per la diffusione delle informazioni utili agli azionisti per un esercizio consapevole dei propri diritti. Non a caso, il D.Lgs. n. 27/2010 di recepimento della direttiva, ha introdotto l'art. 125-*quater* nel TUF dedicato al "sito internet", ove si richiede di pubblicare la documentazione *pre* e *post*-assembleare.

indici di rilevanza indicati nell'Allegato 3 del Regolamento<sup>36</sup>, si applica un regime procedurale e di trasparenza più rigoroso, in considerazione dell'impatto che queste operazioni possono avere sul patrimonio aziendale e sul valore della partecipazione sociale. In presenza di operazioni di maggiore rilevanza la società dovrà adottare una serie di presidi di carattere procedurale, ai sensi dell'art. 8, e in particolare:

- una riserva di competenza a deliberare in capo al consiglio di amministrazione;
- il coinvolgimento di un comitato, anche appositamente costituito, composto esclusivamente da amministratori indipendenti non correlati<sup>37</sup>, o di uno o più componenti dallo stesso delegati, nella fase delle trattative e nella fase istruttoria;
- la previsione di un parere vincolante del comitato, cui è sottoposta l'approvazione dell'operazione, che si pronunci sull'interesse della società al compimento dell'operazione e sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni, ovvero in alternativa la necessità che *“siano applicate altre modalità di approvazione dell'operazione che assicurino un ruolo determinante alla maggioranza degli amministratori indipendenti non correlati”*;
- la facoltà del comitato di farsi assistere nella valutazione, a spese della

---

<sup>36</sup> L'Allegato 3 del Regolamento individua diversi indici di rilevanza, stabilendo che le operazioni di maggiore rilevanza sono quelle in cui almeno uno degli indici di rilevanza, applicabili a seconda della specifica operazione, risulti superiore alla soglia del 5%. Gli indici di rilevanza individuati tengono conto: (i) del controvalore dell'operazione rispetto al patrimonio netto tratto dal più recente stato patrimoniale pubblicato (consolidato, se redatto) o alla capitalizzazione della società (se maggiore) rilevata alla chiusura dell'ultimo giorno di mercato aperto compreso nel periodo di riferimento del più recente documento contabile periodico; (ii) del totale attivo dell'entità oggetto dell'operazione in rapporto al totale attivo della società, utilizzando i dati tratti dal più recente stato patrimoniale pubblicato (consolidato, se redatto); (iii) del totale delle passività dell'entità acquisita in rapporto al totale attivo della società, utilizzando anche in questo caso i dati tratti dal più recente stato patrimoniale pubblicato (consolidato, se redatto). Nelle operazioni realizzate con la società controllante a sua volta quotata o con soggetti a quest'ultima correlati, inoltre, la soglia scende al 2,5%.

<sup>37</sup> Il Regolamento delinea implicitamente una composizione minima del comitato in tre amministratori indipendenti. Ciò si desume dalla stessa disposizione regolamentare nella parte in cui prevede che, laddove non vi siano almeno tre amministratori indipendenti non correlati, devono essere previsti specifici presidi equivalenti a tutela della correttezza dell'operazione (art. 8, comma 1, lett. d).

- società, da uno o più esperti indipendenti di propria scelta;
- flussi informativi completi ed adeguati nella fase istruttoria dell'operazione nei confronti dell'organo competente a deliberare e del comitato;
  - l'indicazione, nei verbali delle deliberazioni di approvazione, di un'adeguata motivazione in merito all'interesse della società al compimento dell'operazione e alla convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni;
  - una informativa trimestrale al consiglio di amministrazione e al collegio sindacale sull'esecuzione delle operazioni approvate.

Si prevede inoltre che, in presenza di un avviso contrario degli amministratori indipendenti, l'operazione non potrà essere conclusa, salvo che la stessa non sia sottoposta all'assemblea dei soci adottando un meccanismo di deliberazione basato su un doppio *quorum*. L'assemblea è infatti tenuta a deliberare con le maggioranze di legge previste nel caso concreto e mediante il meccanismo c.d. del *whitewash*, che attribuisce un ruolo decisivo ai soci non correlati, prevedendo che il compimento dell'operazione sia impedito qualora la maggioranza dei soci non correlati votanti esprima voto contrario. Le procedure possono prevedere che il compimento dell'operazione sia impedito solo qualora i soci non correlati presenti in assemblea rappresentino una determinata percentuale del capitale sociale, comunque non superiore al dieci per cento<sup>38</sup>.

Le operazioni di maggiore rilevanza sono inoltre sottoposte a stringenti obblighi di *disclosure*<sup>39</sup>, da distinguersi in strumenti di trasparenza *ad hoc* ed immediata sull'operazione approvata e di trasparenza informativa periodica. L'obbligo di informativa immediata *ad hoc* richiede la pubblicazione - entro sette

---

<sup>38</sup> Attenta dottrina ha sottolineato come in questo caso il ruolo di "garante" dell'interesse di tutti i soci sia svolto dai soci non correlati nell'operazione. V. in proposito PUCCI E., *Il parere degli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate: profili funzionali*, in *Rivista delle Società*, II-III, 2014, p. 336 ss.. In materia di *whitewash* si legga in particolare l'importante contributo di NOTARI M., *La "sterilizzazione" del voto nelle società per azioni: appunti in tema di "whitewash" e dintorni*, in *Rivista del diritto commerciale*, IV, 2011, p.743 e ss.

<sup>39</sup> Cfr. ESPOSITO S., *Le operazioni con parti correlate: regole sulla trasparenza e sul governo societario*, in *Rivista del diritto commerciale*, I, 2010, p. 861 e ss.

giorni dall'approvazione dell'operazione ovvero, qualora l'organo competente deliberi di presentare una proposta contrattuale, dal momento in cui il contratto, anche preliminare, sia concluso - di un documento informativo che rechi le informazioni di cui all'Allegato 4 (art. 5, commi 1-7)<sup>40</sup>. E' bene sottolineare che il documento informativo ha un contenuto minimo stabilito dalla Consob caratterizzato da un elevato grado di dettaglio. Si richiede, infatti, di indicare una serie di elementi informativi: dalle caratteristiche, modalità, termini e condizioni dell'operazione, ad un'adeguata illustrazione delle motivazioni economiche dell'operazione e della convenienza per la società nel compimento della stessa, dalle modalità di determinazione del corrispettivo e valutazioni sulla sua congruità, con specifica descrizione delle metodologie utilizzate, al contenuto dei pareri degli esperti indipendenti (che devono essere allegati, oppure se ne devono riportare gli elementi essenziali), sino ad una illustrazione dell'*iter* deliberativo seguito dagli organi societari e al parere degli amministratori indipendenti che deve essere sempre allegato al documento.

L'informativa periodica, ai sensi dell'art. 154-*ter* del TUF, è contenuta nella relazione intermedia sulla gestione e nella relazione sulla gestione annuale e ha ad oggetto le singole operazioni di maggiore rilevanza e le eventuali modifiche rispetto all'esercizio precedente che abbiano avuto un effetto rilevante sulla situazione patrimoniale o sui risultati della società (art. 5, comma 8).

Per le operazioni che non raggiungono le soglie di rilevanza in precedenza descritte le regole procedurali e di trasparenza presentano un minor grado di rigore. Queste operazioni sono infatti sottoposte al parere non vincolante di un comitato composto da amministratori non esecutivi, in maggioranza indipendenti, senza che vi sia l'obbligo di un preventivo coinvolgimento di questi ultimi nella fase delle trattative. Restano fermi i presidi attinenti ai flussi informativi tempestivi e adeguati nella fase istruttoria, alla possibilità di rivolgersi ad un esperto indipendente, all'obbligo di adeguata motivazione nei verbali e

---

<sup>40</sup> Sono state conseguentemente abrogate le disposizioni del Regolamento Emittenti che prevedevano la pubblicazione di un documento informativo (artt. 71-*bis* e 91-*bis* e comma 1 dell'art. 81).

all'informativa trimestrale agli organi sociali sull'esecuzione dell'operazione.

Per quanto attiene agli obblighi di trasparenza, queste operazioni non devono essere comunicate al mercato (salvo quanto previsto dall'art. 6). E' previsto, tuttavia, che con cadenza trimestrale sia messo a disposizione del pubblico un documento sulle operazioni eventualmente concluse nonostante l'avviso contrario del comitato e sulle ragioni per le quali si è ritenuto di non condividere il parere negativo. Le operazioni di minore rilevanza sono inoltre soggette ad obblighi di informativa nella relazione intermedia sulla gestione e nella relazione annuale se presentano le caratteristiche delle operazioni indicate dall'art. 2427, secondo comma, del codice civile e abbiano influito in misura rilevante sulla situazione patrimoniale e sui risultati della società.

Si prevede inoltre la possibilità che le società ammettano delibere-quadro relative a serie di operazioni omogenee con determinate categorie di parti correlate, purché le stesse siano sottoposte a regole conformi alle disposizioni di cui agli artt. 7 e 8, non abbiano efficacia superiore ad un anno e si riferiscano ad operazioni sufficientemente determinate. Sull'attuazione di dette delibere deve essere fornita una informativa trimestrale al consiglio di amministrazione.

Ad una regolamentazione così articolata e per certi versi incisiva fa da contraltare il sistema di esenzioni delineato dal Regolamento. Quest'ultimo prevede che specifiche categorie di operazioni con parti correlate siano escluse, in via totale o parziale, dall'ambito di applicazione della disciplina. Alcune operazioni sono oggetto di un'esenzione automatica, in tutto (deliberazioni assembleari relative ai compensi degli amministratori) o in parte (operazioni da realizzare sulla base di istruzioni con finalità di stabilità impartite da Autorità di Vigilanza, ovvero sulla base di disposizioni emanate dalla capogruppo per l'esecuzione di istruzioni impartite da Autorità di Vigilanza nell'interesse della stabilità del gruppo, che sono soggette comunque agli obblighi di trasparenza di cui all'articolo 5).

Sono inoltre individuate altre categorie di operazioni che le procedure societarie "possono" escludere, in tutto o in parte, dall'applicazione del

Regolamento, effettuando delle scelte finalizzate ad un migliore adattamento alla specifica realtà societaria e ad uno snellimento dell'operatività dell'impresa che risulterebbe altrimenti eccessivamente appesantita da un'applicazione diffusa del Regolamento a tutte le operazioni (comprese quelle che in concreto non presentano rischi di comportamenti opportunistici). Si tratta, in particolare, dei piani di compensi basati su strumenti finanziari approvati dall'assemblea ai sensi dell'art. 114-*bis* del Tuf e relative operazioni esecutive, delle altre deliberazioni in materia di remunerazione dei consiglieri investiti di particolari cariche e dei dirigenti con responsabilità strategiche (a condizione che sia stata adottata una politica di remunerazione ai sensi dell'art. 123-*ter* del TUF con il coinvolgimento di un comitato remunerazioni e con il voto consultivo dell'assemblea e che la remunerazione assegnata sia coerente con tale politica), delle operazioni ordinarie concluse a condizioni di mercato o *standard*, delle operazioni urgenti (purché il presidente del consiglio di amministrazione sia informato delle ragioni di urgenza e le operazioni siano oggetto di una successiva ratifica mediante deliberazione non vincolante della prima assemblea utile). Le società possono altresì definire criteri per l'individuazione di operazioni di importo esiguo alle quali non applicare il Regolamento.

Altra importante esenzione attiene alle operazioni concluse “*con o tra società controllate, anche congiuntamente, nonché alle operazioni con società collegate*” (art. 14), laddove non sussistano interessi significativi di altre parti correlate dell'emittente<sup>41</sup>.

E' bene precisare che, a prescindere dalla grandezza economica dell'operazione o dalla eventuale applicazione di esenzioni, ciascuna operazione con parti correlate è sottoposta ad un obbligo di *disclosure* specifico, quando sia oggetto di informativa *price sensitive* ai sensi dell'art. 114, comma 1, del Tuf (art. 6). In questo caso il comunicato da diffondere al pubblico deve contenere alcuni elementi informativi volti a comprendere la natura dell'operazione (e quindi, la

---

<sup>41</sup> Sulla genericità e eccessiva ambiguità dell'espressione, v. MAUGERI M., *Le operazioni con parti correlate nei gruppi societari*, in *Rivista del Diritto Commerciale*, I, 2010, p. 896;

circostanza che la stessa sia stata conclusa con una parte correlata), la natura della correlazione, il procedimento seguito per la sua approvazione (ovvero le ragioni per le quali la stessa è stata esentata).

Le previsioni appena illustrate costruiscono un sistema di presidi compiuto e articolato. Tuttavia, non mancano ampi spazi di flessibilità per gli emittenti nella fase di redazione delle procedure interne. Il Regolamento Consob ne stabilisce il contenuto minimo, chiedendo agli emittenti di: (i) identificare le operazioni di maggiore rilevanza in modo da includervi almeno quelle che superano le soglie quantitative di cui all'Allegato 3; (ii) identificare i casi in cui la disciplina non è applicabile (casi di esenzione di cui agli artt. 13 e 14); (iii) identificare i requisiti di indipendenza degli amministratori; (iv) stabilire le modalità di istruzione e approvazione delle operazioni, comprese quelle poste in essere per il tramite delle controllate; (v) fissare modalità e tempi dei flussi informativi tra struttura societaria e organi sociali prima, durante e dopo l'approvazione delle operazioni; (vi) valutare se indicare tra i soggetti cui applicare la disciplina in parola anche soggetti diversi dalle parti correlate, in considerazione degli *“assetti proprietari, di eventuali vincoli contrattuali o statutari rilevanti ai fini dell'art. 2359, primo comma, n. 3, o dell'articolo 2497-septies del codice civile nonché delle discipline di settore alle stesse eventualmente applicabili in materia di parti correlate”*; (vii) indicare le scelte effettuate dalla società con riguardo alle altre opzioni rimesse alle medesime società dalle disposizioni del regolamento.

Un maggior grado di flessibilità è inoltre offerto in relazione a specifiche categorie di emittenti. In proposito, l'art. 10 *“Disciplina per determinate tipologie di società”* prevede la possibilità che le società quotate di minori dimensioni, le società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante e le società di recente quotazione applichino le regole previste per le operazioni di minore rilevanza a tutte le categorie di operazioni, prescindendo dalla relativa entità economica, armi restando gli obblighi di trasparenza previsti dall'art. 5.

Se da un lato, quindi, il Regolamento Consob presenta molte previsioni di

carattere precettivo, stabilendo in maniera puntuale le regole da rispettare, include anche previsioni caratterizzate da un forte grado di flessibilità, lasciando ampi spazi di scelta alle società che ne sono destinatarie, al fine di consentire di adattare l'assetto di regole alla realtà societaria e alle esigenze specifiche.

Emerge dall'analisi appena effettuata che il Regolamento Consob si è posto l'obiettivo di trovare un punto di equilibrio tra la necessità di depotenziare gli effetti pregiudizievoli di un'operazione in conflitto di interessi e l'esigenza di garantire la libertà di impresa dinanzi a operazioni vantaggiose ancorché compiute con una parte correlata<sup>42</sup>.

### **1.5 La figura degli amministratori indipendenti**

Una volta esaminato l'impianto generale del Regolamento Consob sulle operazioni con parti correlate, è opportuno effettuare una preliminare analisi degli elementi di maggior rilievo che emergono dalla nuova disciplina. Tra questi, vi è sicuramente il ruolo di primaria importanza affidato agli amministratori indipendenti.

L'Autorità, alla luce di un'analisi costi-benefici, ha individuato come preferibile la scelta di attribuire un ruolo fondamentale a questa categoria di amministratori, graduando il relativo ruolo in funzione della rilevanza e del potenziale di criticità dell'operazione da esaminare. E' significativo che nella Relazione illustrativa sull'attività di analisi di impatto della regolamentazione la Consob affermi: *“gli amministratori indipendenti sono ritenuti gli attori al*

---

<sup>42</sup> PUCCI E., *Il parere degli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate: profili funzionali*, in *Rivista delle Società*, II-III, 2014. Già prima della riforma ENRIQUES L., *Il conflitto di interessi nella gestione della società per azioni: spunti teorici e profili comparatistici in vista della riforma del diritto societario*, in *Rivista delle Società*, III-IV, 2000, p. 509 e ss, ricordava come *“Il principale trade-off che ogni legislatore deve affrontare nel delineare la disciplina del conflitto d'interessi degli amministratori è quello tra una repressione insufficiente degli abusi, con i problemi di tutela degli azionisti (di minoranza) che ne discendono e la previsione di meccanismi di prevenzione degli abusi, per così dire, "troppo sensibili" e tali dunque da impedire la realizzazione di operazioni che in realtà avvantaggerebbero gli stessi azionisti”*.



*massimo livello aziendale più facilmente in grado di rappresentare l'interesse della generalità dei soci garantendo al contempo l'efficacia e la rapidità decisionale necessarie ad una gestione efficiente dell'impresa. [...] l'orientamento prescelto sviluppa una tendenza già avviata in Italia con il Codice di Autodisciplina delle società quotate ed è in linea con i principi dell'OCSE sulla Corporate Governance e con la Raccomandazione della Commissione Europea sul ruolo degli amministratori non esecutivi nella gestione dei potenziali conflitti di interessi”<sup>43</sup>.*

Effettivamente la disciplina poc'anzi descritta mostra una predilezione per gli amministratori indipendenti quale strumento di buona *governance*, ormai riconosciuto nella generalità dei mercati finanziari sviluppati<sup>44</sup>, e per un ruolo attivo di questi ultimi nella valutazione delle operazioni con parti correlate, quale elemento ulteriore che si inserisce nel percorso deliberativo “tipico” di qualunque operazione economica in una società quotata (delibera del consiglio di amministrazione/determinazione dell'amministratore delegato o dei soggetti muniti di apposita procura, secondo l'assetto dei poteri).

Il ruolo qui affidato agli amministratori indipendenti risulta in linea con una tendenza che ha visto negli ultimi anni una progressiva affermazione di questa figura prima nel Codice di Autodisciplina e poi nella legge<sup>45</sup>.

Come noto, la figura dell'amministratore indipendente viene introdotta negli Stati Uniti a partire dagli anni Trenta per far fronte all'“*agency problem*” tipico delle *public companies* statunitensi, derivante dalla netta separazione tra i

---

<sup>43</sup> Così CONSOB, *Regolamento disciplinante le operazioni con parti correlate. Relazione illustrativa sull'attività di analisi di impatto della regolamentazione e sugli esiti della procedura di consultazione*, 25 giugno 2010, pubblicata sul sito [www.consob.it](http://www.consob.it), p. 6.

<sup>44</sup> V. GRASSINI F.A., *C'è un ruolo per gli amministratori indipendenti?*, in *Mercato concorrenza regole*, 2004, p. 427 ss.. Per PRESTI G., MACCABRUNI F.F., *Gli amministratori indipendenti: mito e realtà nelle esperienze anglosassoni*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, I, 2003, p. 98, gli amministratori indipendenti rientrano a pieno titolo tra gli strumenti che alimentano la “mitologia” del buon governo societario.

<sup>45</sup> ASSONIME, *L'indipendenza dei componenti degli organi di amministrazione e controllo nelle società per azioni*, Circolare n. 45/2009. Per una recente disamina delle origini di questa figura e della dottrina che ne ha analizzato funzioni ed efficacia, si veda DRISALDI R., *Gli amministratori indipendenti nella disciplina e nella prassi: comparazioni e riflessioni*, in *Le Società*, VII, 2014, p. 790.

proprietari della società, gli azionisti, e coloro che sono chiamati a gestirla (i *manager*). Partendo dalla constatazione che i primi non riescono efficacemente a controllare l'operato dei secondi, viene attribuito agli "*outside directors*" un ruolo fondamentale di monitoraggio del comportamento dei *manager*<sup>46</sup>. L'assenza in capo a questi consiglieri di legami significativi con i *manager* ne fa uno dei capisaldi della *corporate governance* di matrice anglosassone. Vengono loro attribuiti molti compiti, dalla supervisione dei consiglieri esecutivi alla partecipazione ai comitati interni al *board* per occuparsi, in una sede separata dall'intero collegio, delle materie più delicate. Negli Stati Uniti sono risultati decisivi negli ultimi anni sia l'intervento normativo noto come *Sarbanes-Oxley Act* del 2002, che ha affidato ai consiglieri indipendenti il compito di partecipare all'*audit committee*, sia il *Dodd-Frank Act* del 2010, che ha rafforzato l'indipendenza del comitato remunerazioni.

In Europa il cammino degli amministratori indipendenti è più lungo. Vediamo infatti riconoscere questa figura per la prima volta soltanto negli anni Novanta nel Regno Unito con il Rapporto *Cadbury* del 1992, per poi ritrovare la nozione di amministratore indipendente e l'attribuzione di compiti specifici a questi consiglieri praticamente in tutti i codici di comportamento di cui sono destinatarie le società quotate nei diversi Stati membri.

A livello sovranazionale, i Principi OCSE<sup>47</sup>, l'*High Level Group of Company Law Experts*<sup>48</sup> e la Raccomandazione della Commissione Europea del

---

<sup>46</sup> Per un'analisi delle origini della figura dell'amministratore indipendente nei sistemi anglosassoni, v. PRESTI G., MACCABRUNI F.F., *Gli amministratori indipendenti: mito e realtà nelle esperienze anglosassoni*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, I, 2003; GORDON, *The rise of independent directors in the United States, 1950-2005: of shareholder value and stock market prices*, in [www.ssn.com](http://www.ssn.com), 2006; FERRARINI G., *Ruolo degli amministratori indipendenti e Lead independent director*, in *La Corporate Governance e il risparmio gestito*, Quaderni Assogestioni, 2006, p. 35, disponibile su [www.assogestioni.it](http://www.assogestioni.it).

<sup>47</sup> OECD, *Principi di governo societario dell'OCSE*, 2015, disponibile sul sito [www.oecd.org](http://www.oecd.org). I principi OCSE richiedono un "numero sufficiente" di amministratori indipendenti.

<sup>48</sup> HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS, *Report of the High Level Group of Company Law Experts on a modern regulatory framework for Company Law in Europe*, Brussels, 4 November 2002, p. 60 ss., disponibile sul sito [www.ec.europa.eu](http://www.ec.europa.eu). Qui non viene suggerita dettagliatamente una composizione del consiglio di amministrazione, ma si raccomanda che nelle società quotate sia assicurato che le materie oggetto di conflitto di interesse vengano deliberate con la presenza di una maggioranza di amministratori indipendenti.

2005 sul ruolo degli amministratori non esecutivi<sup>49</sup> raccomandano la presenza degli amministratori dotati della qualifica di indipendenti, per assicurare un giudizio autonomo e obiettivo per l'adozione delle delibere in merito agli affari della società, e in particolare superare i conflitti di interesse che possono sorgere per alcune materie "sensibili" (quali la nomina e la remunerazione degli amministratori esecutivi, il controllo interno sulla gestione, o le operazioni con parti correlate), e garantire che il consiglio di amministrazione svolga efficacemente la funzione di supervisione del *management* che gli è tipicamente affidata.

Volgendo lo sguardo all'ordinamento italiano, una definizione di amministratore indipendente fa la sua apparizione nel 1999 nella prima versione del Codice di Autodisciplina delle società quotate italiane e la figura in parola viene presentata come uno degli snodi centrali della buona *governance* anche nelle successive versioni del Codice, sino alla più recente del luglio 2015<sup>50</sup>.

Nella disciplina di diritto societario di rango primario, il primo riferimento normativo all'indipendenza dei membri del consiglio di amministrazione è contenuto nell'art. 2387 del codice civile. Questa norma contempla la possibilità che lo statuto di una s.p.a., che sia quotata o meno, subordini la nomina di amministratore al possesso di requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza, anche eventualmente facendo riferimento a codici di

---

<sup>49</sup> Si tratta della *Raccomandazione UE 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* (2005/162/CE), disponibile sul sito [www.ec.europa.eu](http://www.ec.europa.eu). Anche la Raccomandazione UE suggerisce agli Stati membri di prevedere nei consigli di amministrazione delle s.p.a. quotate un "numero sufficiente" di amministratori indipendenti consacrando l'importanza del ruolo dei consiglieri indipendenti quando, oltre a sottolineare la necessità che nel *board* sia presente una componente non esecutiva idonea a svolgere un ruolo di monitoraggio dell'operato del *management*, stabilisce che "la presenza di persone indipendenti nel consiglio di amministrazione, in grado di mettere in discussione le decisioni dei dirigenti, è generalmente considerata un modo per proteggere gli interessi degli azionisti e degli altri interessati". Per la Commissione, infine, la nozione di indipendenza coincide con l'assenza di un conflitto di interesse rilevante (Settimo Considerando).

<sup>50</sup> Nella più recente versione del 2015 del Codice di Autodisciplina si raccomanda che "Un numero adeguato di amministratori non esecutivi sono indipendenti, nel senso che non intrattengono, né hanno di recente intrattenuto, neppure indirettamente, con l'emittente o con soggetti legati all'emittente, relazioni tali da condizionare attualmente l'autonomia di giudizio" (Principio 3.P.1). Il Criterio applicativo 3. C.3 raccomanda inoltre che in ogni caso gli amministratori indipendenti non siano meno di due e che negli emittenti appartenenti all'indice FTSE-Mib almeno un terzo del consiglio sia costituito da amministratori indipendenti.

comportamento redatti da associazioni di categoria o da società di gestione di mercati regolamentati. Con questa disposizione il legislatore ha conferito dignità normativa alla figura dell'amministratore indipendente, lasciando all'autonomia statutaria la scelta se inserirla nei propri organi amministrativi. Soltanto con riguardo al sistema monistico di amministrazione e controllo, il codice civile ha previsto la presenza obbligatoria di almeno un terzo dei membri in possesso dei requisiti di indipendenza (art. 2409-*septiesdecies*), i quali vanno a comporre il comitato per il controllo sulla gestione nella sua interezza (art. 2409-*octiesdecies*). In questo caso si fa riferimento ai requisiti di indipendenza previsti dall'art. 2399 per i sindaci (e, soltanto se lo statuto lo prevede, anche di quelli previsti dai codici di comportamento). Altra disposizione codicistica che tratta di amministratori indipendenti è l'art. 2351, nella parte in cui prevede la facoltà di attribuire ai portatori degli strumenti finanziari di cui agli artt. 2346 e 2349 il diritto di nominare un componente indipendente del consiglio di amministrazione, di consiglio di sorveglianza o di un sindaco.

Per vedere riconoscere in via cogente la figura del consigliere indipendente per le società quotate bisognerà attendere il 2005, quando la Legge n. 262/2005 introduce nel Tuf l'art. 147-*ter*. Questa disposizione richiede che nei consigli di amministrazione sia presente almeno un consigliere indipendente, ovvero due laddove il consiglio sia composto da più di sette membri. Per la nozione di indipendenza viene fatto rinvio ai requisiti previsti dall'art. 148 del Tuf<sup>51</sup> per l'indipendenza dei sindaci, così creando una sorta di "doppio binario" tra nozione di indipendenza "di legge" e nozione prevista dal Codice di Autodisciplina. Nelle raccomandazioni di autodisciplina è presente una nozione più dettagliata, ma

---

<sup>51</sup> Art. 148 TUF: *"Non possono essere eletti sindaci e, se eletti, decadono dall'ufficio: [...]b) il coniuge, i parenti e gli affini entro il quarto grado degli amministratori della società, gli amministratori, il coniuge, i parenti e gli affini entro il quarto grado degli amministratori delle società da questa controllate, delle società che la controllano e di quelle sottoposte a comune controllo; c) coloro che sono legati alla società od alle società da questa controllate od alle società che la controllano od a quelle sottoposte a comune controllo ovvero agli amministratori della società e ai soggetti di cui alla lettera b) da rapporti di lavoro autonomo o subordinato ovvero da altri rapporti di natura patrimoniale o professionale che ne compromettano l'indipendenza."*

anche più flessibile di indipendenza<sup>52</sup>, per la quale il Regolamento Consob sulle parti correlate mostra una predilezione<sup>53</sup>. In entrambi i casi la definizione di indipendenza deve ricavarsi in negativo<sup>54</sup>: vengono infatti elencate le condizioni

---

<sup>52</sup> Ai sensi del Criterio applicativo 3.C.1 stabilisce che “*un amministratore non appare, di norma, indipendente, nelle seguenti ipotesi, da considerarsi come non tassative: a) se, direttamente o indirettamente, anche attraverso società controllate, fiduciari o interposta persona, controlla l'emittente o è in grado di esercitare su di esso un'influenza notevole, o partecipa a un patto parasociale attraverso il quale uno o più soggetti possono esercitare il controllo o un'influenza notevole sull'emittente; b) se è, o è stato nei precedenti tre esercizi, un esponente di rilievo dell'emittente, di una sua controllata avente rilevanza strategica o di una società sottoposta a comune controllo con l'emittente, ovvero di una società o di un ente che, anche insieme ad altri attraverso un patto parasociale, controlla l'emittente o è in grado di esercitare sullo stesso un'influenza notevole; c) se, direttamente o indirettamente, (ad esempio attraverso società controllate o delle quali sia esponente di rilievo, ovvero in qualità di partner di uno studio professionale o di una società di consulenza), ha, o ha avuto nell'esercizio precedente, una significativa relazione commerciale, finanziaria o professionale: con l'emittente, una sua controllata, o con alcuno dei relativi esponenti di rilievo; con un soggetto che, anche insieme ad altri attraverso un patto parasociale, controlla l'emittente, ovvero - trattandosi di società o ente - con i relativi esponenti di rilievo; d) se riceve, o ha ricevuto nei precedenti tre esercizi, dall'emittente o da una società controllata o controllante una significativa remunerazione aggiuntiva (rispetto all'emolumento fisso di amministratore non esecutivo dell'emittente e al compenso per la partecipazione ai comitati raccomandati dal presente Codice) anche sotto forma di partecipazione a piani di incentivazione legati alla performance aziendale, anche a base azionaria; e) se è stato amministratore dell'emittente per più di nove anni negli ultimi dodici anni; f) se riveste la carica di amministratore esecutivo in un'altra società nella quale un amministratore esecutivo dell'emittente abbia un incarico di amministratore; g) se è socio o amministratore di una società o di un'entità appartenente alla rete della società incaricata della revisione legale dell'emittente; h) se è uno stretto familiare di una persona che si trovi in una delle situazioni di cui ai precedenti punti*”. L'autoregolamentazione dà molta importanza a come l'amministratore “appare” al mercato e precisa che le ipotesi elencate, sintomatiche di assenza di indipendenza, non sono da considerarsi tassative. Il Principio 3.P.1 riassume le ipotesi elencate con un'espressione che può racchiuderle tutte: si tratta infatti di relazioni intrattenute, anche di recente, anche indirettamente, tali da condizionare attualmente l'autonomia di giudizio degli amministratori. L'art. 3 del Codice di Autodisciplina precisa, inoltre, che per valutare questa qualità bisogna prendere in considerazione più la sostanza della forma (Criterio applicativo 3.C.1) e raccomanda al consiglio di amministrazione di valutare questo requisito periodicamente e comunicare al mercato la valutazione effettuata (Principio 3.P.2).

<sup>53</sup> L'art. 3 del Regolamento Consob definisce gli amministratori indipendenti quelli “*in possesso dei requisiti di indipendenza previsti dall'art. 148, comma 3, del Testo Unico e degli eventuali ulteriori requisiti individuati nelle procedure previste dall'articolo 4 o stabiliti da normative di settore eventualmente applicabili in ragione dell'attività svolta dalla società; qualora la società dichiarerà, ai sensi dell'art. 123-bis, comma 2, del Testo Unico, di aderire ad un codice di comportamento promosso da società di gestione di mercati regolamentati o di associazioni di categoria, che preveda requisiti di indipendenza almeno equivalenti a quelli dell'articolo 148, comma 3, del Testo Unico, gli amministratori e i consiglieri riconosciuti come tali dalla società in applicazione del medesimo codice*”. La Comunicazione Consob interpretativa emanata nel settembre 2010 ha infine chiarito che i requisiti di indipendenza fissati dal Codice di Autodisciplina delle società quotate italiane sono “*almeno equivalenti*” a quelli indicati dall'art. 148 del Tuf.

<sup>54</sup> I principi OCSE raccomandano però di integrare i criteri “in negativo” con esempi “in positivo” “[...]di qualità in grado di accrescere la probabilità che l'amministratore sia effettivamente indipendente.”. V. OECD, *Principi di governo societario dell'OCSE*, 2015, disponibile sul sito [www.oecd.org](http://www.oecd.org), Annotazione al VI Principio su “La responsabilità del consiglio di amministrazione”.

soggettive nelle quali un amministratore *non* deve trovarsi per essere considerato indipendente.

A prescindere dai singoli requisiti previsti dalle diverse fonti, legislative e non, può affermarsi che l'amministratore indipendente è un amministratore in possesso di una serie di requisiti soggettivi che gli conferiscono autonomia e obiettività di giudizio. Si tratta in sostanza di un atteggiamento non condizionato da interessi o relazioni che possano compromettere quell'autonomia e quell'obiettività.

La dottrina ha in proposito sottolineato come il concetto di indipendenza sia per sua natura relativo e dipenda prima di tutto dalla personalità e dalla struttura intellettuale della singola persona<sup>55</sup>, risultando difficile delineare un concetto univoco di indipendenza che sia anche realmente efficace.

Anche in assenza di certezza sulla possibilità di assicurare effettiva autonomia, legislatore e associazioni di categoria hanno comunque definito criteri che consentissero una verifica sull'assenza di legami con il socio di controllo e con il *management* esecutivo. Ciò che è infatti importante per la qualifica di indipendente è che vi sia autonomia di giudizio, concetto dal carattere astratto che può trovare contenuto concreto solo se lo si raffronta con i soggetti rispetto ai quali tale autonomia deve sussistere. E' necessario infatti che i consiglieri non risultino condizionati, nell'esercizio delle proprie funzioni, dal gruppo di comando della società e possano monitorare efficacemente l'operato degli esecutivi, senza essere catturati da questi ultimi e condizionati dalle relative pressioni<sup>56</sup>, evitando così il rischio che gli amministratori indipendenti risultino "asserviti" al *management*. E' questo il punto sicuramente più critico di questa

---

<sup>55</sup> RORDORF R., *Gli amministratori indipendenti*, in *Giurisprudenza Commerciale*, I, 2007, p. 152, FERRO-LUZZI P., *Indipendente....da chi; da cosa?*, in *Rivista delle Società*, 2008, 207. Si è affermato da più parti che in realtà l'indipendenza non è assicurata per il solo fatto che siano soddisfatti i requisiti in negativo previsti dalla legge o dal Codice di Autodisciplina: l'indipendenza è un atteggiamento che deve essere tenuto in concreto in consiglio e che è rimesso soprattutto alla coscienza personale dell'individuo di volta in volta nominato come indipendente, difficile dunque da garantire con certezza.

<sup>56</sup> PISANI MASSAMORMILE A., *Appunti sugli amministratori indipendenti*, in *Rivista di Diritto Societario*, II, 2008, p. 241.

figura, che induce la dottrina ad avere dubbi anche sulla relativa efficacia e utilità<sup>57</sup>.

È per tale ragione che è opportuno allora chiedersi da chi in concreto questi amministratori debbano essere indipendenti. Perché possa parlarsi di indipendenza deve essere evitata una vicinanza rispetto al soggetto che nella società controlla direttamente la gestione: che si tratti del *management* della società, che si occupa della gestione *day to day*, oppure dell'entità socio di controllo/*management*, tipica delle s.p.a. dalla struttura proprietaria concentrata. In queste ultime non è sufficiente non intrattenere relazioni con gli esecutivi; per garantire che l'amministratore indipendente persegua gli interessi di tutti gli azionisti, è necessaria anche l'assenza di relazioni con il socio di controllo<sup>58</sup>.

Per rendere efficace lo strumento, le due nozioni di amministratore indipendente presenti in Italia (da legge e da autodisciplina) hanno inevitabilmente tenuto in considerazione la peculiare struttura degli assetti proprietari delle società quotate italiane e il problema della separazione tra proprietà e controllo ivi delineatosi come contrapposizione tra azionisti di maggioranza e di minoranza. L'amministratore è considerato indipendente,

---

<sup>57</sup> MACEY J.R., *Corporate Governance. Quanto le regole falliscono*, Milano, 2010.

<sup>58</sup> PERICU A., *Il ruolo degli amministratori indipendenti nei paesi dell'Europa continentale*, p. 122 ss., in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 1/2003; PRESTI G., MACCABRUNI F.F., *Gli amministratori indipendenti: mito e realtà nelle esperienze anglosassoni*, p. 111, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 1/2003; ALIBERTI L. A., STABILINI A., *Governance all'italiana dopo il Ddl risparmio?*, p. 35 ss., AIAF, aprile 2006.

dunque, in assenza di legami con la società e con il socio di controllo<sup>59</sup>, per assumere il ruolo di contrappeso rispetto a quest'ultimo e fare fronte al pericolo di estrazione di benefici privati dalla società in danno dei soci di minoranza.

L'indipendenza sembrerebbe aver creato una specifica "categoria" di amministratore che, per l'assenza di rapporti presenti e pregressi di tipo familiare, personale, o professionale intrattenuti con la società, i suoi organi o i soggetti controllanti o che esercitano influenza notevole, sono considerati idonei a "vigilare" (o meglio, supervisionare) sull'operato degli amministratori esecutivi sulla conformità del loro operato all'interesse sociale<sup>60</sup>.

Oltre a delineare la figura dell'amministratore indipendente la dottrina si è

---

<sup>59</sup> Oltre a richiamare quanto stabilito dal Codice di Autodisciplina (nota 56) si noti come anche il Tuf, rinviando alla nozione di indipendenza prevista per i sindaci (art. 148), ritiene che non sussista indipendenza in presenza di legami di amministrazione e/o parentela con il soggetto controllante la società e con le società controllate e sottoposte a comune controllo ovvero in presenza di rapporti di lavoro autonomo o subordinato e rapporti di natura patrimoniale o professionale con il gruppo della società che possano compromettere l'indipendenza del consigliere. TOMBARI U., *Amministratori indipendenti, "sistema dei controlli" e corporate governance: quale futuro?*, in *Banca, Borsa, Titoli di Credito*, I, 2012, p. 514.

Per un'analisi sulla sussistenza dei requisiti di indipendenza in presenza di significative relazioni commerciali o professionali con l'emittente o con il gruppo di comando, v. BIANCHI L.A., *Il T.U.F. e il Consiglio di amministrazione degli emittenti*, in *Rivista delle Società*, IV, 2014, p. 831 e ss., secondo il quale "la principale questione interpretativa che si pone comunemente in materia è, attualmente, quella di stabilire quale complessiva remunerazione fissa dell'amministratore [...] possa concretamente pregiudicarne l'autonomia di giudizio, alla luce della "situazione economico-finanziaria" dello specifico amministratore" [...] la questione si pone con riferimento, anzitutto, all'incidenza del compenso di amministratore sul suo reddito complessivo (comprensivo, a quanto pare, anche di redditi diversi da quelli di lavoro). Ma essa è destinata ad assumere rilievo anche nel caso di amministratore che svolga personalmente attività di consulenza a favore della società, quale avvocato, commercialista e in genere consulente".

Sull'introduzione di questa figura come strumento di riduzione anche dei costi di agenzia tipici dei sistemi a proprietà concentrata (con la rilevazione di perplessità sulla reale efficacia di questo strumento) v. PERICU A., *Il ruolo degli amministratori indipendenti nei paesi dell'Europa continentale*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, I, 2003, p. 115 ss..

<sup>60</sup> MICIELI N., *Gli amministratori indipendenti nel comitato parti correlate*, in *Giurisprudenza Commerciale*, V, 2014, p. 1027 ss.



occupata di comprendere la precisa funzione di cui egli è investito in concreto<sup>61</sup>. Gli amministratori nominati nel consiglio con questa qualifica hanno il compito di contribuire, con la propria professionalità, competenza e autonomia di giudizio, a risolvere ancora più efficacemente i problemi di *agency costs* che sorgono soprattutto nelle società a capitale diffuso: in qualità di amministratori non esecutivi, estranei alla gestione diretta della società, utilizzano la propria indipendenza di giudizio nel partecipare alle discussioni consiliari più importanti e apportare punti di vista obiettivi nell'interesse degli azionisti; svolgono efficacemente il ruolo di supervisione e monitoraggio dell'operato degli esecutivi; prevengono eventuali loro comportamenti opportunistici; fanno parte dei comitati costituiti all'interno del consiglio per deliberare in merito a materie "sensibili" e suscettibili di far sorgere conflitti di interesse, se fossero lasciate al giudizio degli esecutivi<sup>62</sup>.

---

<sup>61</sup> La dottrina italiana sul ruolo degli amministratori indipendenti è vasta. Si vedano in proposito TOMBARI U., *Amministratori indipendenti, sistema dei controlli e corporate governance: quale futuro?*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, I, 2012, p. 506 ss.; CERA M., *Indipendenti, interlocking ed interessi fra modelli societari e realtà*, in *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze. Studi in onore di Giuseppe Zanarone*, diretto da BENAZZO, CERA, PATRIARCA, Torino, 2011, p. 609 ss.; REBOA M., *Il monitoring bonding e gli amministratori indipendenti*, in *Giurisprudenza Commerciale*, IV, 2010, p. 657 ss.; CARIELLO V., *La comunicazione CONSOB n. 46789 del 20 maggio 2010 sulla qualifica come amministratore indipendente di società controllante quotata di amministratore indipendente di società controllata*, in *Rivista di diritto societario*, II, 2010, p. 442 ss.; CHIAPPETTA F., *Gli amministratori indipendenti e gli amministratori di minoranza*, in *Rivista di diritto societario*, 2009, p. 852 ss.; FERRO LUZZI P., *Indipendente... da chi; da cosa?*, in *Rivista delle società*, I, 2008, p. 20 ss.; DENOZZA F., *Quale "funzione" per gli indipendenti?*, in *Economia e politica industriale*, III 2008, p. 109 ss.; REGOLI D., *Gli amministratori indipendenti tra fonti private e fonti pubbliche e statuali*, in *Rivista delle società*, I, 2008, p. 382 ss.; PISANI MASSAMORMILLE A., *Appunti sugli amministratori indipendenti*, in *Rivista di diritto societario*, II, 2008, p. 237 ss.; SALANITRO N., *Nozione e disciplina degli amministratori indipendenti*, in *Banca, borsa, Titoli di credito*, I, 2008, p. 1 ss.; PERASSI M., *Consiglieri indipendenti e di minoranza*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, II, 2007, p. 343 ss.; BIANCHI L.A., *Amministratori non esecutivi e amministratori indipendenti tra teoria e prassi*, in *Regole del buon governo societario a tutela del risparmio*, Milano, 2007, p. 49 ss.; RORDORF R., *Gli amministratori indipendenti*, in *Giurisprudenza Commerciale*, I, 2007, p. 143 ss.; VENTORUZZO M., *La composizione del consiglio di amministrazione delle società quotate dopo il d.lgs. n. 303 del 2006: prime osservazioni*, in *Rivista delle Società*, 2007, p. 235 ss.; REGOLI D., *Gli amministratori indipendenti*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, a cura di ABBADESSA P. e PORTALE G.B., II, Torino, 2006; OLIVIERI G., *Amministratori "indipendenti" e "di minoranza" nella legge sulla tutela del risparmio*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2006, p. 23 ss.; MARCHETTI P., *L'indipendenza degli amministratori*, in *La corporate governance e il risparmio gestito*, Assogestioni, Milano, 2006; LENER R., *Gli amministratori indipendenti*, in *Profili e problemi dell'amministrazione nella riforma della società*, a cura di SCOGNAMIGLIO G., Milano, 2003, p. 117 ss..

<sup>62</sup> Cfr. REGOLI D., *Gli amministratori indipendenti*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, a cura di ABBADESSA P. e PORTALE G.B., II, Torino, 2006, p. 385 ss.. Qui l'Autore parla infatti di una funzione di "monitoraggio attivo".

Ala luce dell'evoluzione della sua nozione negli Stati Uniti e in Europa si è individuato il loro ruolo in quello di “*vigilare sul perseguimento dell'interesse sociale da parte degli amministratori esecutivi e a prevenire comportamenti opportunistici, o comunque influenzati da interessi extrasociali di questi ultimi*”<sup>63</sup>. In definitiva, la figura dell'amministratore indipendente è uno degli strumenti adoperati per affrontare il problema dei conflitti di interesse nelle società aperte al mercato del capitale di rischio<sup>64</sup>.

In dottrina, tuttavia, si sono mosse diverse obiezioni in merito alla reale utilità e all'effettività di questa figura, e soprattutto in merito al ruolo che i consiglieri indipendenti rivestono nelle società quotate.

Un aspetto di inefficienza che è stato rilevato deriva dal fatto che le analisi empiriche a livello internazionale hanno fatto emergere come questa figura non rappresenti sempre una garanzia di prevenzione di comportamenti opportunistici del *management*, né di una buona *performance* aziendale<sup>65</sup>.

---

<sup>63</sup> REGOLI D., *Gli amministratori indipendenti*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, a cura di ABBADESSA P. E PORTALE G.B., II, Torino, 2006, p. 387.

<sup>64</sup> BELCREDI M., *Amministratori indipendenti, amministratori di minoranza, e dintorni*, in *Rivista delle Società*, 2005, p. 856 afferma: “*obiettivo di tale modello organizzativo è tenere sotto controllo i conflitti di interesse tra azionisti e management in presenza di separazione tra proprietà e controllo; ciò ha luogo tramite la presenza di soggetti il cui ruolo, in sostanza, è di simulare il comportamento di soci attivi, superando i problemi generati, in una situazione di azionariato diffuso, dalla tendenza dei soci medesimi all'apatia razionale*”.

<sup>65</sup> Si richiamano le analisi che sono state effettuate nel tempo a livello internazionale, che hanno messo in dubbio la concreta utilità degli amministratori indipendenti. Si vedano in proposito KRAAKMAN R., *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, Oxford University Press, 2009, p.66; BAINBRIDGE A., *A Critique of the NYSE's Director Independence Listing Standards*, Research Paper no. 02-15, reperibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), REGOLI D., *Gli amministratori indipendenti tra fonti private e fonti pubbliche e statuali*, in *Rivista delle Società*, 2008, p. 387.

I risultati delle analisi in questione non sono però univoci. Cfr. BELCREDI M., CAPRIO L., *Struttura del CdA ed efficienza della “corporate governance”*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, I, 2003, p. 64; PRESTI G., MACCABRUNI F.F., *Gli amministratori indipendenti: mito e realtà nelle esperienze anglosassoni*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, I, 2003, p. 104. Vi sono inoltre attenti studi empirici che hanno riscontrato una indubbia utilità nelle situazioni in cui il conflitto di interessi tra società e amministratori è più evidente (opa, progetti di scalata di altre società, crisi aziendali). V. FOGEL K., MA L., MORCK R., *Powerful Independent Directors*, Finance Working Paper n. 4042014, 2014, disponibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com). Secondo questi ultimi autori il maggior contributo alla creazione di valore per gli azionisti è dato dal ruolo degli indipendenti nell'impedire l'adozione di decisioni svantaggiose e nell'allontanare gli esecutivi peggiori. Anche con riferimento al peculiare sistema italiano ricerche sembrano confermare che la presenza di un adeguato numero di indipendenti possa prevenire la realizzazione di comportamenti opportunistici; in proposito DI DONATO F., *Gli amministratori indipendenti. Corporate Governance, earnings management*, Luiss University Press, 2012.

Si rilevano inoltre i già richiamati rischi di inefficienza nella possibilità che gli amministratori indipendenti siano “catturati” dal socio di controllo<sup>66</sup>.

Un'altra obiezione è mossa da chi afferma che la figura dell'amministratore di minoranza si riveli più efficace rispetto a quella dell'amministratore indipendente<sup>67</sup>. L'amministratore di minoranza è ritenuto da alcuni l'unico soggetto all'interno del CdA che può effettivamente risolvere il problema di agenzia nelle s.p.a. a struttura proprietaria concentrata<sup>68</sup>. Giova tuttavia sottolineare in questa sede come, oltre a non essere certa la nomina dell'amministratore di minoranza<sup>69</sup>, questa figura ha una funzione in realtà completamente diversa rispetto a quella dell'amministratore indipendente, così come intesa nel Codice di Autodisciplina. Il primo è sì realmente distante rispetto

---

<sup>66</sup> BELCREDI M., *Amministratori indipendenti, amministratori di minoranza, e dintorni*, in *Rivista delle Società*, II, 2005, p. 853 ss. Tale rischio è legato al meccanismo di nomina degli amministratori, che avviene ad opera dell'assemblea sulla base del voto di lista: gli indipendenti saranno dunque designati anche dai soci di maggioranza e, considerato che la revoca degli amministratori avviene *ad nutum*, salvo il risarcimento del danno in assenza di giusta causa, è molto probabile che anche gli indipendenti allineino le proprie posizioni al volere dei soci di controllo. In merito alle possibili inefficienze dell'amministratore indipendente, v. REGOLI D., *Gli amministratori indipendenti*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da ABBADESSA P. e PORTALE G.B., II, Torino, p. 385 ss., 2006; PRESTI G., MACCABRUNI F.F., *Gli amministratori indipendenti: mito e realtà nelle esperienze anglosassoni*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, I, 2003, p. 111 ss..

<sup>67</sup> Sulla figura dell'amministratore di minoranza e sul rapporto con la figura dell'amministratore indipendente v. OLIVIERI G., *Amministratori “indipendenti” e “di minoranza” nella legge sulla tutela del risparmio*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, I, 2006. Secondo alcuni Autori l'amministratore di minoranza è sicuramente non vicino ai soci di controllo perché non è nominato da questi ultimi e porta in consiglio le posizioni degli azionisti di minoranza (in particolare degli investitori istituzionali) facendo sì che in questa sede si realizzi una giusta composizione degli interessi contrastanti. *Contra*, chi sostiene che invece l'amministratore di minoranza porta in consiglio le istanze “particolari” di alcuni soci e presenta il rischio di comportamenti opportunistici. Nel nostro ordinamento, l'art. 147-ter, comma 3 del TUF prevede che venga eletto in consiglio almeno un amministratore “*espresso dalla lista di minoranza che abbia ottenuto il maggior numero di voti e non sia collegata in alcun modo, neppure indirettamente, con i soci che hanno presentato o votato la lista risultata prima per numero di voti*”. Si vedano in proposito MOSCO G. D., “*Corporate Governance*” e CdA nelle società aperte? Vanno rinforzati guardando al modello anglosassone. *Quello vero, però. Intervista a Paolo Scaroni*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, I, 2003, p. 207; STELLA RICHTER M. JR., *Considerazioni preliminari in tema di corporate governance e risparmio gestito*, in *Giurisprudenza Commerciale*, I, 2006, p. 203 ss., il quale sostiene che: “[...] nel sistema italiano l'amministratore indipendente per antonomasia è quello nominato dalle minoranze”.

<sup>68</sup> Sull'introduzione dell'amministratore di minoranza nel nostro ordinamento v. VENTORUZZO M., *La composizione del consiglio di amministrazione delle società quotate dopo il d. lgs. n. 303 del 2006: prime osservazioni*, in *Rivista delle Società*, 2007, p. 209 ss..

<sup>69</sup> Potrebbe infatti non esserci alcuna lista di minoranza che raggiunga un certo numero di voti sufficiente a designare uno dei candidati della stessa come amministratore.

agli azionisti di controllo, ma potrebbe portare in consiglio le posizioni e le istanze di una sola parte; il secondo dovrebbe invece contribuire alle decisioni con un'autonomia di giudizio che fa sì che non siano difesi gli interessi di un particolare gruppo di soggetti, ma sia realizzato l'interesse della società nel suo complesso<sup>70</sup>.

E' opportuno precisare in questa sede che l'autonomia di giudizio è in realtà generalmente richiesta a tutti i componenti dell'organo amministrativo: il *Companies Act* Inglese, riformato nel 2006, richiede ad esempio a tutti i *directors* una serie di “*general duties*” e, tra questi, il “*Duty to exercise independent judgement*”<sup>71</sup>; il Codice di Autodisciplina Italiano afferma, nel Commento all'art. 3, che l'indipendenza di giudizio è atteggiamento richiesto a tutti i membri del consiglio, esecutivi e non esecutivi. Ad un numero adeguato di non esecutivi, però, si richiede specificamente di soddisfare dei requisiti ben precisi, affinché questo atteggiamento possa essere in concreto assicurato al mercato. Ed è la *qualifica* di indipendente, attribuita ad alcuni componenti non esecutivi, ad essere ritenuta idonea dal Codice a garantire il mantenimento di un atteggiamento autonomo e non condizionato all'interno del consiglio di amministrazione.

Un altro aspetto da tenere in considerazione per comprendere il ruolo affidato agli amministratori indipendenti attiene alla funzione di supervisione sull'operato degli amministratori esecutivi e alle differenze con la funzione di controllo e vigilanza affidata ai membri del collegio sindacale. I consiglieri indipendenti non sono infatti meri controllori. Significativa in proposito appare una Comunicazione Consob del 2010<sup>72</sup> in cui l'Autorità ha definito la funzione

---

<sup>70</sup> RORDORF R., *Gli amministratori indipendenti*, in *Giurisprudenza Commerciale*, I, 2007, p. 143 ss.; BELCREDI M., *Amministratori indipendenti, amministratori di minoranza, e dintorni*, in *Rivista delle Società*, II, 2005, p. 853 ss.; qui l'Autore opera un confronto tra un sistema con amministratori indipendenti e un sistema con amministratori di minoranza e analizza costi e benefici dei due modelli. JAEGER P.G., MARCHETTI P., *Corporate Governance*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 1997, p. 635. L'amministratore di minoranza può inoltre presentare un ulteriore rischio: quello di paralizzare l'attività del consiglio attraverso manovre opportunistiche di mero disturbo da parte dei soci di minoranza, considerando comunque che il meccanismo del voto di lista permette che gli amministratori di minoranza siano più facilmente espressione di “minoranze qualificate”.

<sup>71</sup> COMPANIES ACT 2006, Part 10, *Charter 2*.

<sup>72</sup> Si tratta della Comunicazione Consob n. DEM/10046789 del 20 maggio 2010.

degli amministratori indipendenti come l’*“attività di sorveglianza dell’integrità e correttezza dei processi decisionali”*, che deve in ogni caso essere considerato separato e differente da quello dell’organo di controllo<sup>73</sup>. Il loro ruolo di monitoraggio e supervisione risulterebbe troppo vicino a quello dell’organo di controllo se non si sottolineasse, invece, che i consiglieri indipendenti sono innanzitutto amministratori, con gli stessi doveri e le stesse responsabilità degli altri amministratori. E’ questa la fondamentale ragione per cui l’autonomia di giudizio degli amministratori indipendenti è funzionale non soltanto a monitorare l’operato altrui (degli amministratori esecutivi) ma anche a contribuire in prima persona ad effettuare scelte imprenditoriali corrette e nell’esclusivo interesse della società e della generalità dei suoi azionisti<sup>74</sup>.

#### **1.6 Il ruolo degli amministratori indipendenti nel Regolamento parti correlate e la valutazione sulla convenienza dell’operazione e sulla relativa correttezza sostanziale e procedurale**

Le considerazioni sopra illustrate risultano fondamentali anche per analizzare il ruolo degli amministratori indipendenti nella disciplina sulle operazioni con parti correlate che, come visto, affida loro un ruolo determinante e anche più incisivo rispetto a quanto previsto dalle altre fonti del diritto che si sono occupate di questa materia<sup>75</sup>.

Sino all’entrata in vigore del Regolamento Consob nel 2010, la contribuzione dei consiglieri indipendenti al dibattito consiliare si è delineata

---

<sup>73</sup> Come noto, nel sistema di amministrazione e controllo c.d. “monistico” il ruolo degli amministratori indipendenti e dell’organo di controllo per certi versi coincide, tenuto conto dei doveri in capo ai componenti del comitato per il controllo interno per la gestione.

<sup>74</sup> Il Codice di Autodisciplina chiarisce in proposito che il compito degli amministratori indipendenti è di contribuire alle determinazioni del consiglio di amministrazione con un giudizio *“autonomo e non condizionato”*.

<sup>75</sup> Cfr. ESPOSITO S., *Le operazioni con parti correlate: regole sulla trasparenza e sul governo societario*, in *Rivista del diritto commerciale*, I, 2010, p. 876 e ss., PUCCI E., *Il parere degli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate: profili funzionali*, in *Rivista delle Società*, II-III, 2014.

sostanzialmente secondo due modalità. Da un lato, attraverso la normale partecipazione alle riunioni consiliari e l'apporto da parte di questi consiglieri degli elementi di "autonomia di giudizio" ed estraneità al *management* volti a consentire l'adozione di decisioni avulse da conflitti di interesse e condizionamenti di sorta. Dall'altro, attraverso la partecipazione ai comitati che il Codice di Autodisciplina raccomanda alle società quotate di costituire all'interno dell'organo amministrativo (comitato remunerazioni, comitato per il controllo e i rischi, comitato nomine), in linea con quanto richiesto anche dalla Raccomandazione Europea sugli amministratori non esecutivi del 2005, prevedendo la presenza dei consiglieri indipendenti nei suddetti comitati in misura almeno maggioritaria. Nell'ambito dei suddetti comitati gli amministratori hanno compiti per lo più consultivi, di formulazione di proposte al consiglio di amministrazione su determinate materie più "delicate" che si ritiene debbano essere adeguatamente ponderate dagli amministratori non esecutivi e indipendenti in una sede distante e del tutto separata dalla sede consiliare, nella quale poi le deliberazioni verranno successivamente adottate dal collegio nella sua interezza.

Nella disciplina sulle parti correlate vi è senza dubbio un richiamo a questo *modus operandi*. Qui però il ruolo degli amministratori indipendenti risulta ancor più incisivo, direi centrale<sup>76</sup>, avendo previsto addirittura un potere di "veto" (o semi-veto, se teniamo conto della possibilità di ricorrere al meccanismo del *whitewash* o della ipotesi delle operazioni di minore rilevanza) nelle operazioni di maggiore rilevanza. Mentre negli altri comitati di *governance* gli amministratori indipendenti assurgono ad un ruolo consultivo in cui le materie da analizzare sono frutto di un'attenta istruttoria finalizzata alla formulazione di proposte che verranno poi discusse dall'intero collegio, nel comitato parti correlate essi istruiscono, valutano, vengono coinvolti nelle trattative e, infine, si esprimono

---

<sup>76</sup> Sul ruolo centrale del parere degli amministratori indipendenti nell'ambito della disciplina sulle parti correlate v. GUIZZI G., *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi. Trasparenza, ponderazione e imparzialità nell'amministrazione di s.p.a.*, Quaderni romani di diritto commerciale, Milano, 2014, p. 75 e ss. il quale sottolinea come il parere in questione attribuisca un ruolo ben più ampio rispetto a quello "consultivo" tipico della partecipazione ai comitati interni al consiglio di amministrazione.; BIANCHI L.A., *Il T.U.F. e il Consiglio di amministrazione degli emittenti*, in *Rivista delle Società*, IV, 2014, p. 831 e ss..

sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale e procedurale dell'operazione, dando il loro assenso, ovvero esprimendo il loro dissenso sul suo compimento. Certamente il ruolo qui affidato alla componente indipendente dell'organo amministrativo è ancora più incisiva.

Questa scelta ha fatto discutere la dottrina già all'alba dell'entrata in vigore del Regolamento e sin dalla fase delle due consultazioni. Nella prima bozza di Regolamento, sottoposta a consultazione nel 2008, era prevista la partecipazione diretta dei consiglieri indipendenti alle trattative. Questa scelta era stata fortemente criticata dagli operatori del mercato e da autorevole dottrina che avevano ravvisato in tale soluzione uno "snaturamento" del ruolo dei consiglieri indipendenti che, in tal modo, avrebbero assunto ruoli esecutivi che non potevano in nessun modo caratterizzarli, pena la perdita della qualifica di indipendente. Nella seconda bozza di Regolamento la partecipazione è stata sostituita da un "coinvolgimento" degli indipendenti nelle trattative. La Comunicazione interpretativa emanata dalla Consob nel 2010 ha chiarito però che il coinvolgimento nelle trattative - mediante un flusso informativo tempestivo ed adeguato e attraverso la facoltà degli amministratori indipendenti di formulare domande al *management* esecutivo - costituisce il canone minimo cui le società devono attenersi nelle operazioni di maggiore rilevanza, ritenuto sufficiente per ritenere idonea l'istruttoria sull'interesse della società al compimento dell'operazione. Resta ferma, come è stato chiarito dalla Consob in sede di consultazione, la facoltà di prevedere anche forme più ampie e/o più incisive di coinvolgimento, ad esempio prevedendo in ogni caso la "*partecipazione personale*" dei consiglieri indipendenti, senza che questo possa incidere sulla la

loro qualifica come consiglieri non esecutivi<sup>77</sup>.

La dottrina ha tentato di inquadrare il ruolo degli amministratori indipendenti anche nel contesto delle operazioni con parti correlate. Molti Autori hanno sottolineato il ruolo chiave attribuito dalla Consob ai consiglieri indipendenti<sup>78</sup>. Alcuni hanno evidenziato come tale ruolo risulti di primaria importanza nell'*iter* deliberativo di approvazione delle operazioni con parti correlate, con l'effetto addirittura di scardinare i canonici rapporti tra consiglieri delegati, consiglieri non esecutivi e consiglio di amministrazione, portando ad una sorta di "svilimento" del ruolo degli organi delegati, attraverso l'inserimento di un nuovo comitato interno al consiglio di amministrazione che svolge un controllo preventivo sull'operazione e che talvolta agisce come filtro anche vincolante dell'intera operazione economica<sup>79</sup>. Al riguardo, è difficile affermare uno "svilimento" del ruolo dei consiglieri delegati. Tale affermazione fa i conti con una realtà del tutto diversa, che risulta coerente invece con il tipico assetto dei poteri interno alle società quotate, con l'attribuzione di un ruolo primario di indirizzo strategico e operativo all'amministratore delegato che propone le operazioni societarie e imposta l'intera strategia aziendale insieme al *management* esecutivo e al consiglio di amministrazione nel suo *plenum*. E' tuttavia indubbio quanto affermato da autorevole dottrina che non ha mancato di sottolineare come con il Regolamento Consob sia stato dato un contenuto

---

<sup>77</sup> Nell'Allegato 1 della Relazione illustrativa della Consob sull'analisi di impatto della regolamentazione si precisava che il coinvolgimento nelle trattative previsto dal Regolamento non richiede la partecipazione personale degli indipendenti. E' tuttavia fatta salva la facoltà di prevederlo nelle procedure societarie. In proposito la Consob ha chiarito: "*Non si ritiene, infatti, che la presenza fisica degli indipendenti alle trattative, finalizzata all'acquisizione diretta delle informazioni, possa snaturare il ruolo degli stessi facendo acquisire loro la qualifica di executive: a conferma di ciò si rammenta che nel vigente Codice di Autodisciplina è espressamente indicato, tra le best practices segnalate per assicurare la correttezza sostanziale delle operazioni con parti correlate, il ben più pregnante "affidamento delle trattative ad uno o più amministratori indipendenti" e, nello stesso tempo, è prevista la possibilità di considerare come non esecutivi e indipendenti anche gli amministratori che fanno parte di un comitato non esecutivo*".

<sup>78</sup> PUCCI E., *Il parere degli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate: profili funzionali*, in *Rivista delle Società*, II-III, 2014.

<sup>79</sup> MICHIELI N., *Gli amministratori indipendenti nel comitato parti correlate*, in *Giurisprudenza Commerciale*, V, 2014, p. 1027 ss..



sostanziale all’evanescente ruolo degli amministratori indipendenti<sup>80</sup>. Se, infatti, sino all’entrata in vigore del Regolamento Consob, risultava difficoltoso comprenderne il ruolo specifico in rapporto agli altri consiglieri, è fuor di dubbio che con la disciplina sulle parti correlate è stato attribuito agli indipendenti un ruolo sostanziale e concreto. Le regole procedurali previste dal Regolamento per le operazioni di maggiore e minore rilevanza si incentrano sul ruolo di questi consiglieri descrivendo le diverse fasi dell’attività che essi dovranno svolgere.

La dottrina ha analizzato la fase informativa e istruttoria del processo svolto da questi amministratori, oltre che quella di rilascio del parere sulla convenienza al compimento dell’operazione e sulla correttezza procedurale e sostanziale delle operazioni.

Quanto al primo aspetto è stata rilevata una chiara enfattizzazione del dovere di agire informati che fa capo a ciascun consigliere *ex art.* 2381, comma 6, del codice civile<sup>81</sup>. Si è rilevato, infatti, che l’art. 2381 cristallizza un dovere “generalizzato” di agire informato che garantisca parità informativa tra tutti i consiglieri<sup>82</sup>; il Regolamento Consob, invece, sembrerebbe portare alle estreme conseguenze tale dovere, richiedendo che al comitato parti correlate siano fornite le informazioni sull’operazione da esaminare in anticipo rispetto agli altri consiglieri e in una sede separata rispetto all’intero consiglio, così allontanandosi dal concetto di parità informativa che il codice intendeva raggiungere. L’effetto ha tuttavia la sua *ratio* nell’esigenza che i consiglieri indipendenti, chiamati ad esprimere una valutazione sull’operazione, abbiano a disposizione tutte le informazioni necessarie per effettuare le proprie scelte e ritengo che tale esigenza

---

<sup>80</sup> GAMBINO A., *Su taluni problemi in tema di gruppi*, in *Giurisprudenza Commerciale*, I, 2012, p. 5 e ss, ove si afferma con il Regolamento parti correlate la Consob ha attribuito “ampi poteri agli amministratori indipendenti così dando contenuto alla loro responsabilità ed evitando un ruolo solo formale della loro indipendenza”.

<sup>81</sup> ASSONIME, *La disciplina della Consob in materia di operazioni con parti correlate*, Circolare n. 38 del 6 dicembre 2010; PUCCI E., *Il parere degli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate: profili funzionali*, in *Rivista delle Società*, II-III, 2014.

<sup>82</sup> Sul dovere di agire informati cfr. CIAN G., TRABUCCHI A., *Commentario breve al Codice Civile, sub art. 2381*, Padova, 2014; MAFFEI ALBERTI A., *Commentario breve al Diritto delle Società*, Padova, 2015; SACCHI R., *Amministratori deleganti e dovere di agire in modo informato*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2008, p. 383.

non sia in contrasto con il più generale dovere di cui all'art. 2381, in quanto sempre funzionale ad assumere le decisioni consiliari con diligenza e nel rispetto dei compiti di ciascun attore del processo.

Quanto alla valutazione sulla convenienza dell'operazione e la sua correttezza sostanziale e procedurale, dalla lettura del Regolamento e degli autorevoli commenti al riguardo emerge come la natura e la portata del parere sia uno degli snodi centrali della disciplina sulle parti correlate<sup>83</sup>. Oggetto di indagine utile a interpretare correttamente il ruolo degli indipendenti nelle operazioni con parti correlate è in particolare il contenuto concreto della valutazione richiesta a questi consiglieri.

Ad un'attenta osservazione del Regolamento Consob sulle parti correlate l'impostazione statunitense in materia di doveri degli amministratori sembra non essere lontana. La previsione del Regolamento Consob del dovere dei consiglieri indipendenti di esprimere una valutazione "*sull'interesse della società al compimento dell'operazione nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni*", sembra infatti richiamare i concetti di *duty of care* e *duty of loyalty* cui sono tenuti tutti gli amministratori, oltre che il concetto di *fairness* ben noto al diritto statunitense<sup>84</sup>.

Allo stesso tempo è chiaro come nella valutazione in parola venga

---

<sup>83</sup> Per un'analisi incentrata proprio sul contenuto del parere degli amministratori indipendenti si veda PUCCI E., *Il parere degli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate: profili funzionali*, in *Rivista delle Società*, II-III, 2014. GUIZZI G., *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi. Trasparenza, ponderazione e imparzialità nell'amministrazione di s.p.a.*, Quaderni romani di diritto commerciale, Milano, 2014 ha sottolineato la centralità nel sistema di regole sulle parti correlate del parere degli amministratori indipendenti.

<sup>84</sup> Nel sistema statunitense un'operazione è *fair* quando risulti tale sia sul piano delle condizioni (*substantive fairness*) sia su quello delle modalità procedurali con le quali è stata decisa e realizzata (*procedural fairness*). Per *substantive fairness* si intende la correttezza economica dell'operazione, basando l'indagine sia sulle relative condizioni economiche sia sulla sussistenza dell'effettivo vantaggio per la società nel compimento dell'operazione. Per *procedural fairness* si intende il rispetto delle procedure previste per la sua correttezza e che si ritengono sussistenti quando: (i) vi sia trasparenza sulle caratteristiche dell'operazione e sugli interessi in conflitto dell'amministratore; (ii) vi l'operazione sia stata approvata da parte degli amministratori indipendenti; (iii) sia chiarito il ruolo dell'amministratore in conflitto di interessi nella definizione dell'operazione. Cfr. CONSOB, *Disciplina regolamentare di attuazione dell'art. 2391-bis del codice civile in materia di operazioni con parti correlate*, Documento di consultazione 9 aprile 2008, disponibile sul sito [www.consob.it](http://www.consob.it), p. 114; ASSONIME, *La disciplina della Consob in materia di operazioni con parti correlate*, Circolare n. 38 del 6 dicembre 2010, p. 67; JOHNSON S., LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A., *Tunneling*, NBER (National Bureau of Economic Research) Working paper no. 7523, 2000.

coinvolto il concetto di “interesse sociale” che tanto è discusso in dottrina e che permea i doveri degli amministratori in una costante dialettica tra correttezza in astratto di un’operazione economica e merito dell’operazione<sup>85</sup>. Non è mancato chi in proposito abbia sottolineato come il Regolamento parti correlate, facendo riferimento all’interesse per la società al compimento dell’operazione e alla relativa convenienza, abbia richiesto agli amministratori indipendenti di entrare nel merito dell’operazione, compito che dovrebbe invece spettare agli organi delegati e al consiglio di amministrazione nel sul *plenum*<sup>86</sup>. Altra parte della dottrina ha invece ridimensionato il ruolo dei consiglieri indipendenti sostenendo che l’esame preventivo dell’operazione non comporta che tali consiglieri entrino nel merito della stessa, essendo la decisione di merito affidata all’intero collegio, in coerenza con il sistema dei rapporti tra organi sociali oggi vigente<sup>87</sup>.

La dottrina, più in generale, si è interrogata soprattutto sul significato da attribuire ai concetti di convenienza e correttezza sostanziale delle operazioni con parti correlate. Nel contenuto della valutazione degli amministratori indipendenti risiede probabilmente lo snodo centrale dell’intera regolamentazione in materia di

---

<sup>85</sup> Per una ricostruzione delle tesi dottrinali inerenti il concetto di interesse sociale e lo sviluppo delle teorie contrattualiste e istituzionaliste v. PREITE D., *Abuso di maggioranza e conflitto d’interessi del socio nelle società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da COLOMBO G.E. e PORTALE G.B., Torino, III, 1998, p. 3 e ss.; COTTINO G., *Contrattualismo e istituzionalismo (variazioni sul tema da uno spunto di Giorgio Oppo)*, in *Rivista delle Società*, 2005, p. 693 e ss.; COSSU M., *Società aperte e interesse sociale*, Torino, 2006, p. 162 e ss.; ANGELICI C., *Interesse sociale e business judgment rule*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, IV, 2012; ROSSI G., *Competizione regolamentare e contrattualizzazione del diritto societario*, in *Rivista delle Società*, I, 2016, p. 3 e ss..

<sup>86</sup> ASSONIME, *La disciplina della Consob in materia di operazioni con parti correlate*, Circolare n. 38 del 6 dicembre 2010, p. 67, ove è stato sottolineato come “La scelta realizzata dalla Consob relativamente al contenuto del parere e, conseguentemente, al ruolo da attribuire agli amministratori indipendenti sembra al limite della delega. Il Codice civile ha infatti delegato la Consob ad emanare principi ai quali i consigli degli emittenti soggetti a tale disciplina devono ispirarsi per adottare regole volte ad assicurare “la correttezza sostanziale e procedurale” delle OPC mentre non fa riferimento alcuno ai profili che attengono all’interesse sociale o al compimento dell’operazione”. MARCHETTI P., *Il crescente ruolo delle autorità di controllo nella disciplina delle società quotate*, in *Rivista delle Società*, I, 2016, p. 33 e ss. ha affermato più in generale che la disciplina dettata dalla Consob in materia di parti correlate abbia aperto la strada per un controllo di merito della gestione sociale degli emittenti che in realtà non sarebbe consentito, dovendo i poteri dell’Autorità trovare “il limite della non sindacabilità”. V. anche l’analisi di MONTALENTI P., *Corporate governance, sistema dei controlli interni e ruolo della Consob: da garante della trasparenza a presidio della correttezza della gestione?*, in *Rivista delle Società*, I, 2015, p. 120 e ss..

<sup>87</sup> PUCCI E., *Il parere degli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate: profili funzionali*, in *Rivista delle Società*, II-III, 2014.

operazioni con parti correlate e tale aspetto dovrà essere attentamente approfondito al fine di ricavarne utili criteri per delineare il corretto comportamento degli amministratori in situazioni di potenziale conflitto di interessi. Basti per il momento sottolineare, da un lato, che la correttezza sostanziale e procedurale di un'operazione societaria ha a che vedere con il perseguimento dell'interesse sociale, per la ragione che assicurare l'adozione della scelta economica secondo un corretto procedimento e protetta dall'influenza di interessi in conflitto dovrebbe costituire garanzia del perseguimento dell'interesse della società<sup>88</sup>. Dall'altro, occorre tenere sempre a mente la qualificazione dei consiglieri indipendenti innanzitutto come *amministratori* che, come gli altri consiglieri, hanno il dovere di perseguire l'interesse della società e il potere di decidere nel merito, effettuando scelte imprenditoriali. Il Regolamento parti correlate utilizza quindi i canoni "classici" applicabili ai compiti dell'organo amministrativo, aggiungendo l'elemento dell'indipendenza a protezione della società dai potenziali conflitti di interesse.

Un altro interessante interrogativo che è naturale porsi alla luce di queste preliminari considerazioni attiene alla eventualità che la regolamentazione Consob in materia di parti correlate abbia creato una sorta di nuova "categoria" di amministratori con specifici ruoli e specifiche responsabilità. E se, in definitiva, gli amministratori indipendenti possano essere ritenuti titolari di una "posizione di garanzia" nei confronti dell'interesse sociale e di tutti i soci. Se forse il sistema di norme oggi vigente può rendere arduo individuare una vera e propria posizione di garanzia in capo agli amministratori indipendenti (anche se non mancano orientamenti vicini a questa visione nelle pronunce giurisprudenziali che si sono occupate degli amministratori non esecutivi, soprattutto con riferimento al dovere di agire informati e alla necessità di costruire assetti organizzativi adeguati a

---

<sup>88</sup> ANGELICI C., *Interesse sociale e business judgment rule*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, IV, 2012, p. 573 e ss; MONTALENTI P., *Operazioni con parti correlate*, in *Giurisprudenza Commerciale*, III, 2011.

consentire di svolgere il ruolo di monitoraggio ad essi affidato<sup>89</sup>) è certamente significativo e inedito il ruolo attribuito dalla regolamentazione parti correlate agli amministratori indipendenti. Un ruolo attivo, che apre la strada ad una concreta verifica dell'efficienza ed efficacia di questa figura nel sistema di *corporate governance* delle società quotate<sup>90</sup>. Significativo al riguardo è quanto affermato proprio dagli autori che hanno criticato la figura dell'amministratore indipendente sostenendo la sua inutilità. Questi Autori hanno individuato il problema dell'inefficienza di tale ruolo nella sostanziale inattività dei consiglieri

---

<sup>89</sup> GAMBINO A., *Su taluni problemi in tema di gruppi*, in *Giurisprudenza Commerciale*, I, 2012, p. 5 e ss., ha sottolineato come il Regolamento Consob sulle parti correlate abbia in definitiva reso gli amministratori indipendenti "garanti nei confronti del mercato della convenienza e della correttezza sostanziale delle operazioni con una precisa responsabilità a loro carico", responsabilità che a sua volta si pone a garanzia dei requisiti di indipendenza agli stessi richiesti dalla normativa. Si veda inoltre quanto da ultimo affermato in giurisprudenza con la nota sentenza della Corte di Cassazione del 2013 in tema di responsabilità degli amministratori non esecutivi di una banca, v. Cass., 5 febbraio 2012, n. 2737 secondo la quale: "I consiglieri di amministrazione privi di deleghe hanno l'obbligo di acquisire le informazioni necessarie affinché, nelle società bancarie, sia assicurato un governo efficace dei rischi ed un monitoraggio delle scelte compiute dai delegati, anche al fine dell'esercizio collegiale dei poteri di direttiva ed avocazione". Nella si legge anche: "In tema di sanzioni amministrative previste dall'art. 144 d.lg. 1° settembre 1993 n. 385, il dovere di agire informati dei consiglieri non esecutivi delle società bancarie, sancito dall'art. 2381, commi 3 e 6, e 2392 c.c. non va rimesso, nella sua concreta operatività, alle segnalazioni provenienti dai rapporti degli amministratori delegati, giacché anche i primi devono possedere ed esprimere costante e adeguata conoscenza del business bancario e, essendo compartecipi delle decisioni di strategia gestionale assunte dall'intero consiglio, hanno l'obbligo di contribuire ad assicurare un governo efficace dei rischi di tutte le aree della banca e di attivarsi in modo da poter efficacemente esercitare una funzione di monitoraggio sulle scelte compiute dagli organi esecutivi non solo in vista della valutazione delle relazioni degli amministratori delegati, ma anche ai fini dell'esercizio dei poteri, spettanti al consiglio di amministrazione, di direttiva o avocazione concernenti operazioni rientranti nella delega". La nota a sentenza è di MINTO A., *La speciale natura dell'incarico amministrativo in banca tra limitazioni alla discrezionalità organizzativa e vincoli sull'agire in modo informato*, in *Giurisprudenza Commerciale*, I, 2015, p. 27 e ss.

<sup>90</sup> REGOLI D., *Gli amministratori indipendenti*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, a cura di ABBADESSA P. e PORTALE G.B., II, Torino, 2006, p. 385 riconosce la specificità del ruolo dei consiglieri indipendenti evidenziando più in generale che "l'attuale disciplina degli amministratori nelle società per azioni non è più descrivibile (se mai lo è stata) come un insieme di regole uniformi, indistintamente applicabili a tutti e a ciascuno dei membri dell'organo amministrativo. Invero, più che offrire un unico e generale statuto applicabile ad ogni amministratore, l'evoluzione del diritto azionario ha ormai fatto emergere una pluralità di figure o di categorie di amministratori, ciascuna constatata non soltanto da una propria diversa missione o identità sociologica, ma anche da una disciplina giuridica propria e differenziata quanto a requisiti soggettivi, funzioni, doveri e di conseguenza anche regole di responsabilità". L'A. giunge a voler individuare lo "statuto speciale" applicabile agli amministratori indipendenti al fine di delineare una vera e propria figura professionale con compiti specifici.

indipendenti<sup>91</sup> e nella loro eccessiva lontananza dall'operatività sociale. Nelle operazioni con parti correlate, come visto, i consiglieri indipendenti hanno un ruolo decisamente attivo e più vicino all'operatività di gestione rispetto a quanto sino ad ora si era previsto a livello legislativo e di prassi applicativa, in ragione del loro dovere di essere coinvolti nelle trattative e intrattenere flussi informativi intensi e costanti con il *management* per rilasciare il proprio parere sull'operazione. Non a caso, un altro autorevole Autore<sup>92</sup> ha individuato due tipi di valutazioni in cui è utile un intervento degli amministratori indipendenti: (i) sulle operazioni straordinarie, (ii) sulle operazioni con parti correlate.

### **1.7 Profili di responsabilità nella disciplina sulle operazioni con parti correlate**

L'art. 2391-*bis* evidenzia, a scanso di equivoci, che *“l'organo di controllo vigila sull'osservanza delle regole adottate ai sensi del primo comma e ne riferisce nella relazione all'assemblea”*. Il dovere di vigilanza in capo all'organo di controllo poteva evincersi anche dal sistema delle norme vigenti. Mi riferisco, in particolare, al dovere del collegio sindacale di vigilare sul rispetto della legge e dei principi di corretta amministrazione di cui agli artt. 2403 del codice civile e 149, comma 1, del TUF. E' chiaro, infatti, che le violazioni delle regole sulle operazioni con parti correlate configurano una violazione di legge, così come dei principi che devono ispirare la corretta amministrazione. E tuttavia, il legislatore della riforma ha sentito l'esigenza di esplicitarlo e chiarirlo, stante la peculiare

---

<sup>91</sup> BAINBRIDGE A., *A Critique of the NYSE's Director Independence Listing Standards*, Research Paper no. 02-15, reperibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com); REGOLI D., *Gli amministratori indipendenti*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, a cura di ABBADESSA P. E PORTALE G.B., II, Torino, 2006, p. 393 e *Gli amministratori indipendenti tra fonti private e fonti pubbliche e statuali*, in *Rivista delle Società*, 2008, p. 387. Nonostante le criticità evidenziate, quest'ultimo Autore conferma il proprio *favor* per un sistema basato sulla figura dell'amministratore indipendente, anche se la stessa non può essere considerata l'unica soluzione per un adeguato sistema di controllo e gestione in una società per azioni.

<sup>92</sup> DENOZZA F., *Quale “funzione” per gli amministratori indipendenti?*, in *Economia e Politica Industriale*, III, 2008, p. 109.

struttura della normativa che prevede l'adozione di regole di carattere endosocietario.

L'art. 4 del Regolamento Consob ribadisce il concetto quando afferma che *“L'organo di controllo vigila sulla conformità delle procedure adottate ai principi indicati nel presente regolamento nonché sulla loro osservanza e ne riferisce all'assemblea ai sensi dell'articolo 2429, secondo comma, del codice civile ovvero dell'art. 153 del Testo unico”*.

Se i compiti di vigilanza dell'organo di controllo sono indicati dal legislatore, il codice civile non definisce esplicitamente i profili di responsabilità derivanti dalla violazione delle norme in materia di operazioni con parti correlate. La difficoltà interpretativa è data proprio dalla particolare tecnica legislativa che attribuisce alle società la responsabilità di adottare delle regole di carattere endosocietario nel rispetto dei principi generali fissati dalla Consob<sup>93</sup>.

La dottrina ha individuato profili di responsabilità nella possibilità di impugnazione delle delibere assembleari o consiliari eventualmente in contrasto con la disciplina in commento, ai sensi degli artt. 2377 e 2388 del codice civile<sup>94</sup>. La deliberazione del consiglio che violi le regole in materia di parti correlate sarebbe infatti *“contraria alla legge”* ex art. 2388 e quindi impugnabile; così la delibera assembleare di approvazione di un'operazione con parti correlate in violazione di alcune delle norme che ne disciplinano l'*iter* procedimentale. In proposito si è precisato che il contenuto dell'art. 2391-bis, norma di carattere imperativo, deve essere determinato *per relationem*<sup>95</sup>.

Quanto alla eventuale opponibilità ai terzi di un atto compiuto in violazione dei principi di cui all'art. 2391-bis, è stata affermata l'applicabilità dell'ultimo comma dell'art. 2388 secondo cui sono in ogni caso salvi i diritti acquistati in

---

<sup>93</sup> Così CIAN G., TRABUCCHI A., *Commentario breve al Codice Civile*, Padova, 2014; BONELLI F., *sub art. 2391 bis*, in *Codice Civile Commentato*, a cura di ALPA G., MARICONDA V., Milano, 2005, pp. 1225-1226.

<sup>94</sup> Si veda ancora CIAN G., TRABUCCHI A., *Commentario breve al Codice Civile*, *sub art. 2391-bis*, Padova, 2014.

<sup>95</sup> VENTORUZZO M., *sub art. 2391-bis*, in *Commentario alla riforma del diritto societario* diretto da MARCHETTI P., BIANCHI L.A., GHEZZI F., NOTARI M., Milano, 2005.

buona fede dai terzi<sup>96</sup>.

Sia la mancata adozione della procedura che la violazione, nella fase di approvazione delle operazioni con parti correlate in violazione della disciplina applicabile possono inoltre configurare un fatto censurabile da denunciare al collegio sindacale *ex art.* 2408 e tali circostanze potrebbero costituire gli estremi per la denuncia al tribunale *ex art.* 2409<sup>97</sup> ed essere fonte di responsabilità per danni sia per gli amministratori che per l'organo di controllo.

Si è affermato che possa naturalmente ingenerarsi una responsabilità *ex art.* 2392 e ss. in capo agli amministratori, laddove ve ne siano i presupposti ovvero in capo agli stessi sindaci, laddove non abbiano ottemperato ai propri doveri di vigilanza. Ciò comporterà che, ove il giudice rilevi una violazione delle regole e/o principi del Regolamento Consob sulle parti correlate, potrà egli passare al sindacato della correttezza sostanziale dell'operazione, prendere in esame le conseguenze dannose verificatesi e allocare le responsabilità individuali degli amministratori in base al principio della loro diversificazione e graduazione in ragione del personale contributo causale apportato, dovendosi quindi distinguere tra consiglieri esecutivi che hanno negoziato e proposto l'operazione e amministratori indipendenti che hanno istruito l'operazione e rilasciato il proprio parere preventivo e i restanti consiglieri<sup>98</sup>.

Viene qui in rilievo la necessità di delineare gli specifici profili di responsabilità in capo ai diversi componenti del consiglio di amministrazione coinvolti, in diverse vesti, nell'approvazione di un'operazione con parti correlate che si sia rivelata dannosa.

La riforma del diritto societario del 2003, come noto, ha rafforzato i doveri in capo ai consiglieri delegati rispetto ai consiglieri non esecutivi, distinguendo i

---

<sup>96</sup> VENTORUZZO M., *sub art. 2391-bis*, in *Commentario alla riforma del diritto societario* diretto da MARCHETTI P., BIANCHI L.A., GHEZZI F., NOTARI M., Milano, 2005.

<sup>97</sup> MAUGERI M., *Le operazioni con parti correlate nei gruppi societari*, in *Rivista del Diritto Commerciale*, I, 2010, p. 904.

<sup>98</sup> MAFFEI ALBERTI A., *Commentario breve al Diritto delle Società*, Padova, 2015, p. 726; Trib. Milano 20 dicembre 2013 (caso Fondiaria Sai).



relativi ruoli (con il nuovo art. 2381 del codice civile)<sup>99</sup> e, di conseguenza, le relative responsabilità. Tenendo in debito conto la notevole differenza che vi può essere tra i compiti svolti dai consiglieri esecutivi e quelli che competono ai consiglieri non esecutivi, la nuova formulazione dell'art. 2392 del codice civile ha operato una netta distinzione tra i diversi soggetti coinvolti nella gestione sociale. L'intento è, da un lato, di evitare una eccessiva e indebita estensione della responsabilità anche nei confronti di chi, nel caso concreto, non essendo deputato alle attività gestorie in via diretta, non poteva essere a conoscenza di elementi informativi che facessero emergere il pericolo di un pregiudizio. Dall'altro, non si vuole raggiungere il risultato di un totale esonero da ogni responsabilità in relazione agli eventi dannosi, che sono il frutto di una decisione in sede collegiale che vede coinvolti tutti gli amministratori<sup>100</sup>.

L'art. 2392 prevede, dunque, che la responsabilità dei singoli amministratori risulti commisurata alla natura dell'incarico, alle specifiche competenze e alle funzioni "in concreto" attribuite a ciascun consigliere<sup>101</sup>.

In presenza di un'operazione con parti correlate pregiudizievole, potranno, dunque, delinearsi diversi profili di responsabilità nei confronti della società.

Gli amministratori esecutivi hanno progettato l'operazione, condotto le trattative, determinato le condizioni e i termini della transazione, sono in possesso di un quadro informativo completo e approfondito e si sono resi promotori dell'operazione nei confronti del consiglio di amministrazione. In capo a tali consiglieri può determinarsi una responsabilità "piena" laddove sia possibile

---

<sup>99</sup> Se, infatti, i consiglieri esecutivi hanno il compito di "curare" un adeguato assetto organizzativo e di controllo della società, i consiglieri privi di deleghe operative, invece, "valutano" l'adeguatezza degli assetti. Questi ultimi si pongono, dunque, in una posizione di supervisione e monitoraggio dell'operato degli amministratori delegati che si riflette anche sulla relativa responsabilità. V. in proposito BONELLI F., *Gli amministratori di S.p.A., a dieci anni dalla riforma del 2003*, Milano, 2013.

<sup>100</sup> REGOLI D., *Gli amministratori indipendenti*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, a cura di ABBADESSA P. E PORTALE G.B., II, Torino, 2006, p. 432 che si riferisce al rischio di "irresponsabilità" degli amministratori indipendenti e a quello opposto di un sostanziale appiattimento della responsabilità di questi amministratori sui comportamenti degli amministratori esecutivi.

<sup>101</sup> Si veda in proposito, per tutti, MARCHETTI C. a cura di, *La responsabilità degli amministratori nelle società di capitali*, Torino, 2015.

provare la sussistenza del nesso causale tra la relativa condotta e l'eventuale danno derivante dalla conclusione dell'operazione.

Per i consiglieri non esecutivi, occorre effettuare un ulteriore distinguo nel caso delle operazioni con parti correlate. La generalità dei consiglieri non esecutivi che, assunti i necessari elementi informativi in consiglio, hanno contribuito all'approvazione dell'operazione, risponderanno degli eventuali danni arrecati laddove sia dimostrato che tali consiglieri, di fronte al sospetto, al dubbio, agli elementi di anomalia emersi dalle informazioni acquisite, non si sono attivati per impedire l'evento dannoso. Profili di responsabilità potranno emergere anche quando l'amministratore senza deleghe non ha ottemperato al dovere di agire informato<sup>102</sup> perché non ha acquisito tutte le informazioni necessarie a formarsi un ragionevole convincimento sull'operazione oppure, avendo il sospetto di possibili anomalie, non ha richiesto ulteriori informazioni al *management*. Qui il dovere di agire informati *ex art.* 2381, comma 6, del codice civile, costituisce l'elemento principale per misurare la responsabilità degli amministratori senza deleghe<sup>103</sup>.

Tra i consiglieri senza deleghe, occorrerà infine individuare la eventuale

---

<sup>102</sup> MONTALENTI P., *Corporate governance, sistema dei controlli interni e ruolo della Consob: da garante della trasparenza a presidio della correttezza della gestione?*, in *Rivista delle Società*, I, 2015, p. 120 e ss. ricorda come “in materia di responsabilità degli amministratori la ricostruzione delle condotte non soltanto è effettuata, sotto il profilo probatorio, in base alla “tracciabilità documentale” ma anche, sotto il profilo dell'imputazione dell'elemento soggettivo, sul piano delle omissioni o carenze nella acquisizione, richiesta e valutazione delle informazioni”.

<sup>103</sup> BONELLI F., *Gli amministratori di S.p.A., a dieci anni dalla riforma del 2003*, Milano, 2013. Alcune pronunce giurisprudenziali, soprattutto in ambito penale, si sono occupate della responsabilità degli amministratori senza deleghe e della violazione del dovere di agire informati. Si vedano in particolare Cass. 29 novembre 1990, in *Cassazione Penale*, 1991 (caso Sindona); Cass. 14 luglio 1998 n. 8327 in *Cassazione Penale*, 1999 (caso Banco Ambrosiano); nelle due sentenze citate alcuni amministratori non esecutivi sono stati condannati per essere rimasti inerti di fronte alla conoscenza dei fatti illeciti, o comunque di fronte a inequivocabili segnali d'allarme. A seguito della riforma del 2003, la Corte di Cassazione ha adottato un orientamento più flessibile: si vedano ad esempio Cass. 19 giugno 2007, n. 23838, in *Rivista delle Società*, 2009 (caso Bipop-Carire), che ha assolto gli amministratori non esecutivi ripercorrendo proprio la porta innovatrice della riforma del 2003 negli artt. 2381 e 2392 del codice civile e sostenendo che la responsabilità dell'amministratore ha due presupposti necessari: la rappresentazione dell'evento e l'omissione consapevole di impedirlo, sussistendo quindi l'onere dell'accusa di dimostrare la presenza di segnali “perspicui e peculiari” in relazione all'evento illecito. Ancora, in merito al caso Parmalat si è pronunciato il Tribunale di Milano con sentenza del 18 dicembre 2008, parzialmente modificata da Appello Milano 14 luglio 2010 a sua volta modificata da Cass. 20 luglio 2011 n. 28932. Il Tribunale di Milano ha richiamato la sentenza Bipop-Carire richiedendo una conoscibilità dei fatti illeciti per affermare la responsabilità degli amministratori non esecutivi.

specifica responsabilità in capo ai consiglieri indipendenti che hanno istruito l'operazione con parti correlate e hanno rilasciato il parere sull'interesse della società al compimento dell'operazione e sulla sua correttezza sostanziale e procedurale. Fermi restando, infatti, i canoni di responsabilità delineati da dottrina e giurisprudenza per gli amministratori senza deleghe, non si può non tenere in debita considerazione che, per i componenti del comitato chiamato a valutare preventivamente l'operazione, le disposizioni regolamentari adottate dalla Consob hanno delineato uno specifico ruolo in capo a tali consiglieri che si riflette inevitabilmente sul livello di diligenza professionale loro richiesto e sulla relativa responsabilità nel caso in cui gli stessi non abbiano ottemperato ai loro doveri. In sostanza, i doveri di operare con la diligenza professionale richiesta dalla natura del loro incarico e di agire informati si arricchiscono in questa ipotesi di ulteriori elementi – la partecipazione al comitato parti correlate, da un lato, e il rafforzamento delle informazioni ricevute durante la fase istruttoria dall'altro – che delimiteranno una responsabilità che può eventualmente rilevarsi “rafforzata”, in dipendenza del caso concreto preso in considerazione<sup>104</sup>.

Guardando infine ai poteri sanzionatori in capo all'Autorità di Vigilanza per la eventuale violazione della disciplina in materia di operazioni con parti correlate, è bene ricordare che anche sotto questo aspetto il legislatore ha previsto una sorta di “doppio binario”: la violazione delle regole di trasparenza da un lato e la violazione delle regole procedurali dall'altro.

In caso di violazione delle regole inerenti la trasparenza delle operazioni con parti correlate, la Consob ha il potere di sanzionare gli emittenti invocando

---

<sup>104</sup> GAMBINO A., *Su taluni problemi in tema di gruppi*, in *Giurisprudenza Commerciale*, I, 2012, ha ravvisato nella disciplina italiana in materia di operazioni con parti correlate “una integrazione della sfera di responsabilità amministrativa nell'ambito dei doveri fiduciari posti dalla disciplina generale”. Più in generale, prescindendo dalla disciplina sulle parti correlate REGOLI D., *Gli amministratori indipendenti*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, a cura di ABBADESSA P. E PORTALE G.B., II, Torino, 2006, p. 433 individua in capo agli amministratori indipendenti una responsabilità specifica, connaturata alla natura dell'incarico concretamente assunto, essendo tali amministratori tenuti ad un “*modello di comportamento più qualificato*”. Nel caso dei consiglieri partecipanti al comitato parti correlate, dunque, l'incarico “concretamente assunto” costituirà il necessario parametro di diligenza professionale su cui valutare la relativa responsabilità.

l'art. 193, comma 1, del Tuf<sup>105</sup>. La sanzione amministrativa risulta applicabile nei confronti degli emittenti che, violando gli obblighi regolamentari di trasparenza - ad esempio in caso di mancata pubblicazione del documento informativo relativo ad un'operazione di maggiore rilevanza o in caso di pubblicazione di un documento carente dal punto di vista delle informazioni richieste dal Regolamento - violano l'art. 114 del Tuf. La sanzione in parola è applicabile anche quando la società diffonda un comunicato stampa *price sensitive* avente ad oggetto un'operazione con parti correlate ma ometta di indicare le informazioni previste dall'art. 6 del Regolamento.

L'emittente non è invece indicato dalla legge come il soggetto giuridico cui è possibile comminare una sanzione per le violazioni che spesso possono rivelarsi le più gravi, vale dire le violazioni delle regole procedurali. Per questo genere di violazioni risponderà di fronte all'Autorità di vigilanza esclusivamente l'organo di controllo, nel caso in cui i suoi componenti non abbiano vigilato correttamente sul rispetto della legge e della procedura interna adottata dalla società, ovvero nel caso in cui l'organo di controllo non abbia comunicato alla Consob le eventuali irregolarità riscontrate nel corso della propria attività di vigilanza, ai sensi

---

<sup>105</sup> MALTONI A., *sub art. 193 Tuf*, in *Commentario al T.U.F. Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni*, a cura di VELLA F., Torino, 2012, p. 1877; GIALLONGO A., *Informazione societaria e doveri dei sindaci, dei revisori legali e delle società di revisione legale*, in *Il testo unico della finanza*, a cura di FRATINI M., GASPARRI G., Torino, 2012, p. 2620 e ss.

dell'art. 149, commi 1 e 3, del Tuf<sup>106</sup>. Naturalmente all'organo di controllo potranno essere comminate delle sanzioni amministrative anche nel caso in cui abbia omesso di vigilare sul rispetto delle regole di trasparenza.

I "grandi esclusi" dal sistema sanzionatorio della Consob restano i consiglieri di amministrazione che la legge non prevede possano essere chiamati a rispondere per la violazione della disciplina in esame. E' forse questo il vero punto debole dell'intera regolamentazione che ha perso la sua efficacia per l'assenza di reali disincentivi al perseguimento di operazioni di conflitto nei confronti dei primi responsabili delle operazioni medesime. Tali considerazioni risultano ancora più rafforzate se si prende in considerazione la scarsa effettività dei rimedi giudiziali dell'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori ritenuti responsabili degli eventi dannosi.

E' importante tener conto che il sistema sanzionatorio applicabile alle fattispecie esaminate ha subito di recente un profondo cambiamento in recepimento della Direttiva c.d. CRD IV (*Capital requirements Directive*)<sup>107</sup>.

---

<sup>106</sup> BENATTI L., *sub art. 149 Tuf*, in *Commentario al T.U.F. Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni*, a cura di VELLA F., Torino, 2012, p. 1609 e ss., DE ANGELIS L., *Doveri*, in *Il testo unico della finanza*, a cura di FRATINI M., GASPARRI G., Torino, 2012, p. 1995 e ss..

In proposito, MARCHETTI P., *Il crescente ruolo delle autorità di controllo nella disciplina delle società quotate*, in *Rivista delle Società*, I, 2016, p. 33 e ss., ha sottolineato come attribuire al Collegio Sindacale la responsabilità di comunicare una irregolarità alla Consob in materia di operazioni con parti correlate (o di altre operazioni compiute in violazione dei principi di corretta gestione societaria) possa finire implicitamente per tradursi in un giudizio di merito dell'organo di controllo sulla correttezza o meno di un'operazione gestionale. Pur riconoscendo che il confine tra legittimità e merito nelle operazioni con parti correlate possa risultare di difficile delineamento quando si parla di "correttezza sostanziale" delle stesse, non ritengo tuttavia sia possibile interpretare il dovere dell'organo di controllo di comunicazione delle irregolarità all'Autorità di vigilanza in questo senso. In primo luogo, infatti, l'organo di controllo sarà chiamato a comunicare tempestivamente alla Consob ogni violazione inerente le regole procedurali e di trasparenza dettate dal Regolamento parti correlate; si tratta in sostanza, di aspetti che prescindono dal merito dell'operazione, ma che sono funzionali a garantire che il processo decisionale risulti corretto. In secondo luogo, anche le irregolarità in termini di correttezza sostanziale delle operazioni si tradurranno in una verifica di "adeguatezza" della valutazione svolta dall'organo gestorio che si traduce pur sempre in una vigilanza sulla legittimità del processo.

<sup>107</sup> Con il D.Lgs. n. 72 del 12 maggio 2015 è stata recepita in Italia la direttiva c.d. CRD IV sui requisiti di capitale delle banche e delle imprese di investimento. L'art. 6, comma 2, del D.Lgs. n. 72/2015 dispone che le modifiche apportate si applicano alle violazioni commesse dopo l'entrata in vigore delle disposizioni adottate dalla Consob e dalla Banca d'Italia secondo le rispettive competenze ai sensi dell'art. 196-bis del Tuf. In recepimento di tale norma la Consob ha adottato la Delibera n. 19521 del 24 febbraio 2016, in vigore dall'8 marzo 2016 che ha modificato il Regolamento sul procedimento sanzionatorio.

Per quanto concerne le sanzioni applicabili in caso di violazione delle regole di trasparenza, il nuovo testo dell'art. 193 del Tuf prevede l'applicabilità alla persona giuridica di diversi tipi di sanzioni, oltre a quella amministrativa pecuniaria (che va da euro cinquemila a dieci milioni, o se superiore fino al cinque per cento del fatturato complessivo annuo). Si prevede infatti la possibilità di applicare anche la misura della *“dichiarazione pubblica indicante la persona giuridica responsabile della violazione e la natura della stessa”* e quella dell'*“ordine di eliminare le infrazioni contestate, con eventuale indicazione delle misure da adottare e del termine per l'adempimento, e di astenersi dal ripeterle, quando le infrazioni stesse siano connotate da scarsa offensività o pericolosità”* (art. 193, comma 1, lett. a) e b)). Per le stesse violazioni sono applicabili le sanzioni amministrative previste dal comma 1.1. del medesimo articolo 193 ai soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, di direzione o di controllo, nonché del personale, *“qualora la loro condotta abbia contribuito a determinare dette violazioni da parte della persona giuridica”* ma soltanto se la condotta ha inciso in modo rilevante sulla complessiva organizzazione o sui profili di rischio aziendali, ovvero ha provocato un grave pregiudizio per la tutela degli investitori o per l'integrità ed il corretto funzionamento del mercato.

Resta fermo quanto già previsto per i presupposti di applicabilità delle sanzioni amministrative pecuniarie nei confronti dei componenti l'organo di controllo, prevedendo l'applicazione di una sanzione da euro diecimila a euro un milione e cinquecentomila (art. 193, comma 3, che prima rinviava alla sanzione prevista dal comma 2, da euro venticinquemila a euro duemilionicinquecentomila).

Il risultato del nuovo impianto sanzionatorio voluto dal legislatore comunitario sembra andare nella direzione di un inasprimento delle regole nei confronti delle persone giuridiche per la violazione delle regole di *disclosure* e di un'applicazione selettiva delle sanzioni nei confronti delle persone fisiche direttamente responsabili delle violazioni. Le persone fisiche, legate da un rapporto organico con l'emittente, eventualmente responsabili saranno

destinatario di sanzioni solo nel caso in cui (i) sia stato prodotto un grave pregiudizio per la tutela degli investitori e per l'integrità e il corretto andamento del mercato e (ii) sussista un nesso causale tra la condotta della persona e il pregiudizio arrecato. Probabilmente si tratterà di una *probatio* diabolica.

Interessanti appaiono le ulteriori misure sanzionatorie applicabili nei confronti degli emittenti che mirano evidentemente ad incidere sulla sfera reputazionale. Quanto alle sanzioni applicabili nei confronti dei componenti l'organo di controllo, si registra invece un abbassamento del minimo e del massimo edittale applicabili.

Sarà possibile vagliare l'efficacia del nuovo impianto sanzionatorio solo dopo un congruo lasso di tempo di applicazione. E' difficile tuttavia che le nuove regole sanzionatorie possano sortire effetti dirompenti quanto ad effettività della disciplina, soprattutto in ragione dell'assenza di efficaci deterrenti nei confronti dei comportamenti opportunistici e in conflitto di interessi.

## CAPITOLO SECONDO

### LE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE DI GRUPPO

#### 2.1 Operazioni con parti correlate di gruppo: funzione economica e possibili rischi

Le operazioni con parti correlate si configurano essenzialmente come un fenomeno di gruppo<sup>108</sup>.

L'affermazione appena enunciata è confermata dai dati empirici. L'analisi dei documenti informativi aventi ad oggetto operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza pubblicati dalle società quotate dall'entrata in vigore del Regolamento sino ad oggi<sup>109</sup> mostra infatti che la gran parte delle operazioni di maggior rilievo economico sono compiute con il soggetto che controlla l'emittente o, comunque, nell'ambito di un gruppo societario. Innumerevoli sono le operazioni "infragruppo" poste in essere con le società controllate, spesso non comunicate al mercato perché ritenute esenti ai sensi dell'art. 14 del Regolamento Consob in quanto compiute con le società controllate o collegate, ovvero ai sensi dell'art. 13 in quanto qualificate come ordinarie e a condizioni *standard* o di mercato.

E' la stessa definizione di parti correlate e il perimetro di soggetti ivi delineato - costituito in gran parte dai controllanti dell'emittente, dai soggetti controllati e da quelli sottoposti a comune controllo - che rende evidente come il fenomeno delle operazioni in esame si espliciti in larga parte nell'ambito dei

---

<sup>108</sup> Cfr. ENRIQUES L., *Gruppi piramidali, operazioni intragruppo e tutela degli azionisti esterni: appunti per un'analisi economica*, in *Giurisprudenza Commerciale*, I, 1997, p. 698 e ss.; MAUGERI M., *Le operazioni con parti correlate nei gruppi societari*, in *Rivista del Diritto Commerciale*, I, 2010, p. 888. Secondo questo Autore la stessa definizione di "operazione con parte correlata" contenuta nell'Allegato 1 del Regolamento Consob, che fa riferimento al profilo del trasferimento di risorse, servizi o obbligazioni "*indipendentemente dal fatto che sia stato pattuito un corrispettivo*", contempla proprio quei rapporti giuridici tipicamente ricorrenti nell'ambito dei gruppi societari.

<sup>109</sup> E' stata effettuata un'analisi dei documenti informativi aventi ad oggetto le operazioni di maggiore rilevanza poste in essere dalle società italiane quotate su un mercato regolamentato dal gennaio 2011 sino al dicembre 2015. L'analisi empirica svolta mostra che, quasi in ciascun esercizio di riferimento, più della metà delle operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza poste in essere dalle società quotate risulta essere stata conclusa con il soggetto che controlla l'emittente.



gruppi societari. Non a caso, anche il principio contabile internazionale IAS 24 tiene conto della concreta ricorrenza delle operazioni con parti correlate nei gruppi indicandole come “*molto frequenti*”.

Data la premessa - la frequenza delle operazioni con parti correlate nei gruppi di società - sembra agevole giungere alla conclusione che le operazioni infragruppo, operazioni per definizione compiute con soggetti “correlati” e, dunque, in potenziale conflitto di interessi, sono operazioni rischiose, che necessitano di adeguati presidi a tutela degli azionisti esterni.

La conclusione appena raggiunta sembra rappresentare un ossimoro se si prende in considerazione la realtà economica dei nostri giorni. E’ ben noto, infatti, che l’organizzazione dell’impresa nella forma del gruppo societario è largamente diffusa e costituisce un fenomeno fisiologico, tipico delle imprese di grandi e grandissime dimensioni, ma presente in misura non trascurabile anche nelle piccole e medie imprese<sup>110</sup>. L’organizzazione dell’impresa in forma di gruppo è volta ad ottimizzare i vantaggi conseguibili dall’impresa “monade”, combinando i vantaggi dell’unità economica della grande impresa con quelli offerti dall’articolazione in più strutture organizzative formalmente distinte e autonome: rapidità e relativa autonomia gestionale, delimitazione e separazione

---

<sup>110</sup> MAFFEI ALBERTI A., *Commentario breve al Diritto delle Società*, Padova, 2015, p. 1543 e GALGANO F., *I gruppi di società*, Torino, 2001, secondo il quale il gruppo di società rappresenta una particolare forma di manifestazione della scomposizione dell’impresa, nella quale la funzione di direzione e controllo è affidata alla capogruppo mentre le funzioni operative sono affidate alle controllate; l’impresa esercitata dalla *holding* è unitaria ed è esercitata in via medita e indiretta, mentre plurime sono le società che esercitano l’impresa stessa in via diretta, tanto da indurre a teorizzare che l’oggetto sociale della *holding* coincide con quello esercitato dalle controllate in quanto esercitato dalla stessa capogruppo, se pur in via indiretta. *Contra* TOMBARI U., *Il gruppo di società*, Torino, 1997, che invece ha ravvisato nella capogruppo la funzione economica di assunzione di partecipazioni e prestazione di servizi alle controllate, distinta dalla direzione unitaria che si tradurrebbe in un vero e proprio potere giuridico. Tra le due concezioni di gruppo di fatto e di diritto, si segnala la posizione di VALZER A., *Il potere di direzione e coordinamento di società tra fatto e contratto*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da ABBADESSA P., PORTALE G.B., Torino, 2007 che ha ripercorso le due tesi per giungere a concludere per la sussistenza di un vero e proprio potere giuridico: in sostanza, emergerebbe proprio dal fatto dell’esercizio della direzione unitaria la conseguente applicazione dello “statuto normativo” del gruppo.

del rischio di impresa nelle singole unità operative<sup>111</sup>. E' stato rilevato inoltre che, così come le operazioni con parti correlate possono essere di per sé vantaggiose per l'azienda, ancor di più possono rivelarsi tali le operazioni con parti correlate di gruppo, che possono condurre ad una più efficiente allocazione delle risorse disponibili tra le diverse unità del gruppo<sup>112</sup>. Può, ad esempio, essere più vantaggioso concludere un contratto relativo all'erogazione di determinati servizi con una società controllata, in quanto la trattativa potrebbe condurre all'ottenimento di prezzi più vantaggiosi. La conclusione di operazioni infragruppo, inoltre, riduce o azzerà i costi della trattativa stessa che possono essere connessi, ad esempio, alla necessità di conoscere la controparte (costi di *due diligence*).

A fronte del carattere del tutto fisiologico e dei possibili vantaggi economici connessi a siffatte operazioni, occorre non dimenticare che le stesse pongono tuttavia seri problemi in termini di conflitto di interessi e rischi di espropriazione degli azionisti di minoranza, al pari della generalità delle operazioni con parti correlate, se non anche in maggior misura.

I rischi derivanti dalle operazioni con parti correlate di gruppo risultano strettamente connessi al potere del soggetto controllante di influenzare le decisioni della società controllata. Potere che deriva, in primo luogo, dalle tipiche prerogative spettanti al socio di maggioranza di una società per azioni che, in ragione dell'entità della propria partecipazione, vede i propri diritti di azionista estesi in termini di incisività nelle dinamiche societarie interne. Esercitando il diritto di voto nelle assemblee degli azionisti, il socio di maggioranza è in grado

---

<sup>111</sup> GUIZZI G., *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi. Trasparenza, ponderazione e imparzialità nell'amministrazione di s.p.a.*, Quaderni romani di diritto commerciale, Milano, 2014, p. 109, richiamando alcuni studi di *law and economics* (di R. COASE, *The Nature of the firm*, 1937) ricorda che la realizzazione delle operazioni infragruppo può rappresentare “*piuttosto un'opportunità per migliorare la redditività complessiva e i ritorni*” dell'impresa.

<sup>112</sup> In proposito, è significativo anche quanto indicato nel principio contabile internazionale IAS 24 quando afferma, in relazione allo scopo dell'informativa di bilancio sulle operazioni con parti correlate, che “*i rapporti fra parti correlate sono aspetti ordinari delle attività commerciali e gestionali. Ad esempio, le entità spesso svolgono una parte delle proprie attività avvalendosi di società controllate, joint venture e società collegate. In tali circostanze, l'entità ha la capacità di influire sulle politiche finanziarie e gestionali della partecipata attraverso la presenza di un controllo, di un controllo congiunto o di un'influenza notevole*”.

di scegliere gli amministratori e, in generale, detiene un potere di indirizzo e controllo della gestione sociale attraverso l'approvazione annuale del bilancio e delle delibere in tema di distribuzione degli utili. In presenza di una partecipazione superiore alla metà del capitale sociale, il socio in questione è anche in grado di dominare l'assemblea straordinaria e, quindi, definire gli indirizzi strategici della società risultando il suo voto determinante per l'approvazione delle operazioni straordinarie (aumenti di capitale, fusioni, scissioni, trasformazione ecc..) e delle decisioni inerenti le fonti di finanziamento della società.

Il potere di influenza appena descritto può essere esercitato certamente quando il socio detiene la maggioranza assoluta dei diritti di voto, ma anche quando la maggioranza dei diritti di voto è relativa (in ipotesi di c.d. "controllo di fatto" ex art. 2359, comma 1, n. 2 cod. civ.), secondo una gradazione del potere esercitabile che dipende principalmente da due fattori: l'entità della partecipazione detenuta dal socio di maggioranza e il grado di diffusione tra gli altri azionisti del restante capitale sociale<sup>113</sup>.

Tale potere assume però una forma ancora più incisiva nell'ambito di un gruppo societario e in presenza della c.d. attività di direzione e coordinamento da parte del soggetto controllante, oggi espressamente riconosciuta dal legislatore che, con la riforma del diritto societario del 2003, ha introdotto gli artt. 2497 e ss.

---

<sup>113</sup> Per un'analisi sui tipi di controllo esercitabili nell'ambito di una società per azioni cfr. PAVONE LA ROSA A., *Le società controllate - I gruppi*, in Trattato delle società per azioni, diretto da Colombo G.E. e Portale G.B., II, Torino, 1994, p. 581 e ss.

del codice civile<sup>114</sup>.

L'attività di direzione e coordinamento è stata da ultimo definita in giurisprudenza, riprendendo un'impostazione oramai prevalente in dottrina, come *“un'attività di fatto, giuridicamente rilevante e generativa di responsabilità, riveniente da un potere di fatto [...] quando la legge lo assume a fondamento della presunzione di esercizio dell'attività di direzione e coordinamento (art. 2497-sexies in relazione all'art. 2359 nn. 1 e 2 c.c.), essa lo riconosce anche*

---

<sup>114</sup> BUSSOLETTI M., E LA MARCA E., *Gruppi e responsabilità da direzione unitaria*, in *Rivista di diritto commerciale*, I, 2010 ove si ricorda come in presenza del controllo l'azione del socio di maggioranza si svolge entro i confini delle procedure assembleari, mentre l'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento implica che il socio di maggioranza influisca sulla gestione. In proposito l'art. 2497-sexies esplica la distinzione tra direzione e coordinamento e controllo prevedendo che il controllo generi una presunzione solo relativa di soggezione a direzione e coordinamento.

E' stato sottolineato in dottrina che il legislatore della riforma non ha introdotto nel codice civile una disciplina organica dei gruppi di società e non ha definito espressamente che cosa debba intendersi con tale termine, rinunciando sostanzialmente a definirne la nozione in una fattispecie legale tipica (VALZER A., *Il potere di direzione e coordinamento di società tra fatto e contratto*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da ABBADESSA P., PORTALE G.B., III, Torino, 2007, p. 833). Il D.Lgs. n. 6 del 2003 ha, piuttosto, introdotto una serie di disposizioni che regolano alcuni aspetti connessi all'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento, disciplinando la responsabilità della capogruppo per gli eventuali danni subiti dalla controllata in caso di esercizio "abusivo" di tale attività (art. 2497 cod.civ.), il regime di pubblicità (art. 2497-bis cod.civ.), l'obbligo di motivazione delle decisioni influenzate dalla direzione unitaria (art. 2497-ter cod.civ.), il diritto di recesso in capo al socio della società soggetta a direzione e coordinamento (art. 2497-quater cod.civ.), il regime applicabile ai finanziamenti effettuati dalla società che esercita direzione e coordinamento (art. 2497-quinquies cod.civ.) e gli elementi in base ai quali si deve ritenere che si sia in presenza di tale fattispecie (art. 2497-sexies in tema di presunzioni e 2497-septies cod.civ.). L'assenza di qualunque riferimento al gruppo, pur indicato nella legge delega (art. 10 l. n. 366 del 3.10.2001), era voluto e finalizzato ad evitare di dare una definizione di gruppo, trattandosi di un fenomeno "di fatto" della realtà economica. Altre disposizioni contenute nel codice civile, al di fuori del Capo IX "Direzione e coordinamento di società" del Titolo V, si occupano dei gruppi. Si pensi ad esempio alle norme in tema di informativa al consiglio sulle operazioni di maggior rilievo effettuate dalla società e dalle controllate (art. 2381 cod.civ.), potere del collegio sindacale di richiedere informazioni anche sulle controllate (art. 2403-bis cod.civ.), denuncia di gravi irregolarità potenzialmente dannose per la società o per una o più società controllate (art. 2409 cod.civ.). V. in proposito MAFFEI ALBERTI A., *Commentario breve al Diritto delle Società*, Padova, 2015, p. 1544; TOMBARI U., *Poteri e doveri dell'organo amministrativo di una s.p.a. "di gruppo" tra disciplina legale e autonomia privata (appunti in tema di corporate governance e gruppi di società)*, in *Rivista delle società*, I, 2009, p. 122; CALLEGARI M., *I gruppi di società*, in *Il nuovo diritto societario nella dottrina e nella giurisprudenza 2003-2009*, Bologna, 2009. MONTALENTI P., *La società quotata*, in *Trattato di Diritto Commerciale*, diretto da COTTINO G., IV, Padova, 2004, p. 351 e ss., sottolinea inoltre come anche il Testo unico della finanza abbia accolto la soluzione di non introdurre una disciplina generale dei gruppi quotati. Anche qui la scelta "pare rispondere al convincimento che il gruppo si configuri, eminentemente, come "campo problematico".

*quale titolo di legittimo esercizio (facoltativo) di quel potere*”<sup>115</sup>. Tale attività, costituendo un *quid pluris* rispetto al mero esercizio del controllo, è indicativa della presenza di un’influenza sulle decisioni delle società controllate, tale da

---

<sup>115</sup> Cfr. Trib. Milano 20 dicembre 2013 relativa al noto caso Fondiaria Sai e al potere di direzione e coordinamento esercitato dalla famiglia Ligresti, con commento di ROSSI M., *Una nuova pronuncia del Tribunale di Milano in tema di “legittimazioni” nelle azioni di responsabilità nei gruppi*, in *Le Società*, V, 2014, p. 560 e ss.. La definizione richiamata dalla sentenza del Tribunale di Milano pare riprendere quanto affermato in dottrina, *ex multis*, da GALGANO F., *Direzione e coordinamento di società*, in *Commento al Codice Civile Scialoja-Branca*, a cura di GALGANO F., Bologna, 2005, 101 e ss.; BUSSOLETTI M., E LA MARCA E., *Gruppi e responsabilità da direzione unitaria*, in *Rivista di diritto commerciale*, I, 2010, p. 65 e ss.; BIANCHI L.A., *Problemi in materia di disciplina dell’attività di direzione e coordinamento*, in *Rivista delle Società*, 2013, p. 420 e ss.. Per una diversa posizione dottrinale che parla invece di vero e proprio “potere giuridico” v. TOMBARI U., *Poteri e doveri dell’organo amministrativo di una s.p.a. “di gruppo” tra disciplina legale e autonomia privata (appunti in tema di corporate governance e gruppi di società)*, in *Rivista delle società*, I, 2009, p. 123. E’ opportuno qui sottolineare che, prima della riforma del 2003, il legislatore aveva utilizzato l’espressione “direzione unitaria” sostanzialmente con il medesimo significato; essa risale all’art. 3 del D.L. n. 26 del 1979 ed è presente nell’art. 90 del D.Lgs. n. 270 del 1999 in materia di amministrazione straordinaria delle grandi imprese in stato di insolvenza. V. in proposito la ricostruzione in BUSSOLETTI M., E LA MARCA E., cit. e in BADINI CONFALONIERI A. e VENTURA R., *sub art. 2497*, in *Il nuovo diritto societario*, diretto da COTTINO G., BONFANTE G., CAGNASSO O., MONTALENTI P., Bologna, 2004.

configurare un'entità economica organizzata nella forma del gruppo di società<sup>116</sup>, vale a dire di *“un'aggregazione di imprese societarie formalmente autonome e indipendenti l'una dall'altra, ma assoggettate tutte ad una direzione unitaria. Tutte sono sotto l'influenza dominante di un'unica società, capogruppo, o società madre, che direttamente o indirettamente, le controlla e dirige secondo un disegno unitario, con l'obiettivo di perseguire uno scopo comune a tutte le società, l'interesse di gruppo, talora indicando persino i mezzi per la sua*

---

<sup>116</sup> Già da tempo, prima della riforma e in assenza di una disciplina in argomento, la dottrina si era interrogata sul tema dei rapporti tra “controllo” e “gruppo”. Si registravano posizioni dottrinali intese a identificare i due fenomeni (in base alle quali in presenza del controllo vi sarebbe necessariamente un gruppo societario) e posizioni che propendevano per una più articolata ricostruzione delle forme aggregative, nel senso che non si potesse sostenere la necessaria coincidenza tra i due fenomeni, essendo invece presenti nella realtà differenti forme aggregative di imprese con differenti gradi di integrazione, potendo *“l'ingerenza della società controllante [...] arrestarsi a livello delle decisioni assembleari; e [...] per contro estendersi ed investire, in forme più o meno estese e penetranti, l'attività gestionale della controllata”*. Sul punto per una ricostruzione delle posizioni dottrinali sviluppatesi negli anni ottanta e novanta PAVONE LA ROSA A., *Le società controllate - I gruppi*, in Trattato delle società per azioni, diretto da COLOMBO G.E. e PORTALE G.B., II, Torino, 1994, p. 599 e ss.. L'A. definiva inoltre il fenomeno del gruppo come un fenomeno “organizzativo” affermando che *“Il gruppo presuppone, in altri termini, la creazione di una struttura organizzativa intesa ad assicurare l'unità degli indirizzi gestionali delle diverse entità aggregate”*. Anche BADINI CONFALONIERI A. e VENTURA R., *sub art. 2497*, in *Il nuovo diritto societario*, diretto da COTTINO G., BONFANTE G., CAGNASSO O., MONTALENTI P., Bologna, 2004, p. 2151 e ss., ove si ripercorre anche la giurisprudenza pre-riforma che aveva riconosciuto come elemento identificativo del gruppo l'esercizio della direzione unitaria, ravvisando la presenza in questi casi di una “impresa di gruppo” e facendo comunque salva l'autonomia delle singole entità giuridiche che ve ne fanno parte (App. Milano 10 marzo 1995). Il Tribunale di Milano qualche anno dopo aveva ravvisato la sussistenza di una responsabilità contrattuale in capo alla capogruppo per la *“violazione dell'obbligo di corretto perseguimento dell'interesse di gruppo”*, v. Tribunale di Milano, 22 gennaio 2001, con nota di ZAMPERETTI G.M., *La responsabilità di amministratori e capogruppo per “abuso di direzione unitaria”*, in *Il Fallimento*, 2001. Gli Autori segnalano altresì come dottrina e giurisprudenza ante-riforma fossero consapevoli che il problema principale dei gruppi era un problema di responsabilità, richiamando quella giurisprudenza che aveva utilizzato la c.d. teoria dei vantaggi compensativi al fine di raggiungere un equilibrio tra l'onere derivante dall'operazione di gruppo e il vantaggio, quantomeno mediato o riflesso, per la società che la compie (Cass. 5 dicembre 1998, n. 12325 con nota di MONTALENTI P., *Operazioni intragruppo e vantaggi compensativi: l'evoluzione giurisprudenziale*, in *Giurisprudenza Italiana*, 1999, p. 2317 e Cass. 21 gennaio 1999, n. 521). Non a caso, il legislatore della riforma ha impostato la nuova disciplina, come vedremo, sul tema della responsabilità della capogruppo per esercizio abusivo della direzione unitaria.

realizzazione”<sup>117</sup>.

L’attività di direzione e coordinamento presenta, come detto, degli elementi ulteriori rispetto al controllo, in quanto espressione di un potere di ingerenza più intenso, consistente nel flusso costante di istruzioni impartite dalla società controllante e trasposte all’interno delle decisioni assunte dagli organi della controllata, involgenti momenti significativi della vita della società quali le scelte imprenditoriali, il reperimento dei mezzi finanziari, le politiche di bilancio, la conclusione di importanti contratti e altro<sup>118</sup>.

L’attività in parola è inoltre qualificata come attività pienamente legittima e ha trovato pieno riconoscimento con la riforma delle società di capitali che ha dedicato alcune disposizioni al fenomeno dei gruppi, pur non utilizzando mai espressamente il termine “gruppo”<sup>119</sup>. L’ingerenza extra-assembleare del socio di controllo è, attraverso il riconoscimento dell’attività di direzione e

---

<sup>117</sup> MAFFEI ALBERTI A., *Commentario breve al Diritto delle Società*, Padova, 2015, p. 1542 e ss.. V. anche BADINI CONFALONIERI A. e VENTURA R., *sub art. 2497*, in *Il nuovo diritto societario*, diretto da COTTINO G., BONFANTE G., CAGNASSO O., MONTALENTI P., Bologna, 2004, in cui si ricostruisce l’attività di direzione e coordinamento come “*sistematica eterodeterminazione delle scelte gestionali della società controllata*” sottolineando come la stessa sia una fattispecie necessariamente perdurante nel tempo, rappresentano i termini “direzione” e “coordinamento” un’endiadi “*nel senso che un singolo atto di direzione, ossia di influenza nell’altrui gestione, non rileva se non nel più ampio contesto di un sistematico e comunque duraturo coordinamento gestionale; un contesto che altro non è se non l’essenza economica del fenomeno dei gruppi, dove l’aggregazione delle arie società controllate risponde ad un disegno organizzativo di articolazione imprenditoriale*”; CALLEGARI M., *I gruppi di società*, in *Il nuovo diritto societario nella dottrina e nella giurisprudenza 2003-2009*, Bologna, 2009, p. 1055 e ss.; MONTALENTI P., *Direzione e coordinamento nei gruppi societari: principi e problemi*, in *Rivista delle Società*, 2007, p. 319.

<sup>118</sup> Così Tribunale di Palermo, 15 giugno 2011.

<sup>119</sup> Sulla legittimità dell’attività di direzione e coordinamento v. MAFFEI ALBERTI A., *Commentario breve al Diritto delle Società*, Padova, 2015, p. 1546; TOMBARI U., *Poteri e doveri dell’organo amministrativo di una s.p.a. “di gruppo” tra disciplina legale e autonomia privata (appunti in tema di corporate governance e gruppi di società)*, in *Rivista delle società*, I, 2009, p. 123. Qui l’A., richiamando anche una tesi già sostenuta prima della riforma sulla legittimità della direzione unitaria, sottolinea come l’art. 2497 in tema di responsabilità della capogruppo possa essere letta in chiave di tutela dei soci esterni e dei creditori, ma anche in positivo come riconoscimento della liceità del fenomeno. V. anche VALZER A., *Il potere di direzione e coordinamento di società tra fatto e contratto*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da ABBADESSA P., PORTALE G.B., III, Torino, 2007; SBISÀ G., *sub art. 2497*, in *Direzione e coordinamento di società*, *Commentario alla riforma delle società*, diretto da MARCHETTI P., BIANCHI L.A., GHEZZI F., NOTARI M., Milano, 2012; CARIELLO V., *Amministrazione delegata di società per azioni e disciplina degli amministratori nell’attività di direzione e coordinamento di società*, in *Rivista di diritto privato*, 2005, p. 387 e ss.; PAVONE LA ROSA A., *Nuovi profili della disciplina dei gruppi societari*, in *Rivista delle Società*, IV, 2003, p. 765 e ss.

coordinamento, ritenuta legittima dal legislatore.

Occorre dunque analizzare approfonditamente le possibili implicazioni di tale ingerenza nelle decisioni societarie<sup>120</sup>. Ciò soprattutto, ai fini che qui interessano, se si tiene conto che la disciplina sulle operazioni con parti correlate si prefigge proprio lo scopo di “neutralizzare” ingerenze esterne nell’adozione delle decisioni societarie, affinché le stesse risultino improntate esclusivamente al perseguimento dell’interesse sociale. Come giungere ad un punto di equilibrio tra potere di ingerenza della capogruppo e tutela dell’interesse della società eterodiretta e dei suoi soci? I rischi delle operazioni con parti correlate di gruppo emergono, infatti, quando l’obiettivo di perseguire l’interesse della società si pone in rapporto con la politica di gruppo perseguita dal soggetto controllante e in virtù della quale quest’ultimo esercita, legittimamente, la sua influenza.

Come avremo modo di illustrare più approfonditamente nel prosieguo, il legislatore si è preoccupato di disciplinare l’attività di direzione e coordinamento in termini di responsabilità che tale attività può produrre nei confronti dei soci e dei creditori della società eterodiretta<sup>121</sup>. Pur in assenza di una disciplina compiuta, di fronte alla forte influenza decisoria generata dall’attività di direzione e coordinamento, il legislatore ha cercato di affrontare l’esigenza di tutelare i soci

---

<sup>120</sup> Già prima della riforma del 2003 SCOGNAMIGLIO G., *Autonomia e coordinamento nella disciplina dei gruppi di società*, Torino, 1996, osservava come il modello della società “monade” in cui non era possibile l’interferenza dei soci nell’amministrazione appariva in contrasto con il fenomeno del gruppo di imprese che presuppone invece l’eterodirezione delle società controllate. Molti Autori si sono altresì interrogati sulla possibilità di comprimere l’autonomia gestionale dell’organo amministrativo della controllata, soprattutto a seguito dell’inequivocabile principio di esclusiva competenza del consiglio di amministrazione in materia di gestione sociale sancito dall’art. 2380-bis post-riforma. Per TOMBARI U., *Poteri e doveri dell’organo amministrativo di una s.p.a. “di gruppo” tra disciplina legale e autonomia privata (appunti in tema di corporale governance e gruppi di società)*, in *Rivista delle società*, 2009, p. 129, il legislatore ha concepito il principio di cui all’art. 2380-bis solo per le società “autonome”. V. in proposito per una ricostruzione della tematica CALLEGARI M., *I gruppi di società*, in *Il nuovo diritto societario nella dottrina e nella giurisprudenza 2003-2009*, Bologna, 2009, p. 1066.

<sup>121</sup> BUSSOLETTI M., LA MARCA E., *Gruppi e responsabilità da direzione unitaria*, in *Rivista di diritto commerciale*, I, 2010, ma si veda anche di BUSSOLETTI M., *Sulla irresponsabilità da direzione unitaria abusiva e su altre questioni aperte in tema di responsabilità ex art. 2497 cod. civ.*, in AA.VV., *Governo dell’impresa e responsabilità dei gestori. Giornata di studio in ricordo di Salvatore Pescatore*, Padova, 2012, pp. 113-149 che apre la strada ad una prospettiva nuova della responsabilità da direzione e coordinamento, focalizzando l’attenzione sulla legittimità dell’attività di direzione unitaria e sulla sussistenza di una responsabilità nei confronti dei singoli soci e creditori soltanto quando vi sia stato un abuso di tale direzione unitaria, non invece quando la capogruppo agisca nel rispetto delle regole di corretta gestione societaria e imprenditoriale.



e i creditori della società controllata dai possibili “abusi” del soggetto controllante<sup>122</sup>. Nelle operazioni con parti correlate di gruppo le conseguenze e i pericoli derivanti dall'esercizio della direzione unitaria ad opera della capogruppo sono molteplici. E' innanzitutto accentuato il rischio di fenomeni espropriativi in danno della società controllata e ad esclusivo vantaggio del soggetto controllante, in virtù di una “logica di gruppo” a supporto di scelte imprenditoriali che una società autonoma non avrebbe effettuato. La politica di gruppo e l'influenza del soggetto controllante potrebbe inoltre indurre la società eterodiretta a porre in essere operazioni che, ancorché non dannose, non risultino rispondenti all'interesse della società eterodiretta; potrebbe inoltre verificarsi il rischio che la società eterodiretta non approvi operazioni che, invece, sarebbero state nel suo interesse<sup>123</sup>.

In definitiva, le operazioni con parti correlate di gruppo presentano i rischi di espropriazione e di conflitto di interesse già illustrati nel primo capitolo, con l'aggravante che i suddetti rischi risultano “naturali” in un contesto di gruppo e ontologicamente e fisiologicamente presenti<sup>124</sup>.

---

<sup>122</sup> La legge delega n. 366 del 2001 per la riforma del diritto societario annoverava tra gli scopi della riforma quello di “disciplinare i gruppi di società secondo i principi di trasparenza e di contemperamento degli interessi coinvolti” (art. 2), in modo da “assicurare che l'attività di direzione e coordinamento contemperino adeguatamente l'interesse del gruppo, delle società controllate e dei soci di minoranza di queste ultime” (art. 10).

<sup>123</sup> In questo senso, BLANDINI A., *sub art. 2497*, in Codice commentato delle società, a cura di ABRIANI N. e STELLA RICHTER M., Torino, 2010, p. 2184 che afferma “può altresì accadere che gli amministratori della controllante, una volta venuti a conoscenza di un particolare dato o informazione, ne “abusino” ad esempio approfittando della corporate opportunity che gli si prospetta, utilizzando quali insider la notizia appresa, o, viceversa, mandando “a pallino” un'operazione in quanto, nella loro ottica, non conveniente anche se soltanto su di un piano strategico e non dal punto di vista economico-patrimoniale-finanziario della società controllata”.

<sup>124</sup> Sui pericoli che derivano dall'appartenenza ad un gruppo di società MAFFEI ALBERTI A., *Commentario breve al Diritto delle Società*, Padova, 2015, p. 1544, ove si afferma: “Il nodo problematico è il conflitto che il perseguimento di una politica gruppo produce fra gli interessi della controllante e quelli delle controllate in danno dei soci di minoranza che, estranei al gruppo di comando, non ritraggono alcun vantaggio indiretto dalle operazioni compiute in conflitto. [...] Fino a che il compromesso tra perseguimento dell'interesse di gruppo e l'interesse della singola società che ne fa parte viene attuato correttamente, la compressione dell'autonomia della società soggetta a direzione unitaria può essere accettabile anche per il socio esterno al gruppo di comando, per i vantaggi derivanti dall'appartenenza al gruppo, mentre quando vi è abuso nell'esercizio del potere della capogruppo, dei soci di riferimento e dei manager di questa, con l'effetto di depauperare la società, si impone la tutela dei soci e dei creditori esterni, questi ultimi normalmente deboli perché privi di garanzie provenienti dalla controllante o dai soci di comando”.

L'attività da direzione e coordinamento, pur riconosciuta espressamente dal legislatore, presenta il forte rischio, anzi consente, che gli amministratori della società controllata non assumano le decisioni in condizioni di totale autonomia, operando una sorta di "deviazione" del normale processo decisionale interno ad una società per azioni. In buona sostanza, se per una società per così dire "autonoma" le dinamiche di governo societario prevedono l'adozione delle decisioni inerenti la gestione sociale a livello endosocietario nell'ambito della normale dialettica tra organi sociali (assemblea, organo amministrativo e vigilanza dell'organo di controllo) e, in particolare, nell'ambito dell'organo amministrativo che detiene la competenza esclusiva all'attuazione dell'oggetto sociale (art. 2380-bis cod. civ.), nelle società appartenenti ad un gruppo la direzione unitaria esercitata dal soggetto posto al vertice del gruppo medesimo (la capogruppo) lo stesso legislatore riconosce una situazione di fatto consistente in una sostanziale ingerenza nelle decisioni, adottate sempre secondo i meccanismi già descritti a livello endosocietario, ma sottoposte comunque ad una influenza esterna operata dal soggetto controllante<sup>125</sup>. Tali aspetti dovranno essere adeguatamente analizzati per dare un concreto contenuto alla valutazione degli amministratori indipendenti in presenza di operazioni con parti correlate di gruppo.

---

<sup>125</sup> TOMBARI U., *Poteri e doveri dell'organo amministrativo di una s.p.a. "di gruppo" tra disciplina legale e autonomia privata (appunti in tema di corporate governance e gruppi di società)*, in *Rivista delle società*, I, 2009, p. 122 e ss.. L'A., partendo dalle considerazioni sulla legittima ingerenza della capogruppo nella gestione straordinaria e ordinaria della società eterodiretta, giunge alla conclusione che non possa essere "più affermato, in senso assoluto, un principio di (completa) autonomia gestionale (e giuridica)" della società dipendente. Secondo l'A. l'art. 2380-bis del codice civile, secondo cui "la gestione dell'impresa spetta esclusivamente agli amministratori, i quali compiono le operazioni necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale", sarebbe dunque principio applicabile solo alle società "indipendenti", essendovi invece per le s.p.a. di gruppo una legittimità titolarità del potere gestori in capo alla controllante. Ritengo tuttavia che il principio sancito dall'art. 2380-bis debba applicarsi a tutte le s.p.a. senza distinzioni, pena altrimenti uno svuotamento totale di competenze e responsabilità in capo agli amministratori della società controllata che invece resta immanente nell'ordinamento.

## 2.2 I gruppi quotati e le operazioni con parti correlate

Le considerazioni espresse nel precedente paragrafo valgono in misura ancora più incisiva se applicate alla fattispecie del gruppo quotato. La struttura proprietaria delle imprese italiane che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio è fortemente concentrata e in larga parte basata sul modello dei gruppi piramidali<sup>126</sup>, che caratterizzano tutt'oggi una fetta significativa della capitalizzazione di borsa. E' bene da subito precisare al riguardo che può esservi il caso in cui la società quotata si trovi al vertice del gruppo, con una costellazione di società controllate operative alla base, e può esservi il caso, molto frequente, in cui la società quotata si trovi soggetta alla direzione e coordinamento di altra società. Non è raro poi il caso in cui controllante e controllata risultino entrambe quotate. E' praticamente inesistente l'ipotesi di una società "monade" che si quoti in borsa, già solo perché, come detto, le imprese di medie e grandi dimensioni che generalmente fanno ricorso alla quotazione si organizzano nella forma del gruppo societario<sup>127</sup>.

Se è vero che il problema del conflitto di interessi nei gruppi societari, appartenendo alla sfera del diritto societario comune, prescinde dalla qualifica del gruppo come quotato o non quotato, è anche vero che il tema del conflitto di interessi riveste particolare rilievo proprio nel caso in cui sussista l'elemento ulteriore del ricorso al mercato del capitale di rischio. Il conflitto si presenta in questo caso ancor più accentuato in ragione della presenza di soci esterni al gruppo di comando, investitori istituzionali ovvero soci c.d. "risparmiatori", soci più o meno attivi e consapevoli, le cui istanze devono essere tenute in debito

---

<sup>126</sup> BOSI G., *Il capitalismo italiano in evoluzione: i gruppi societari tra conflitti di interesse e sviluppo*, in *Rivista trimestrale di diritto processuale civile*, IV, 2011, 9 e ss., ove l'A. fa un'ampia analisi di finalità e pericoli dei gruppi piramidali.

<sup>127</sup> GUIZZI G., *Riflessioni su alcuni problemi irrisolti nella disciplina del gruppo*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, I, 2015, ricorda che il gruppo di società è diventata la forma prevalente utilizzata in Europa dalle grandi imprese: "non esiste una società, almeno di una certa dimensione, che non sia parte di un'aggregazione di gruppo".

conto e necessitano di un'adeguata protezione<sup>128</sup>.

Il rischio di estrazione di benefici privati dal controllo e il pericolo di abuso delle *corporate opportunities* è più elevato per due ulteriori ragioni fondamentali.

Da un lato, in un gruppo in cui è presente una società controllata che fa ricorso al mercato del capitale di rischio, il socio di controllo trae maggiore vantaggio dalle operazioni con parti correlate finalizzata al depauperamento della società quotata: è facile comprendere come, in questa ipotesi, il rischio di tale depauperamento gravi non soltanto sul socio di controllo ma anche, anzi esclusivamente, sugli azionisti di minoranza, posto che il socio di maggioranza - ancorché danneggiato in termini di valore della partecipazione della controllata quotata come gli altri azionisti - trarrà diversi e ben maggiori benefici privati dall'operazione dannosa. Gli atti c.d. di "*self-dealing*" sono dunque incoraggiati nei gruppi quotati<sup>129</sup>, piuttosto che nei gruppi non quotati.

Inoltre, nelle società quotate si registra una maggiore difficoltà di trovare strumenti per interloquire con il gruppo di comando. Ne è ben consapevole il legislatore del Testo unico della finanza, che ha previsto una serie di disposizioni dedicate alle problematiche del gruppo quotato<sup>130</sup>, anche se non in maniera organica e sistematica, e ha di recente introdotto una serie di strumenti atti ad

---

<sup>128</sup> MONTALENTI P., *La società quotata*, in *Trattato di Diritto Commerciale*, diretto da COTTINO G., IV, Padova, 2004, p. 370 e ss. Sulla necessità di protezione delle ragioni dell'investimento effettuato da soci esterni e creditori, ANGELICI C., *La riforma delle società di capitali*, Padova, 2006, p. 204 e ss..

<sup>129</sup> DJANKOV S., LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A., *The law and economics of self-dealing*, in *Journal of Financial Economics*, 2008, p. 463; BOSI G., *Il capitalismo italiano in evoluzione: i gruppi societari tra conflitti di interesse e sviluppo*, in *Rivista trimestrale di diritto processuale civile*, IV, 2011 che afferma la necessità di una tecnica normativa che nei gruppi quotati si incentri sulle regole a carattere imperativo, a tutela degli interessi del azionisti esterni.

<sup>130</sup> Il riferimento è alle disposizioni del Testo unico della finanza che, in maniera sparsa, si occupano del caso in cui debba tenersi conto, per diversi aspetti del fatto che l'emittente è inserito in un contesto di gruppo. Si pensi innanzitutto alla nozione di controllo di cui all'art. 93 del Tuf, così come alle disposizioni sulla comunicazione al mercato delle informazioni *price sensitive* "*relative a fatti che accadono nella loro sfera di attività e in quella delle società controllate*" (art. 114, comma 1), sui patti parasociali e sugli obblighi di *disclosure* in capo all'emittente e alle società che le controllano (art. 122, comma 1), sui doveri di informazione nei confronti dell'organo di controllo previsti dall'art. 150, sui doveri e poteri dell'organo di controllo che si estendono anche alla sfera delle società controllate (artt. 151, 151-bis, 151-ter, 152).

agevolare l'esercizio dei diritti degli azionisti nelle società quotate<sup>131</sup>. E' significativo al riguardo che, nell'ambito della prima categoria di disposizioni, l'art. 150, comma 1, del Tuf preveda l'obbligo degli amministratori di riferire al collegio sindacale sull'attività svolta e sulle operazioni di maggior rilievo economico, finanziario e patrimoniale, effettuate dalla società o dalle società controllate e in particolare *“sulle operazioni nelle quali essi abbiano un interesse, per conto proprio o di terzi, o che siano influenzate dal soggetto che esercita l'attività di direzione e coordinamento”*<sup>132</sup>.

Ne è ben consapevole il legislatore della riforma del 2003 che ha introdotto una disciplina sostanziale sulle operazioni con parti correlate per le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, così producendo un ampliamento dello statuto del gruppo societario, che va a comporsi di ulteriori regole in tema di conflitti di interesse.

E ancor più ci si può rendere conto dei rischi connessi ai conflitti di interessi configurabili in un gruppo quotato se si pensa al punto di vista del socio esterno al gruppo di comando che investe risorse in una società aperta al mercato del capitale di rischio. Egli è consapevole che le decisioni imprenditoriali della società appartenente ad un gruppo saranno influenzate dalle direttive del soggetto controllante. Anche perché le norme in materia di direzione e coordinamento pongono particolare attenzione al profilo della trasparenza sulla soggezione alla direzione unitaria di un altro soggetto. Ne è esempio principe l'art. 2497-bis in tema di pubblicità che richiede di *“indicare la società o l'ente alla cui attività di direzione e coordinamento è soggetta negli atti e nella corrispondenza, nonché*

---

<sup>131</sup> Si fa qui riferimento al D.Lgs. n. 27/2010 di attuazione della Direttiva c.d. “*Shareholders' rights*” 2007/36/CE in materia di diritti degli azionisti di società quotate e i successivi decreti correttivi. L'attuazione della direttiva in questione ha portato infatti il legislatore ad introdurre nel codice civile e nel testo unico della finanza una serie di strumenti volti a favorire la partecipazione degli azionisti alla vita societaria, soprattutto attraverso lo strumento dell'adunanza assembleare. Si pensi, innanzitutto, alla introduzione della “*record date*” per la verifica della legittimazione a partecipare alle assemblee, ma anche al decisivo incremento del livello di informativa pre-assembleare, al diritto di porre domande prima dell'assemblea, alle novità in tema di sollecitazione delle deleghe di voto (si vedano in particolare gli artt. 125-bis e ss. del Tuf).

<sup>132</sup> DE CRESCENZIO U., *Il divieto di concorrenza e il conflitto di interessi*, in *Le nuove s.p.a., I sistemi di amministrazione e controllo*, diretto da CAGNASSO O., PANZANI L. IV, Bologna, 2012, p. 130.

*mediante iscrizione a cura degli amministratori, presso la sezione del registro delle imprese*”, di esporre un prospetto riepilogativo dei dati bilancio della società controllante nella nota integrativa al proprio bilancio e di indicare nella relazione sulla gestione i rapporti intercorsi con chi esercita l’attività di direzione e coordinamento e con le altre società che vi sono soggette, nonché l’effetto che tale attività ha avuto sull’esercizio dell’impresa sociale e sui suoi risultati<sup>133</sup>. Costituisce regola di trasparenza anche la disposizione successiva (art. 2497-ter) quando prevede l’obbligo di motivare analiticamente e recare puntuale indicazione delle ragioni e degli interessi la cui valutazione ha inciso sulla decisione nelle decisioni delle società soggette a direzione e coordinamento, quando da questa influenzate. Di tali decisioni viene dato “*adeguato conto*” nella relazione sulla gestione. E’ evidente la contiguità di tali previsioni con quelle in termini di trasparenza e correttezza delle operazioni con parti correlate.

Se è vero, dunque, che l’investitore ha piena consapevolezza della presenza di un’influenza dominante da parte della capogruppo e di un indirizzo unitario in virtù del quale quest’ultima impartisce specifiche direttive, non può non tenersi conto del fatto che egli ha investito nella società controllata e non anche nella società al vertice della catena di controllo. E se è pur vero che la società quotata controllata può trarre beneficio dall’appartenenza al gruppo, quanto illustrato in precedenza riguardo ai rischi di conflitto di interessi che si annidano nei gruppi societari dimostra l’esigenza di adeguati strumenti di protezione per l’investitore esterno, e anche per il corretto andamento del mercato. Dalle scelte imprenditoriali della società eterodiretta, infatti, dipenderà l’apprezzamento del mercato nei confronti del modo in cui gli amministratori la gestiscono e, quindi, il valore della partecipazione sociale. E’ dunque essenziale che le decisioni

---

<sup>133</sup> PENNISI R., *La disciplina delle società soggette a direzione unitaria ed il recesso nei gruppi*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da ABBADESSA P., PORTALE G.B., III, Torino, 2007, p. 892, Per un commento alla disposizione in esame v. anche CALLEGARI M., *I gruppi di società*, in *Il nuovo diritto societario nella dottrina e nella giurisprudenza 2003-2009*, Bologna, 2009, p. 1070 e ss., che ravvisa la *ratio* della norma nel rafforzamento della tutela della società controllata, dei soci di minoranza e dei terzi creditori, che vengono in contatto con la società e devono poter avere consapevolezza sull’eventuale ingresso o permanenza nel gruppo o sull’intrattenere rapporti con la società.

imprenditoriali siano adottate, come è doveroso secondo i principi dell'ordinamento societario, in primo luogo per perseguire l'interesse della società, prima che quello del gruppo di appartenenza nel suo complesso<sup>134</sup>.

Gli scandali finanziari degli ultimi anni hanno dimostrato che le operazioni con parti correlate nei gruppi quotati siano fortemente rischiose tanto per l'integrità patrimoniale delle società coinvolte, quanto per la stabilità dell'intero mercato finanziario<sup>135</sup>.

Le risposte alle esigenze di tutela che sorgono in simili situazioni di conflitto di interessi, hanno trovato risposta nella disciplina di diritto comune con la nota disposizione in tema di responsabilità da attività di direzione e coordinamento (art. 2497 cod. civ.) che prevede che la capogruppo sia direttamente responsabile nei confronti dei soci per i danni eventualmente arrecati alla redditività e al valore della partecipazione dall'esercizio della suddetta attività, quando la stessa abbia agito nell'interesse imprenditoriale proprio o altrui in violazione dei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale.

Lo “statuto” delle società quotate si compone poi, come visto, di una ulteriore disciplina organica, quella in tema di operazioni con parti correlate, che intende garantire la protezione degli azionisti di minoranza, anche dall'influenza dominante dannosa, eventualmente operante nei gruppi.

Altre disposizioni appartenenti allo “statuto” delle società quotate che possono ritenersi poste anche a tutela delle esigenze dei soci investitori possono riscontrarsi nel Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana

---

<sup>134</sup> Cfr. MONTALENTI P., *La società quotata*, in *Trattato di Diritto Commerciale*, diretto da COTTINO G., IV, Padova, 2004, p. 354 che sottolinea come le interrelazioni di gruppo assumano nelle società quotate profili fortemente critici sotto molteplici aspetti, ad esempio quelli della trasparenza degli assetti proprietari, della tutela e della gestione dello *shareholder value*, delle operazioni infragruppo e dei conflitti di interesse.

<sup>135</sup> PUCCI E., *Il parere degli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate: profili funzionali*, in *Rivista delle Società*, II-III, 2014; MICIELI N., *Gli amministratori indipendenti nel comitato parti correlate*, in *Giurisprudenza Commerciale*, V, 2014.; Tribunale di Milano, 20 dicembre 2013, sul noto caso Fondiaria Sai.

S.p.A. e nel Regolamento Mercati<sup>136</sup> adottato dalla Consob. Il primo Regolamento, fonte di carattere privatistico sottoposta ad autorizzazione della Consob, richiede - quale condizione per la quotazione di un emittente<sup>137</sup> - l'elemento dell'autonomia gestionale. Il secondo Regolamento - emanato dalla Consob e avente ad oggetto la disciplina dei mercati - riporta una specifica disposizione dedicata alle condizioni per la quotazione delle società sottoposte a direzione e coordinamento. E' l'art. 37, modificato nel 2010 con la stessa Delibera di adozione del Regolamento in materia di operazioni con parti correlate, che prevede le condizioni che inibiscono la quotazione di società controllate sottoposte all'attività di direzione e coordinamento di altra società. Secondo tale disposizione, una società eterodiretta non può quotarsi se:

- non si è adempiuto agli obblighi di pubblicità previsti dall'art. 2497-*bis* del codice civile;
- non è dotata di un'autonoma capacità negoziale nei rapporti con la clientela e i fornitori;
- è in essere con la capogruppo *“un rapporto di tesoreria accentrata, non*

---

<sup>136</sup> Si tratta del Regolamento Mercati adottato dalla Consob con Delibera n. 16191 del 29 ottobre 2007 e successive modificazioni.

<sup>137</sup> L'attività di *listing* è disciplinata a livello comunitario da due direttive, le cui norme sono poi confluite nella direttiva 2001/34, riguardante l'ammissione di valori mobiliari alla quotazione ufficiale e l'informazione da pubblicare su detti valori. A livello nazionale, la Seconda Parte del Regolamento dei mercati di Borsa Italiana S.p.A. dedicata all' *“ammissione alla quotazione ufficiale di Borsa”* dà poi attuazione alla direttiva comunitaria in materia, con riferimento ai mercati regolamentati azionari. Il Titolo 2.4 della Seconda Parte del Regolamento di Borsa è dedicato alla *“domanda e procedura di ammissione”*. Con la presentazione della domanda di ammissione ha inizio un procedimento che, attraverso una serie di atti consequenziali, giunge alla quotazione dei titoli della società che ne ha fatto richiesta. È l'art. 61, comma 1, del Tuf ad affermare il carattere privatistico dell'intera attività di *listing* stabilendo che *«l'attività di organizzazione e gestione dei mercati regolamentati di strumenti finanziari ha carattere di impresa ed è esercitata da società per azioni, anche senza scopo di lucro (società di gestione)»*. Dato il carattere di impresa che l'attività di organizzazione e gestione dei mercati regolamentati deve avere e data la natura privata del soggetto che realizza questa attività, si può affermare che i requisiti di ammissione alla quotazione hanno efficacia vincolante su base negoziale. Per un'analisi della procedura di ammissione alla quotazione nel suo complesso, v. DE MARI M., *La quotazione di azioni nei mercati regolamentati: profili negoziali e rilievo organizzativo*, Torino, 2004, p. 4 ss.; FERRARINI G., *L'ammissione a quotazione: natura, funzione, responsabilità e “self-listing”*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 1/2002, p. 12 ss.; BLANDINI A., *Società quotate e società diffuse. Le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, Edizioni Scientifiche Italiane, 2005, p. 49 ss.; MEO G., *Le società di capitali. Le società con azioni quotate in borsa*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da BESSONE M., Volume XVII, Torino, 2002, p. 282 ss.; BESSONE M., *I mercati mobiliari*, Milano, 2002, p. 109 ss.; ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2015.



*rispondente all'interesse sociale. La rispondenza all'interesse sociale è attestata dall'organo di amministrazione con dichiarazione analiticamente motivata e verificata dall'organo di controllo”;*

- i comitati costituiti all'interno del consiglio di amministrazione non siano composti interamente da amministratori indipendenti e, per le società quotate sottoposte a direzione e coordinamento di altra società quotata, il consiglio di amministrazione non sia composto in maggioranza da consiglieri indipendenti<sup>138</sup>.

L'elemento della quotazione costituisce quindi il presupposto per l'applicazione di regole più stringenti anche sotto il profilo della tutela dell'interesse della società in quanto entità giuridica presa in considerazione singolarmente, prescindendo dalla sua appartenenza al gruppo. O, se meglio può dirsi, proprio l'appartenenza al gruppo sembra costituire il presupposto di applicazione di regole più stringenti che assicurino un sufficiente livello di autonomia nella conduzione della gestione sociale della società che intende quotare le sue azioni in un mercato regolamentato.

---

<sup>138</sup> La Delibera Consob n. 17221/2010 con la quale è stato adottato il Regolamento in materia di operazioni con parti correlate ha apportato delle modifiche all'art. 37 del Regolamento Mercati, rafforzando i presidi di controllo interno delle società sottoposte a direzione e coordinamento di altra società. L'intervento di modifica in questione ha, in particolare, introdotto i requisiti di composizione dei comitati interni al consiglio di amministrazione e la presenza maggioritaria di consiglieri indipendenti nei consigli di amministrazione delle società sottoposte a direzione unitaria di altra società quotata. Tali interventi mirano “a incrementare l'indipendenza di giudizio delle società controllate nell'adempire gli obblighi di corretta amministrazione nonché di motivazione, ai sensi dell'art. 2497-ter c.c., delle decisioni influenzate dalla direzione e coordinamento”. V. CONSOB, *Regolamento disciplinante le operazioni con parti correlate. Relazione illustrativa sull'attività di analisi di impatto della regolamentazione e sugli esiti della procedura di consultazione*, 25 giugno 2010, pubblicata sul sito [www.consob.it](http://www.consob.it), p. 17. In sede di consultazione alcuni rispondenti avevano criticato tali modifiche sostenendo che le stesse in sostanza impedissero l'esercizio della direzione e coordinamento. La Consob ha tuttavia concluso, in sede di esiti della consultazione, che la presenza maggioritaria in consiglio di consiglieri indipendenti è oggi un dato di fatto in molte società quotate (circa un terzo nel 2010), così come la presenza totalitaria di consiglieri indipendenti nei comitati interni. V. anche ASSONIME, *La disciplina della Consob in materia di operazioni con parti correlate*, Circolare n. 38 del 6 dicembre 2010.

### **2.3 Le operazioni di gruppo nel Regolamento Consob parti correlate**

Il Regolamento Consob in materia di operazioni con parti correlate si occupa ampiamente delle operazioni di gruppo. Si possono distinguere differenti tipi di operazioni di gruppo che sono oggetto delle disposizioni regolamentari, tenendo conto della natura delle controparti o dell'entità giuridica che pone in essere l'operazione.

In primo luogo, vi sono le operazioni poste in essere dall'emittente con la capogruppo che, in quanto soggetto controllante in via diretta o indiretta, si configura come parte correlata. Vi sono poi le operazioni compiute con le società sottoposte a comune controllo, anch'esse qualificate come parti correlate dall'Allegato 1 del Regolamento Consob e le operazioni, poste in essere con altri soggetti correlati, e che sono comunque decise sulla base dell'influenza esercitata dalla capogruppo. Alle tre categorie di operazioni individuate si applicheranno le disposizioni di trasparenza e procedurali previste per le operazioni con parti correlate, salvo che le stesse non risultino esenti per una delle ragioni indicate nell'art. 13 del Regolamento. Sono queste le operazioni maggiormente sottoposte al rischio di conflitti di interessi e di espropriazione di benefici privati dal controllo.

Il Regolamento individua un'altra categoria di operazioni con parti correlate di gruppo quando stabilisce che le disposizioni ivi contenute si applicano non soltanto alle operazioni compiute dall'emittente in via diretta ma anche alle operazioni compiute "per il tramite" delle società controllate. Per tali operazioni l'art. 4 prevede che le società debbano individuare nella procedura aziendale *"regole con riguardo alle ipotesi in cui la società esamini o approvi operazioni di società controllate, italiane o estere"*. Tale disposizione è frutto di quanto indicato nel secondo comma dell'art. 2391-bis del codice civile quando afferma che *"i principi di cui al primo comma [volti ad assicurare la correttezza procedurale e sostanziale delle operazioni con parti correlate] si applicano alle operazioni realizzate direttamente o per il tramite di società controllate."*

Il diritto si modella in base alla realtà economica delle imprese, riflettendo quanto avviene nei gruppi societari che possono realizzare operazioni economiche, di rilievo per l'intero gruppo, non soltanto attraverso l'entità giuridica "capogruppo" ma anche e soprattutto attraverso le società controllate. Non deve sfuggire che, in questo caso, il soggetto giuridico cui si applica la disciplina sulle parti correlate è l'emittente capogruppo (o comunque posizionato nella catena intermedia del controllo) che qui è il soggetto che esercita la propria influenza sulle società controllate, facendo realizzare a queste ultime operazioni con soggetti correlati. Anche qui è presente l'esigenza di tutela dell'interesse della società e dei suoi azionisti, posto che gli effetti delle operazioni così realizzate si ripercuotono sul bilancio dell'emittente e sul valore del patrimonio sociale.

Già prima della entrata in vigore del Regolamento Consob, il Codice di Autodisciplina aveva previsto una estensione delle raccomandazioni sul regime procedurale delle operazioni con parti correlate alle società controllate, anche se con riferimento alle operazioni maggiormente significative. La Consob ha invece previsto un regime procedurale rafforzato per tutte le operazioni compiute dalle controllate, a condizione che vi sia un'attività qualificata da parte della capogruppo che deve aver partecipato alla decisione sotto forma di un'approvazione o di un esame; attività che può comunque assumere le forme più disparate, tipiche dell'esercizio della direzione unitaria nell'ambito di un gruppo<sup>139</sup>.

Nel caso delle operazioni compiute "*per il tramite*" delle società controllate le disposizioni applicabili presentano un più elevato grado di flessibilità, atteso che la procedura aziendale dell'emittente potrà modulare i presidi applicabili in

---

<sup>139</sup> A tale proposito, Assonime ha sostenuto che possono esservi operazioni che, se pur esaminate o approvate dalla controllante, non sono riferibili a quest'ultima e operazioni non sottoposte ad esame o approvazione della controllante ma comunque riconducibili alla stessa in virtù dell'attività di direzione e coordinamento esercitata. Per tale ragione la disciplina Consob dovrebbe applicarsi esclusivamente alle operazioni compiute dalle controllate sotto l'influenza della controllante "*tale per cui la società controllata agisca come un mero interposto della controllante*" e tale valutazione dovrebbe basarsi su criteri fattuali, cfr. ASSONIME, *La disciplina della Consob in materia di operazioni con parti correlate*, Circolare n. 38 del 6 dicembre 2010, p. 28.

maniera del tutto autonoma, tenendo in considerazione l'assetto organizzativo del gruppo. Il Regolamento richiede, infatti, che la procedura aziendale adottata dall'emittente controllante stabilisca regole, coerenti con i principi della disciplina (quindi volte a garantire correttezza e trasparenza), per le ipotesi in cui le operazioni con parti correlate: (i) siano poste in essere dalle società controllate e (ii) siano oggetto di esame o di approvazione da parte dell'emittente capogruppo.

La disciplina regolamentare richiede, quindi, che sussista un'attività qualificata (sotto forma di esame o approvazione dell'operazione) ad opera della controllante affinché quest'ultima sia tenuta ad attuare regole di correttezza. Il Regolamento non impone agli emittenti, l'applicazione dei presidi di correttezza e trasparenza per tutte le operazioni compiute dalle controllate, ma soltanto per quelle che presuppongono l'esercizio di un'influenza (con o senza attività di direzione e coordinamento) ulteriore rispetto a quella che esse già esercitino nei propri rapporti con le società controllate.

Quanto alle modalità con cui in concreto si esplicano le attività di esame o approvazione da parte della controllante delle operazioni delle proprie controllate, la Comunicazione interpretativa emanata dalla Consob nel settembre 2010 ha chiarito che tali attività non devono necessariamente essere frutto di uno specifico regolamento di gruppo, ma è sufficiente che un esponente aziendale della controllante esamini preventivamente o approvi le operazioni in forza delle deleghe conferitegli. Per "esame" si può intendere *"non già la mera ricezione di informazioni sull'operazione compiuta dalla controllata (ad esempio, con finalità di controllo o allo scopo di redazione dei documenti contabili societari) bensì una valutazione dell'operazione che possa condurre a un intervento (ad esempio, sotto forma di parere, anche non vincolante) in grado di incidere sul procedimento di approvazione dell'operazione da parte della società controllata"*.

Appare chiaro come l'Autorità di Vigilanza abbia tenuto in debito conto che i gruppi di società sono organizzati nelle forme più variegate. L'influenza

esercitata dalla società capogruppo può realizzarsi attraverso comportamenti di mero fatto, ovvero attraverso decisioni adottate in virtù di specifici regolamenti organizzativi interni. In ogni caso, le operazioni così realizzate possono presentare di fatto i medesimi rischi delle operazioni poste in essere direttamente dalla società controllante/capogruppo e, pertanto, necessitano dell'applicazione di adeguati presidi.

Una ulteriore categoria di operazioni di gruppo è individuata, infine, dall'art. 14, comma 2, del Regolamento che prevede una specifica esenzione per le operazioni compiute “*con o tra società controllate, anche congiuntamente, nonché alle operazioni con società collegate*”<sup>140</sup>. La disposizione appena citata in realtà non prevede una esenzione automatica per tali tipi di operazioni, ma lascia alle società la facoltà di decidere se escludere tali operazioni, in tutto o in parte, dall'applicazione del Regolamento ad una condizione: che non sussistano interessi significativi di altre parti correlate della società<sup>141</sup>. Tali operazioni, che possiamo definire “infragruppo”, presentano minori rischi di pregiudizi nei confronti del patrimonio dell'emittente e, dunque, dei suoi investitori. In tali ipotesi le operazioni con parti correlate presentano una “neutralità” degli effetti sul bilancio dell'emittente che, in quanto soggetto alla disciplina Consob, in questo caso riveste il ruolo di ente capogruppo, in grado di influenzare le decisioni delle società eterodirette. Nonostante ciò, possono esservi delle ipotesi in cui resta fermo il rischio di fenomeni espropriativi; tale rischio può derivare dalla presenza di altre parti correlate che si inseriscano come controparte dell'operazione o comunque risultino coinvolti nell'operazione. E' il caso del *manager* della capogruppo che riveste incarichi anche nella società controllata e la cui remunerazione variabile risulti incentivata sulla base della *performance*

---

<sup>140</sup> Per un'analisi della esenzione in esame, v. MAUGERI M., *Le operazioni con parti correlate nei gruppi societari*, in *Rivista del Diritto Commerciale*, I, 2010, p. 893 e ss..

<sup>141</sup> Per MONTALENTI P., *Società per azioni, corporate governance e mercati finanziari*, Milano, 2011, p. 304 e ss., gli interessi significativi non possono essere indeterminati ma devono piuttosto riguardare la specifica operazione.

della controllata operativa, piuttosto che dei risultati complessivi del gruppo<sup>142</sup>. E' il caso dei gruppi piramidali in cui l'emittente si trovi al livello intermedio della catena di controllo e la società controllata controparte nell'operazione sia partecipata in parte dall'emittente e in parte dalla società posta al vertice della catena di controllo, che esercita un'influenza sulle decisioni tanto dell'emittente quanto della società controllata.

Nei gruppi societari è infine frequente una ulteriore categoria di operazioni con parti correlate che, ancorché non qualificabili come "di gruppo" in senso tecnico - in quanto non compiute con entità giuridiche appartenenti al gruppo medesimo - vedono come controparti i dirigenti con responsabilità strategiche allo stesso appartenenti. Come visto, l'Allegato 1 del Regolamento qualifica come parti correlate i dirigenti dell'emittente e del soggetto controllante. Le regole di correttezza stabilite dalla Consob dovranno essere dunque applicate anche alle transazioni in cui la controparte è il dirigente del gruppo, così come soggetti a quest'ultimo legati (si pensi, ad esempio, ai contratti di consulenza conclusi con lo studio professionale di cui il dirigente, o un suo stretto familiare, sia *partner*).

---

<sup>142</sup> La Comunicazione interpretativa emanata dalla Consob nel settembre 2010 precisa al riguardo che, in linea con quanto stabilito dall'art. 14, comma 2 del Regolamento, la qualificazione della significatività degli interessi di altre parti correlate è rimessa alle società, secondo criteri definiti dalle procedure interne. La significatività degli interessi in capo ad altre parti correlate è dunque rimessa alla valutazione discrezionale delle società, che potranno effettuare una valutazione sulla base delle specifiche caratteristiche del proprio gruppo. La Comunicazione precisa al riguardo: *"le società possono trarre indicazioni dagli eventuali rapporti di natura patrimoniale esistenti tra le società controllate o collegate, da un lato, e altre parti correlate della società, dall'altro. Si pensi, ad esempio, all'esistenza di un significativo credito, nei confronti di una società controllata, in capo all'amministratore delegato della società controllante: è chiaro come tale rapporto giuridico possa incentivare la conclusione di operazioni che consentano un rafforzamento patrimoniale della società controllata che potrebbero tuttavia non essere vantaggiose per la società controllante. Interessi significativi possono, ad esempio, sussistere qualora, in aggiunta alla mera condivisione di uno o più consiglieri o altri dirigenti con responsabilità strategiche, tali soggetti beneficino di piani di incentivazione basati su strumenti finanziari (o comunque di remunerazioni variabili) dipendenti dai risultati conseguiti dalle società controllate o collegate con le quali l'operazione è svolta. La valutazione di significatività va condotta alla luce del peso che assume la remunerazione dipendente dall'andamento della controllata (ivi inclusi i citati piani di incentivazione) rispetto alla remunerazione complessiva del consigliere o del dirigente con responsabilità strategiche. La valutazione di significatività è altresì rimessa alle società nell'ipotesi in cui la controllata o collegata sia partecipata (anche indirettamente, attraverso soggetti diversi dalla società quotata o con azioni diffuse tenuta all'applicazione del Regolamento) dal soggetto che controlla la società. In tal caso, la partecipazione detenuta nella parte correlata dal soggetto che esercita il controllo o l'influenza notevole sulla società dà luogo a un interesse significativo se il peso effettivo di tale partecipazione supera il peso effettivo della partecipazione detenuta dal medesimo soggetto nell'emittente"*.

La realtà dei gruppi societari può indurre l'emittente a includere tra i soggetti da sottoporre alla disciplina in commento anche i dirigenti delle società controllate dall'emittente. Ciò si rende opportuno quando tali dirigenti rivestano tale qualifica sia nella controllante (l'emittente oggetto della disciplina Consob) che nella controllata ovvero nell'ipotesi in cui le responsabilità strategiche siano state decentrate nelle controllate. In base alla "governance" di gruppo adottata, anche in questo caso le società potranno modulare attentamente e nella maniera più opportuna le regole applicabili<sup>143</sup>. Tali considerazioni sono ancor più rilevanti se si considera che importanti operazioni con parti correlate "di gruppo" sono costituite dai piani di remunerazione dei dirigenti del gruppo, in cui la componente variabile della remunerazione è spesso commisurata alla *performance* aziendale delle società operative controllate dall'emittente.

Pare opportuno sottolineare, tuttavia, che nelle suddette ipotesi - al pari delle ipotesi di incarichi di consulenza affidati a persone o entità appartenenti alla sfera del soggetto controllante (ad esempio, persone appartenenti alla famiglia di controllo dell'emittente) o delle sponsorizzazioni - il conflitto di interessi è più facilmente riconoscibile e tangibile. E' semplice infatti individuare in tali ipotesi il perseguimento di un interesse personale in contrasto con l'interesse sociale; si pensi ad esempio all'affidamento di incarichi di consulenza a persone vicine al soggetto di controllo prevedendo compensi esorbitanti, ovvero non ricevendo la società una effettiva e utile prestazione di consulenza. Più complesso è invece individuare e dunque gestire efficacemente i conflitti di interessi che si possono annidare nelle operazioni societarie di gruppo. Qui l'eventuale conflitto è spesso mascherato dalla "ragion di gruppo", in virtù della quale operazioni anche dannose vengono giustificate a livello imprenditoriale.

---

<sup>143</sup> V. in proposito ASSONIME, *La disciplina della Consob in materia di operazioni con parti correlate*, Circolare n. 38 del 6 dicembre 2010, p. 21.

## **2.4 Le operazioni con parti correlate influenzate dall'attività di direzione e coordinamento**

Tra i tipi di “operazioni con parti correlate di gruppo” contemplate dal Regolamento Consob e descritte nel precedente paragrafo rientrano anche le operazioni compiute sotto l'influenza del soggetto controllante. Questo genere di operazioni possono a loro volta suddividersi in: (i) operazioni le cui controparti sono soggetti appartenenti al gruppo (società controllate, controllanti, sottoposte a comune controllo); (ii) operazioni le cui controparti sono soggetti esterni al gruppo e che, in ogni caso, sono anch'esse poste in essere in virtù dell'influenza e/o di direttive impartite dalla capogruppo dell'emittente.

Quale che sia la controparte nell'operazione, l'elemento distintivo è, appunto, l'attività di direzione e coordinamento esercitata sull'emittente che è idonea ad influenzare la decisione di porre in essere o meno l'operazione stessa. Per questa ragione le operazioni in questione sono definibili “di gruppo”, poiché a tale fenomenologia esse appartengono. Prescindendo dalla qualifica della controparte come soggetto interno ovvero esterno al gruppo, l'elemento preponderante della fattispecie “gruppo” presente in queste ipotesi è infatti l'esercizio di un'attività di direzione e coordinamento sull'emittente che incide sulle sue decisioni imprenditoriali.

In queste ipotesi vengono quindi in rilievo, da un lato, l'elemento caratterizzante l'attività di direzione e coordinamento che consiste nella indicazione di direttive dalla capogruppo nei confronti della società eterodiretta al fine di influenzare le decisioni di quest'ultima e fare in modo che l'attività gestoria della società controllata sia indirizzata secondo un'ottica “molecolare”, seguendo una politica più ampia rispetto a quella perseguibile dalla singola entità giuridica. Dall'altro, se si osserva il fenomeno dal punto di vista dell'emittente sottoposto a direzione e coordinamento, l'elemento della fattispecie che viene in rilievo è il grado di autonomia decisionale che caratterizza la società eterodiretta e i doveri e le responsabilità in capo agli amministratori di quest'ultima nei



confronti sia della società stessa che dei soci esterni al gruppo di comando.

Nelle operazioni con parti correlate poste in essere in virtù delle direttive della capogruppo emerge con chiarezza la dialettica tra due interessi: l'interesse della società quotata sottoposta a direzione e coordinamento di altra società (e, dunque, l'interesse dei suoi azionisti che in essa hanno investito) e l'interesse del gruppo nel suo complesso. I due interessi possono essere in contrapposizione tra loro e porre una serie di interrogativi pratici. In presenza di una specifica direttiva del soggetto controllante a porre in essere un'operazione con una parte correlata, gli amministratori della società quotata si troveranno infatti a dover decidere se porre in essere quell'operazione, dovendone valutare tutti gli aspetti e soprattutto dovendo valutare se quell'operazione è nell'interesse della società che essi amministrano. Al contempo, gli amministratori della società quotata hanno il dovere di eseguire le direttive impartite dalla capogruppo.

La questione fondamentale in queste ipotesi attiene alla ricerca di un possibile punto di equilibrio tra il doveroso perseguimento dell'interesse sociale della società quotata in quanto entità giuridica singolarmente considerata e le aspettative del soggetto che esercita legittimamente attività di direzione e coordinamento sulla stessa. Il rischio, come visto, è che nel legittimo esercizio della direzione unitaria nell'ambito di un gruppo si annidino comportamenti opportunistici e espropriativi dell'azionista di controllo in danno della società quotata controllata.

Il pericolo è purtroppo realistico se si pensa agli scandali finanziari degli ultimi anni. In proposito, la dottrina internazionale in tema di “tunneling”<sup>144</sup> ha sottolineato che in diversi Paesi le corti hanno spesso giustificato azioni espropriative ad opera della capogruppo con il riconoscimento della politica di gruppo. Il problema più spinoso risiede nel fatto che pratiche di *tunnelling*

---

<sup>144</sup> JOHNSON S., LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A., *Tunneling*, NBER (National Bureau of Economic Research) Working paper no. 7523, 2000, citando alcuni casi giurisprudenziali degli anni novanta in Francia e Italia, sottolineano come invece le corti del Delaware negli Stati Uniti abbiano trattato le operazioni concluse con il socio di controllo in maniera molto più severa. V. anche ENRIQUES L., *Il conflitto d'interessi nella gestione delle società per azioni: spunti teorici e profili comparatistici in vista della riforma del diritto societario*, in *Rivista delle società*, III-IV, 2000.

avvengano spesso attraverso operazioni di per sé lecite, che tuttavia nascondono il pericolo che la società eterodiretta stia operando in virtù di un interesse diverso da quello suo proprio, senza trarre alcun vantaggio dall'operazione medesima.

Premettendo sin da subito che l'interesse sociale, oggetto di ampio dibattito dottrinale e giurisprudenziale dagli albori del diritto commerciale, è di difficilissima identificazione<sup>145</sup>, ancor più difficile è riconoscere addirittura l'esistenza di un interesse di gruppo, che il legislatore non ha mai espressamente menzionato ma che parte della dottrina ha ritenuto fosse riconosciuto implicitamente, soprattutto dopo l'introduzione nel codice civile del capo dedicato alla direzione e coordinamento di società<sup>146</sup>. Avremo modo di approfondire la materia anche nel prosieguo, ma basti qui constatare che,

---

<sup>145</sup> ANGELICI C., *Interesse sociale e business judgment rule*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, IV, 2012.

<sup>146</sup> E' opportuno qui ricordare che l'ordinamento italiano non ha adottato il modello tedesco, ove si contrappongono le tipologie del gruppo contrattuale e del gruppo di fatto. Il gruppo c.d. contrattuale si fonda su un "contratto di dominio" che consente alla capogruppo di impartire direttive alle società controllate per il perseguimento dell'interesse di gruppo, in cambio della garanzia della controllante di tenere indenne la controllata da qualsiasi perdita causata da atti compiuti nell'interesse, appunto, di gruppo. In proposito v. ampiamente SANTAGATA R., *Autonomia privata e formazione dei gruppi nelle società di capitali*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, a cura di ABBADESSA P. E PORTALE G.B., III, Torino, 2007, p. 799; BOSI G., *Il capitalismo italiano in evoluzione: i gruppi societari tra conflitti di interesse e sviluppo*, in *Rivista trimestrale di diritto processuale civile*, IV, 2011. Interessante al riguardo è anche la volontà della Commissione europea di adottare un'iniziativa per migliorare l'informazione in materia di gruppi di società e per riconoscere la legittimità dell'interesse di gruppo, dichiarata nell'*Action Plan* in materia di diritto societario e *corporate governance* del dicembre 2012.

E' importante inoltre ricordare in questa sede il dibattito che in dottrina e giurisprudenza si è sviluppato con riferimento alla legittimità della direzione unitaria e all'interesse di gruppo. Secondo un'opinione più risalente (MIGNOLI A., *Interesse di gruppo e società a sovranità limitata*, in *Contratto e impresa*, 1986) nei rapporti infragruppo occorre accettare, come dato di fatto, la limitazione di sovranità delle società controllate di fronte ad un interesse di gruppo che supera gli interessi delle singole società appartenenti al gruppo, concludendo per una sostanziale prevalenza dell'interesse di gruppo rispetto l'interesse sociale. Secondo una diversa impostazione (GALGANO F., *I gruppi di società*, Torino, 2001) l'interesse del gruppo risiede nel perseguimento dell'oggetto sociale della capogruppo che, a sua volta, è realizzato in via indiretta dalle controllate. MONTALENTI P., *Conflitto di interessi nei gruppi di società e teoria dei vantaggi compensativi*, in *Giurisprudenza Commerciale*, I, 1995, ha invece ritenuto che, pur non potendosi affermare una prevalenza dell'interesse di gruppo rispetto all'interesse sociale della controllata, è possibile riconoscere che lo svantaggio eventualmente subito da quest'ultima possa essere compensato dal vantaggio acquisito dal gruppo. Sulla scia di quest'ultima posizione dottrinale si è posta la giurisprudenza di merito (Tribunale di Milano, 19 marzo 1993; Appello Milano, 5 febbraio 1994; Tribunale Roma, 2 febbraio 1999). La Cassazione in primo momento aveva accolto la tesi dell'oggetto sociale mediato e indiretto, riconoscendo la legittimità della direzione unitaria (Cass. 26 febbraio 1990, n. 1439). Successivamente la giurisprudenza di legittimità ha accolto la teoria dei vantaggi compensativi riconoscendo la legittimità della direzione e coordinamento purché non arrechi danni che non siano in alcun modo compensabili con un vantaggio di gruppo (Cass. 5 dicembre 1998, n. 12325).

effettivamente, la dicotomia interesse sociale-interesse di gruppo<sup>147</sup> si pone con particolare gravità e delicatezza proprio nelle operazioni con parti correlate di gruppo e soprattutto quando la società quotata eterodiretta compia un'operazione con la parte correlata società controllante ovvero quando ponga in essere un'operazione con un'altra parte correlata ma sotto l'influenza della capogruppo.

La questione appare di fondamentale di rilievo se si considera che come ha avuto modo di sottolineare attenta dottrina, l'art. 2391 in materia di interessi degli amministratori e l'art. 2391-*bis* appaiono pensati dal legislatore per essere applicati occasionalmente, data la rigidità delle regole procedurali e di trasparenza dalle stesse imposte sulle decisioni imprenditoriali di una società per azioni. Nonostante ciò, nel contesto di un gruppo societario *“la possibilità che le scelte degli amministratori siano orientate dalla considerazione di “interessi altri” può presentarsi in forma non già occasionale, bensì ricorrente”*<sup>148</sup>; in un gruppo societario, infatti, la gestione delle singole società, che comunque costituiscono autonomi centri di imputazione di rapporti giuridici, risulta coordinata e indirizzata nell'ambito del perseguimento di un programma imprenditoriale unitario, di gruppo appunto, potendosi anche contemplare la possibilità che, per raggiungere gli obiettivi imprenditoriali in un'ottica di gruppo, si possano sacrificare le istanze delle società singolarmente considerate tenendo conto di interessi che sostanzialmente sono qualificabili come extrasociali.

Una situazione di questo genere fa riflettere sulla reale ed efficace applicabilità dei presidi di cui alle norme civilistiche sopra citate, soprattutto quando ci si trova di fronte una società che fa ricorso al mercato del capitale di

---

<sup>147</sup> FERRO-LUZZI P., *Le operazioni con parti correlate infragruppo*, in AA.VV., *Le operazioni con parti correlate, Atti del Convegno Università Cattolica del Sacro Cuore 19 novembre 2010*, a cura di CARIELLO V., Milano, 2010, p. 11 sottolinea come la disciplina sulle parti correlate e quella sui gruppi appaiano improntate a principi ideologici opposti, la prima connotando in senso negativo il fenomeno del gruppo e del controllo in termini di contrapposizione tra maggioranza e minoranza, a seconda affermando invece la legittimità dell'esercizio di un'influenza della controllante sulla controllata.

<sup>148</sup> GUIZZI G., *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi. Trasparenza, ponderazione e imparzialità nell'amministrazione di s.p.a.*, Quaderni romani di diritto commerciale, Milano, 2014, p. 105.

rischio, poiché esse tengono conto, invece, proprio dell'esigenza di evitare l'interferenza di interessi terzi nella gestione sociale<sup>149</sup>.

E' questa la ragione per la quale è fondamentale che la disciplina sulle operazioni con parti correlate operi efficacemente. Deve qui ricordarsi che è ritenuto da unanime dottrina che la disciplina in questione sia posta a tutela dell'interesse della società e dei suoi investitori<sup>150</sup>. Se questo è vero, come già si è illustrato nel primo capitolo, si rende necessario raggiungere un coordinamento della stessa con la disciplina sui gruppi, posto che quest'ultima riconosce la legittimità di direttive impartite da un soggetto esterno alla società, idonee ad influenzare le sue decisioni imprenditoriali.

## **2.5 Le operazioni con parti correlate delle società soggette a direzione e coordinamento nel Regolamento Consob**

Nell'ambito della regolamentazione secondaria adottata dalla Consob, le operazioni compiute dalle società soggette a direzione e coordinamento vanno a costituire una ulteriore "categoria" di operazioni con parti correlate di gruppo. Il Regolamento se ne è occupato sostanzialmente sotto tre differenti aspetti che, come vedremo, mostrano che la soggezione della società quotata alla direzione unitaria di altro soggetto è considerata un elemento di maggior rischio che necessita di un grado più elevato di tutela.

Dal punto di vista della individuazione delle operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza, l'Allegato 3 del Regolamento prevede che "*Le operazioni con la società controllante quotata o con soggetti a quest'ultima correlati che risultino a loro volta correlati alla società*" sono considerate tali quando uno degli indici di rilevanza supera la soglia del 2,5%. In presenza di un emittente che

---

<sup>149</sup> Sottolinea tale aspetto FERRO-LUZZI P., *Le operazioni con parti correlate infragruppo*, in AA.VV., *Le operazioni con parti correlate*, Atti del Convegno Università Cattolica del Sacro Cuore 19 novembre 2010, a cura di CARIELLO V., Milano, 2010, p. 3 e ss..

<sup>150</sup> MAFFEI ALBERTI A., *Commentario breve al Diritto delle Società*, Padova, 2015, p. 702.

fa parte a sua volta di un gruppo quotato la soglia che fa scattare l'applicazione dei presidi procedurali e di trasparenza più stringenti è dunque dimezzata.

Una disposizione che si occupa delle società sottoposte a direzione e coordinamento sotto il profilo dell'assetto di governo societario interno, è l'art. 37 del Regolamento Mercati che, come visto in precedenza, è stato modificato proprio con la Delibera Consob di adozione del Regolamento parti correlate per prevedere requisiti di *governance* (attinenti alla composizione del consiglio di amministrazione) più stringenti per le società sottoposte a direzione e coordinamento di altra società che intendono quotarsi in un mercato regolamentato<sup>151</sup>. La disposizione in commento distingue, come visto, tra due livelli differenti di regole inerenti la composizione dell'organo amministrativo, a seconda che la società che intende quotarsi sia sottoposta alla direzione unitaria di una società a sua volta quotata o meno.

Questa norma regolamentare considera la presenza della direzione unitaria e, se del caso, l'ulteriore elemento della quotazione della capogruppo che esercita tale potere, come elementi della fattispecie che richiedono un maggior grado di attenzione e l'applicazione di presidi più stringenti. Anche in questo caso i presidi applicabili attribuiscono un ruolo preponderante agli amministratori indipendenti, mirando a garantire un certo grado di autonomia decisionale, *nonostante* l'esercizio della direzione unitaria. La previsione di un requisito di composizione dell'organo amministrativo e dei suoi comitati risulta funzionale non soltanto ad una maggiore autonomia dell'organo amministrativo ma anche ad una più efficace applicazione della normativa in materia di parti correlate.

Autorevole dottrina ha sottolineato come l'art. 37 in commento susciti forti perplessità perché in contrasto con la stessa nozione di direzione e coordinamento che comporta, di per sé, l'applicazione di adeguati presidi in termini di trasparenza e motivazione delle decisioni previsti dalle norme codicistiche<sup>152</sup>. A

---

<sup>151</sup> Si veda quanto illustrato più in dettaglio nel presente capitolo al paragrafo 2.2.

<sup>152</sup> MONTALENTI P., *Società per azioni, corporate governance e mercati finanziari*, Milano, 2011, p. 304.

fronte di tali autorevoli opinioni vi sono poi da segnalare le considerazioni svolte dall'Autorità che, in esito alla pubblica consultazione sul Regolamento parti correlate, ha invece fatto presente come i dati empirici dimostrino che almeno un terzo delle società quotate presentano consigli di amministrazione composti in maggioranza da consiglieri indipendenti e comitati interni al consiglio con una unanime composizione indipendente, che paiono dunque non ostacolare la presenza di emittenti appartenenti a gruppi di società e sottoposti a direzione e coordinamento<sup>153</sup>.

A parere di chi scrive, è opportuno partire da due considerazioni per poter affermare l'assenza di un vero contrasto tra l'art. 37 del Regolamento Mercati e l'attività di direzione e coordinamento. La prima attiene alla circostanza che gli amministratori indipendenti sono, come già detto, amministratori a tutti gli effetti e svolgono le funzioni gestorie con un ruolo non esecutivo, ma comunque attivo. La seconda considerazione attiene alla possibilità anche per l'azionista di maggioranza di nominare consiglieri qualificati come indipendenti, fatto che nella pratica avviene molto spesso, e anzi, può dirsi che sia l'azionista di controllo ad esprimere la maggioranza della componente indipendente del consiglio. Ciò deve necessariamente implicare la possibilità di esercitare la propria influenza sulla società controllata anche attraverso la nomina di amministratori indipendenti, posto che l'esercizio della direzione unitaria e le direttive in concreto impartite troveranno la loro efficacia ed esecuzione grazie ad una serie di strumenti; si pensi ad esempio alla struttura organizzativa di gruppo attraverso la previsione di specifici regolamenti e procedure di gruppo. Ma soprattutto, sarà l'operato degli amministratori esecutivi ad assicurare l'esercizio della direzione unitaria da parte della capogruppo eseguendo le direttive dalla stessa impartite, entro il limite degli atti gestori legittimi e non abusivi.

Nel tentativo di raggiungere un punto di equilibrio tra la legittima influenza della capogruppo sull'emittente, in ragione della politica di gruppo, e la necessità

---

<sup>153</sup> CONSOB, *Regolamento disciplinante le operazioni con parti correlate. Relazione illustrativa sull'attività di analisi di impatto della regolamentazione e sugli esiti della procedura di consultazione*, 25 giugno 2010, pubblicata sul sito [www.consob.it](http://www.consob.it).

che l'emittente decida se compiere un'operazione con parti correlate soltanto se nel suo interesse, il Regolamento Consob ha affrontato la questione in maniera esplicita occupandosi del problema sostanziale della valutazione che devono svolgere gli amministratori indipendenti. L'art. 14, comma 1, del Regolamento Consob prevede in proposito che *“Qualora la società sia soggetta a direzione e coordinamento, nelle operazioni con parti correlate influenzate da tale attività i pareri previsti negli articoli 7 e 8 nonché nell'Allegato 2 recano puntuale indicazione delle ragioni e della convenienza dell'operazione, se del caso anche alla luce del risultato complessivo dell'attività di direzione e coordinamento ovvero di operazioni dirette a eliminare integralmente il danno derivante dalla singola operazione con parte correlata”*.

E' chiaro qui il riferimento ad alcune importanti disposizioni previste in tema di gruppi dal legislatore della riforma: si pensi al dovere di recare puntuale indicazione delle ragioni e della convenienza dell'operazione, che è un chiaro rinvio all'art. 2497-ter del codice civile, rubricato *“Motivazione delle decisioni”*<sup>154</sup>. Tale disposizione richiede che *“Le decisioni delle società soggette ad attività di direzione e coordinamento, quando da questa influenzate, debbono essere analiticamente motivate e recare puntuale indicazione delle ragioni e degli interessi la cui valutazione ha inciso sulla decisione”*. Il riferimento alla norma codicistica è però non del tutto lineare. Una differenza fondamentale, a mio giudizio, sta in ciò che, mentre l'art. 2497-ter richiede che si rechi puntuale indicazione degli “interessi” la cui valutazione hanno inciso sulla decisione – formulazione che fa pensare che possa trattarsi non soltanto dell'interesse della società eterodiretta ma anche di altri interessi ad essa esterni che giustifichino la decisione - la norma del Regolamento Consob presuppone che, anche in presenza di attività di direzione e coordinamento, gli amministratori indipendenti debbano valutare e dimostrare che la società ha interesse in prima persona al compimento di una data operazione.

---

<sup>154</sup> Cfr. MUCCIARELLI G., *Sub art. 2497-ter*, in *Direzione e coordinamento di società, Commentario alla riforma delle società*, diretto da MARCHETTI P., BIANCHI L.A., GHEZZI F., NOTARI M., Milano, 2012, p. 225 e ss..

E' chiaro inoltre il rinvio all'art. 2497 del codice civile e alla teoria dei vantaggi compensativi<sup>155</sup>, che consentirebbe il compimento di un'operazione pregiudizievole per la società controllata senza che la capogruppo possa essere ritenuta responsabile, laddove sussistano altri vantaggi in grado di compensare, o annullare del tutto, il pregiudizio arrecato.

Anche qui, tuttavia, mi pare di ravvisare un'importante differenza, in ciò che l'art. 14 del Regolamento parti correlate prevede tale possibilità "*se del caso*", sottolineando come il ricorso a vantaggi compensativi sia del tutto secondario rispetto alla valutazione, di primaria importanza, dell'interesse della società eterodiretta al compimento di quella specifica operazione<sup>156</sup>.

Nel terzo capitolo, dopo aver effettuato un'analisi dei diversi aspetti delle due discipline che si intende in questa sede coordinare, si cercherà anche di comprendere appieno il significato delle disposizione regolamentare in questione.

## **2.6 La disciplina sulle parti correlate: valenza organizzativa nell'ambito dei gruppi societari**

Come visto nel precedente paragrafo, la dottrina si è interrogata principalmente sul coordinamento tra le disposizioni dettate in tema di parti correlate e le disposizioni sui gruppi di società.

In tale contesto a me pare però di poter ravvisare un ulteriore dato fondamentale per la nostra analisi. Osservando l'insieme delle disposizioni

---

<sup>155</sup> Cfr. al riguardo MONTALENTI P., *Conflitto di interessi nei gruppi di società e teoria dei vantaggi compensativi*, in *Giurisprudenza Commerciale*, I, 1995, p. 710 e ss.; DENOZZA F., *Rules vs. Standards nella disciplina dei gruppi: l'inefficienza delle compensazioni virtuali*, in *Giurisprudenza Commerciale*, I, 2000, p. 327 e ss.; ROSSI S., ABRIANI N., MONTALENTI P., MUCCIARELLI F., SACCHI R., *Una tavola rotonda sui vantaggi compensativi nei gruppi*, in *Giurisprudenza Commerciale*, I, 2002, p. 613 e ss. In giurisprudenza cfr. Cass. 24 agosto 2004, n. 16707; Cass. 5 dicembre 1998, con nota di MONTALENTI P., *Operazioni infragruppo e teoria dei vantaggi compensativi: l'evoluzione giurisprudenziale*, in *Giurisprudenza Italiana*, 1999, p. 2317; Cass. 29 settembre 1997, n. 9532; App. Torino, 4 dicembre 2000.; App. Milano, 30 marzo 2001; Trib. Treviso, 20 giugno 2002; App. Bologna, 29 gennaio 2003.

<sup>156</sup> GILOTTA S., *Interesse sociale, interesse di gruppo e interesse collettivo nella regola sulla responsabilità per abuso di direzione unitaria*, in *Giurisprudenza Commerciale*, I, 2014.



regolamentari in tema di parti correlate, infatti, è possibile notare come la disciplina in parola sia intervenuta sostanzialmente quale ulteriore tassello della disciplina organizzativa dei gruppi quotati. Il riflesso organizzativo sui gruppi delle regole sulle parti correlate emerge soprattutto se si considera che, come visto, la maggior parte delle operazioni con parti correlate sono operazioni “di gruppo”.

A proposito di gruppi, già autorevole dottrina aveva sottolineato l'importanza dal punto di vista organizzativo delle norme in materia previste dagli artt. 2497 e ss. del codice civile<sup>157</sup>, ravvisando nelle suddette disposizioni un insieme di regole volte a determinare la *governance* del gruppo. La notazione appare condivisibile. Le disposizioni in tema di direzione e coordinamento di società dettate dal legislatore della riforma del 2003 risultano in prima battuta volte a presidiare il fenomeno dei gruppi societari attraverso la previsione di regole in tema di responsabilità della capogruppo, di trasparenza informativa, di prosternazione dei finanziamenti infragruppo, financo della stessa definizione di gruppo societario, attraverso la previsione di specifiche presunzioni. Tuttavia, a ben vedere, le disposizioni in parola si traducono in un disegno preciso di come il gruppo di società si organizza. Il legislatore ci dice con chiarezza, ad esempio, che vi è gruppo quando vi è controllo, o meglio, lo stesso si presume. Ancora, le disposizioni in tema di responsabilità da direzione e coordinamento indicano anche alcuni aspetti organizzativi dei gruppi societari, lasciando intendere che negli stessi vi è un soggetto capogruppo che impartisce delle direttive alle società controllate nell'interesse *imprenditoriale* proprio o altrui ottemperando ai principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale. Le disposizioni in esame ci indicano anche quali sono i flussi informativi interni ad un gruppo: ad esempio, i

---

<sup>157</sup> VALZER A., *Il potere di direzione e coordinamento di società tra fatto e contratto*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da ABBADESSA P., PORTALE G.B., III, Torino, 2007, p. 838 che ha evidenziato come l'affermazione di una responsabilità derivante dall'attività di direzione e coordinamento fa emergere l'esistenza di un corrispondente potere, che a sua volta incide sull'"assetto dei poteri" interno ad una società per azioni. L'A. parla di un vero e proprio "*statuto organizzativo di gruppo*". TOMBARI U., *Poteri e doveri dell'organo amministrativo di una s.p.a. "di gruppo" tra disciplina legale e autonomia privata (appunti in tema di corporate governance e gruppi di società)*, in *Rivista delle società*, I, 2009 ha ampiamente terrorizzato l'assetto di *governance* dei gruppi societari.

le informazioni sui dati contabili vengono fornite dalle società controllate alla società controllante, e viceversa, al fine di consentire ad entrambi di redigere correttamente il proprio bilancio. Gli artt. 2497 e ss. dettano, infine, regole di *governance* importanti quando prevedono che l'organo amministrativo debba adeguatamente motivare le decisioni adottate in virtù dell'influenza esercitata dalla capogruppo. Appare evidente come il legislatore, pur se non espressamente, abbia immaginato un vero e proprio assetto organizzativo dei gruppi societari, basandosi sulla osservazione della realtà societaria delle grandi imprese.

Considerata la frequenza con la quale nell'ambito di un gruppo vengono poste in essere operazioni con parti correlate, alle operazioni di gruppo compiute da una società aperta al mercato del capitale di rischio si applicherà un ulteriore *set* normativo<sup>158</sup>, quello disposto dal Regolamento Consob sulle parti correlate, connotato anch'esso da un'indubbia valenza organizzativa. Basti pensare alle disposizioni che dettano regole in tema di spostamento delle competenze decisionali, flussi informativi *ex ante* e *ex post* tra organi sociali, coinvolgimento degli amministratori indipendenti, rilascio di pareri preventivi, conferimento di incarichi ad *advisors* esterni. Come visto anche nel primo capitolo si tratta di regole che incidono necessariamente sull'assetto di *governance* della società, al pari delle disposizioni in tema di direzione e coordinamento.

Alla luce anche di queste ultime considerazioni appare di fondamentale rilievo procedere ad un raffronto tra le due sfere di disciplina e tentare un reciproco coordinamento. Solo successivamente sarà dunque possibile dare un effettivo contenuto al parere degli amministratori indipendenti nelle operazioni di gruppo, al fine di tentare di tracciare possibili "criteri guida" che gli stessi amministratori possano seguire per effettuare un'accurata valutazione. Come e cosa essi devono giudicare al fine di rendere effettiva ed efficace la loro valutazione, perseguire davvero l'interesse della società e dei suoi azionisti e

---

<sup>158</sup> GAMBINO A., *Su taluni problemi in tema di gruppi*, in *Giurisprudenza Commerciale*, I, 2012, secondo il quale la disciplina sulle parti correlate si aggiunge alla disciplina societaria dell'attività da direzione e coordinamento per regolare i "*problemi sostanziali*" dei gruppi, ponendosi "prima delle" e "accanto alle" regole attinenti la responsabilità della capogruppo, la pubblicità, i finanziamenti infragruppo ecc..

andare esenti da responsabilità?

**CAPITOLO TERZO**  
**OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE DI GRUPPO:**  
**COORDINAMENTO TRA NORME E VALUTAZIONE DEGLI**  
**AMMINISTRATORI INDIPENDENTI**

**3.1 Il tema della necessità di coordinamento tra la disciplina sulle parti correlate e la disciplina dei gruppi.**

Nelle operazioni infragruppo, in presenza di società per azioni aperte al mercato del capitale di rischio, si pone l'esigenza di coordinare tre ambiti di disciplina di grande rilievo per il governo societario. Si tratta delle disposizioni dettate in tema di interessi degli amministratori, attività di direzione e coordinamento e operazioni con parti correlate, poiché le stesse possono trovare applicazione alla medesima fattispecie<sup>159</sup>.

Rispondere a tale esigenza di coordinamento è importante per fornire un adeguato canone di valutazione agli amministratori, in particolare agli amministratori indipendenti, quando si trovino di fronte ad un'operazione con parti correlate che è stata definita nel secondo capitolo "di gruppo". Ai consiglieri indipendenti è infatti affidato il compito, non sempre agevole, di esprimere un parere sulla correttezza sostanziale e procedurale dell'operazione, nonché sulla convenienza delle relative condizioni. L'attività di rilascio del parere richiede, per essere realmente efficace, di mettere in campo tutti gli elementi, valutarli analiticamente e, infine, effettuare un'analisi in concreto sulle ragioni imprenditoriali che conducono ad una determinata scelta gestoria, affinché la stessa non risulti il frutto di interferenze esterne.

Ai fini che ci si è riproposti, occorre partire dal dato attinente alla prospettiva "ideologica" delle discipline che nelle fattispecie in esame si intersecano. Mentre la disciplina in materia di operazioni con parti correlate

---

<sup>159</sup> Si veda in proposito la sintetica disamina in CIAN G., TRABUCCHI A., *Commentario breve al Codice Civile, sub art. 2391-bis*, Padova, 2014.

sembrerebbe dare rilievo al concetto di “interesse sociale”, con un approccio per così dire “atomistico” che focalizza l’attenzione sulla società monade singolarmente considerata, la disciplina in materia di gruppi sembra dare rilievo invece all’”interesse di gruppo” o, per meglio dire, ad una politica di gruppo, secondo un approccio “molecolare” che vede la società come autonomo centro di interessi innestato in un contesto, giuridicamente rilevante, di un insieme di società tra loro connesse e legate da un unico fine imprenditoriale.

Le due discipline appaiono in contrasto sia dal punto di vista che abbiamo definito “ideologico”, sia sotto il profilo degli effetti pratici derivanti dai due approcci sopra descritti: mentre la disciplina sui gruppi presuppone infatti che l’attività della società controllata possa essere orientata ad un interesse tecnicamente “altro” rispetto all’interesse sociale, per preoccuparsi poi di evitare che questo perseguimento di interessi esterni si risolva in un concreto pregiudizio per i soci e per i creditori con la teoria dei vantaggi compensativi, le regole dettate dalla Consob in materia di parti correlate mirano a garantire che la società, pur se eterodiretta, persegua l’interesse della stessa come entità giuridica singolarmente considerata e che, anzi, l’interesse estraneo non si insinui nel processo decisionale e non influenzi la decisione degli amministratori.

Invero, al termine della nostra analisi si potrebbe giungere alla conclusione che il contrasto tra i due ambiti normativi sia soltanto apparente, essendo gli stessi entrambi volti, in definitiva, a risolvere lo stesso problema: “gestire” e affrontare efficacemente il rischio di un depauperamento della società eterodiretta in danno dei suoi azionisti<sup>160</sup>. L’obiettivo è però perseguito con approcci del tutto differenti che prevedono inevitabili interferenze a livello interpretativo e operativo, oltre che concrete conseguenze, che vedremo sul contesto della valutazione che gli amministratori indipendenti sono chiamati ad effettuare ai sensi degli artt. 7 e 8 del Regolamento Consob.

Al fine di delineare analiticamente il contenuto di tale valutazione, risulta

---

<sup>160</sup> Così MAUGERI M., *Le operazioni con parti correlate nei gruppi societari*, in *Rivista del Diritto Commerciale*, I, 2010, p. 887.

allora necessario innanzitutto rispondere all'esigenza di coordinamento delle discipline applicabili e valutare altresì se le stesse risultino davvero in contrasto come ipotizzato poc'anzi o se, pur differenti, è possibile individuare una chiave interpretativa che agevoli il compito degli amministratori.

Si possono distinguere tre differenti questioni da affrontare in tema di coordinamento tra norme applicabili alle operazioni di gruppo, come verrà di seguito illustrato. E' necessario in primo luogo tener conto dell'interferenza con ciascuna delle due discipline in esame delle regole dettate, in via generale, in tema di interessi degli amministratori, per poi passare all'analisi delle interferenze tra le norme in tema di gruppi e quelle in tema di parti correlate.

### **3.1.1 Gruppi e interessi degli amministratori**

Una prima "interferenza" tra discipline si è presentata, anche prima della entrata in vigore del Regolamento Consob sulle parti correlate, tra la disposizione civilistica in tema di interessi degli amministratori<sup>161</sup> e le disposizioni in tema di direzione e coordinamento di società, la prima oggetto di modifica e le seconde introdotte *ex novo* da parte della riforma del diritto societario del 2003.

La sovrapposizione dei precetti normativi deriva in questo caso dalla seguente circostanza: da un lato, l'organo amministrativo di una società sottoposta a direzione e coordinamento si trova nella costante condizione di dover decidere in merito alle operazioni societarie non soltanto in considerazione del dovere di curare l'interesse della società, ma anche in considerazione delle direttive che gli sono impartite dalla capogruppo; dall'altro, l'art. 2391 del codice

---

<sup>161</sup> Sulla nuova formulazione dell'art. 2391 del codice civile a seguito della riforma del 2003, MINERVINI G., *Gli interessi di amministratori di s.p.a.*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, a cura di ABBADESSA P. E PORTALE G.B., II, Torino, 2006, p. 581 e ss.; DE CRESCENZIO U., *Il divieto di concorrenza e il conflitto di interessi*, in *Le nuove s.p.a., I sistemi di amministrazione e controllo*, diretto da CAGNASSO O., PANZANI L. IV, Bologna, 2012, p. 130; GUIZZI G., *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi. Trasparenza, ponderazione e imparzialità nell'amministrazione di s.p.a.*, Quaderni romani di diritto commerciale, Milano, 2014, p. 17 e ss..

civile prevede alcune regole, di trasparenza e di procedura, quando un componente di quell'organo amministrativo abbia un interesse "*per conto proprio o di terzi*" (non necessariamente *in contrasto*) in una determinata operazione della società.

La disposizione in materia di interessi degli amministratori richiede, come noto, che siano rispettate regole di informativa endosocietaria - prevedendo l'obbligo di fornire analitiche informazioni sulla "*natura, i termini, l'origine e la portata*" dell'interesse al consiglio di amministrazione e al collegio sindacale - regole di neutralizzazione dell'interesse - mediante l'obbligo di astensione dell'amministratore delegato - e regole procedurali - mediante l'obbligo di adeguata motivazione sulle "*ragioni e la convenienza per la società dell'operazione*". Appare evidente come la disposizione in parola, pur tenendo conto del fatto che in una data operazione economica possono esservi una pluralità di interessi concorrenti oltre a quello sociale, risulti finalizzata a far sì che gli interessi terzi non condizionino la decisione dell'organo gestorio.

L'importanza attribuita dal legislatore alle regole in questione è dimostrata, oltre che dalla sanzione prevista dallo stesso art. 2391 in termini di impugnabilità della delibera consiliare "illegittima" in presenza di un danno potenziale ascrivibile alla stessa<sup>162</sup>, anche dalla sanzione penale prevista in caso di omessa comunicazione del conflitto di interessi dall'art. 2629-*bis* del codice civile.

La dottrina ha affrontato la questione dell'applicabilità degli insiemi normativi in esame (2391 e 2497 e ss. del codice civile) al caso in cui l'organo di gestione (i) sia composto da amministratori che ricoprono la medesima carica sia nella società eterodiretta che nella capogruppo (c.d. *interlocking directorates*)<sup>163</sup>;

---

<sup>162</sup> L'art. 2391, comma 3, prevede una ulteriore regola di neutralizzazione degli interessi esterni quando prevede l'impugnabilità della delibera consiliare anche nel "*caso di deliberazioni del consiglio o del comitato esecutivo adottate con il voto determinante dell'amministratore interessato*".

<sup>163</sup> Un problema di sovrapposizione delle suddette discipline potrebbe verificarsi, oltre che nel caso sopra richiamato di *interlocking directorates*, anche nel caso in cui gli amministratori della società eterodiretta risultino portatori degli interessi della capogruppo per altre ragioni (ad esempio, perché soci rilevanti della stessa capogruppo, oppure perché nominati nell'organo amministrativo della controllata su designazione della capogruppo).

(ii) sia chiamato a decidere in merito ad un'operazione in cui tali amministratori risultino portatori di un interesse terzo, posto che la società eterodiretta risulta sottoposta all'influenza della capogruppo in cui gli stessi amministratori rivestono la propria carica.

Ricercare un coordinamento tra le due discipline presuppone la risposta ad un primo interrogativo: se l'interesse del gruppo nel suo complesso sia qualificabile come un interesse terzo e distinto da quello della società eterodiretta e se l'amministratore che ricopre la carica sia nell'organo amministrativo di quest'ultima che nella capogruppo sia, appunto, portatore di un interesse estraneo a quello sociale, che è necessario far emergere ed eventualmente "immunizzare". Un problema di sovrapposizione tra discipline si pone infatti nelle operazioni infragruppo se si ritiene che: (i) l'amministratore in questione sia portatore dell'interesse del gruppo per conto della società controllante e (ii) l'interesse sociale non ricomprenda in sé anche l'interesse di gruppo<sup>164</sup>, nel senso che quest'ultimo costituisce sempre un concetto distinto e separato dalla nozione di interesse sociale, che non è sempre soddisfatto in termini astratti dal perseguimento di una politica di gruppo e dovrà dunque trovare una sua identificazione al fine di poterne neutralizzare gli eventuali effetti negativi.

Si può rispondere affermativamente al primo interrogativo se si tiene conto, da un lato, che l'amministratore che si fa portavoce delle istanze della capogruppo è portatore di un interesse specifico idoneo a influenzarne le scelte; dall'altro, che in ogni caso lo stesso amministratore può avere un interesse personale, legato alla politica di gruppo, in ragione delle cariche ricoperte. Si pensi al caso in cui la sua remunerazione variabile sia legata ad obiettivi di gruppo parametrati su dati del bilancio consolidato sia il componente della famiglia di controllo del gruppo medesimo. E' possibile, dunque, che l'esigenza di tutela degli azionisti non svanisca in presenza di una politica di gruppo che l'amministratore è chiamato a realizzare, ma anzi necessiti di essere garantita alla

---

<sup>164</sup> ENRIQUES L., POMELLI A., *sub art. 2391*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di MAFFEI ALBERTI A., I, Padova, 2005.



stessa stregua di altri interessi estranei a quello sociale.

Per quanto concerne la questione se interesse di gruppo e interesse sociale coincidono ovvero sono distinti, partirei dalla seguente considerazione. Gli stessi potrebbero, a prima vista, essere ritenuti coincidenti in ragione del fatto che l'art. 2497 sembra presupporre, in una situazione di "fisiologia", che la capogruppo eserciti l'attività di direzione e coordinamento portando avanti l'interesse imprenditoriale del gruppo nel suo complesso nel rispetto delle regole di correttezza societaria e gestionale, dunque prefiggendosi pur sempre lo scopo di garantire la capacità delle società controllate di remunerare i creditori e i propri soci, di fare in modo che le stesse configurino sempre "autonomi centri di profitto". Se si segue questo ragionamento, si potrebbe essere indotti a concludere che in un'operazione di gruppo l'amministratore della società eterodiretta non sia portatore di un interesse "proprio o per conto di terzi" distinto dall'interesse sociale. Nulla dunque dovrebbe essere comunicato agli organi sociali, salvo che non sussista anche un interesse "personale" dell'amministratore medesimo<sup>165</sup>. Ritenere l'interesse di gruppo sostanzialmente coincidente con l'interesse della società monade avrebbe l'indubitabile vantaggio di evitare le conseguenze in termini di appesantimento del processo decisionale che deriverebbero, invece, da un'applicazione incondizionata dell'art. 2391. Si pensi all'obbligo di astensione dell'amministratore delegato che, se applicato senza filtri nelle operazioni infragruppo, potrebbe comportare una vera e propria paralisi dell'operatività sociale. Si potrebbe inoltre sostenere al riguardo che, nel momento in cui l'attività di direzione e coordinamento è stata oggetto di idonea informativa ai sensi dell'art. 2497-bis, l'interesse di gruppo di cui sono portatori gli amministratori è *icti oculi* evidente e non necessiterebbe di un'apposita *disclosure* nei confronti degli altri componenti del consiglio e del collegio sindacale.

Se si giunge a ritenere, invece, che la politica di gruppo e l'interesse della

---

<sup>165</sup> Si pensi di nuovo ai casi già menzionati in cui l'amministratore in questione sia anche a sua volta socio della capogruppo o appartenga alla famiglia che controlla il gruppo, ovvero intrattenga relazioni commerciali o professionali significative con la capogruppo in relazione alle quali lo stesso amministratore potrebbe trarre un vantaggio personale dall'operazione da esaminare.

società eterodiretta restano pur sempre distinti, torneranno pienamente applicabili i presidi previsti dall'art. 2391, accanto alle disposizioni in tema di direzione e coordinamento di società. Ciò vorrà dire che l'amministratore, che ricopre la propria carica sia nella capogruppo che nella società eterodiretta, dovrebbe sempre rendere edotti gli organi sociali della sussistenza di un interesse specifico nelle operazioni di gruppo e la eventuale disapplicazione dell'art. 2391 sarà consentita solo a seconda del contenuto dell'operazione, sulla base di una valutazione da compiersi caso per caso.

A parere di chi scrive, è lo stesso bene giuridico tutelato dall'art. 2391 e la *ratio* sottesa a tale disciplina che inducono a concludere per la distinzione tra interesse sociale e interesse di gruppo, ammesso che si possa ritenere quest'ultimo come un concetto giuridicamente rilevante<sup>166</sup>.

Tale distinzione risulta ancor più evidente quando la società controllata sia anche quotata o diffusa. Più che di interesse sociale, stante il carattere eccessivamente astratto anche di questo concetto, si potrebbe parlare di autonomia decisionale o gestionale, richiamata anche dall'art. 37 del Regolamento Mercati, di cui si è effettuata una sintetica analisi nei capitoli precedenti. Il concetto di autonomia gestionale richiama quello di autonomia di giudizio che dovrebbe ispirare l'operato dell'organo amministrativo che deve ottemperare al dovere di curare la gestione, in via esclusiva (art. 2380-*bis*), della società, a garanzia della redditività della partecipazione e della integrità del patrimonio sociale.

Partendo dalla considerazione dell'interesse di gruppo come estraneo e terzo rispetto all'interesse della società controllata, si potrà allora cercare una risposta all'esigenza di coordinamento delle norme in tema di interessi degli amministratori e di direzione unitaria.

Secondo alcuni autori, nelle ipotesi in cui sussiste un'attività di direzione e

---

<sup>166</sup> L'ordinamento italiano è giunto a riconoscere la piena legittimità dell'attività di direzione e coordinamento di altre società, stante comunque l'autonomia giuridica delle società eterodirette. L'interesse di gruppo non è riconosciuto espressamente come un interesse giuridicamente rilevante per BUSSOLETTI M., LA MARCA E., *Gruppi e responsabilità da direzione unitaria*, in *Rivista del diritto commerciale*, I, 2010.

coordinamento, la disciplina sugli interessi degli amministratori non troverebbe applicazione in quanto comunque assorbita dagli obblighi di trasparenza e di motivazione delle decisioni previsti dagli artt. 2497-*bis* e 2497-*ter* del codice civile. Nelle operazioni in questione sussisterebbe infatti una coincidenza tra l'interesse dell'amministratore e l'interesse del gruppo e le norme in materia di direzione e coordinamento di società sarebbero sufficienti di per sé ad arginare i rischi di conflitto di interesse nei gruppi, tenuto conto in particolare dell'obbligo di motivazione di cui al 2497-*ter*<sup>167</sup>.

Secondo altri autori, invece, le due discipline realizzano finalità non coincidenti (quella in tema di direzione e coordinamento si incentra sulla responsabilizzazione *ex post* della *holding*, mentre l'art. 2391 si incentra sui vincoli da rispettare *ex ante* per evitare il rischio che le decisioni siano condizionate da interessi terzi) e dunque richiederebbero un'applicazione concorrente. In particolare è stato sostenuto che, se l'art. 2497 legittima la direzione e coordinamento, ciò non pare sufficiente ad escludere l'applicazione dell'art. 2391, disposizione volta a tutelare, anche nell'interesse della stessa capogruppo, la correttezza del processo decisionale<sup>168</sup>.

Chi sostiene l'applicabilità di entrambe le discipline ricorda inoltre che in realtà non vi è sovrapposizione degli obblighi, prevedendo l'una obblighi di

---

<sup>167</sup> GUIZZI G., *sub art. 2391*, in *Società di capitali. Commentario* NICCOLINI G., STAGNO D'ALCONTRES A., II, Napoli, 2004, p. 657; PENNISI R., *La disciplina delle società soggette a direzione unitaria ed il recesso nei gruppi*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da ABBADESSA P., PORTALE G.B., III, Torino, 2007, p. 892; VALZER A., *Il potere di direzione e coordinamento di società tra fatto e contratto*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da ABBADESSA P., PORTALE G.B., III, Torino, 2007, p. 804 e ss.; e ancora più di recente GUIZZI G., *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi. Trasparenza, ponderazione e imparzialità nell'amministrazione di s.p.a.*, Quaderni romani di diritto commerciale, Milano, 2014, p. 111.

<sup>168</sup> VENTORUZZO M., *sub artt. 2391 e 2391-bis*, in *Commentario alla riforma del diritto societario* diretto da MARCHETTI P., BIANCHI L.A., GHEZZI F., NOTARI M., Milano, 2005, per il quale le due discipline hanno finalità differenti: l'una tutelare soci e creditori della società controllata; l'altra tutelare anche la capogruppo da operazioni in conflitto. Si veda in proposito anche l'opinione di SCOGNAMIGLIO G., *Motivazione delle decisioni e governo del gruppo*, in *Rivista di diritto civile*, I, 2009, p. 773 e ss. che, pur riconoscendo un aggravio di adempimenti procedurali, ritiene pienamente operativa la disposizione di cui all'art. 2391 nei gruppi.

*disclosure* preventiva, gli altri l'obbligo di motivazione *ex post*<sup>169</sup>. Tra le due norme (art. 2391 e art. 2497-ter) dovrebbe essere quindi ravvisata una relazione peculiare: si tratta infatti di disposizioni sottese da *ratio* differenti che purtuttavia incidono su un medesimo ambito, potendo dunque esprimere tale relazione in termini di reciproca e significativa complementarità<sup>170</sup>.

Tra queste due tesi se ne ravvisa una, per così dire, intermedia secondo la quale è applicabile la disciplina a tutela del conflitto di interessi (art. 2391) alle operazioni infragruppo nella misura in cui detto conflitto sia configurabile come episodico e perciò non di ordinario accadimento. La tesi in parola ritiene applicabile la disciplina di cui all'art. 2391, sebbene con alcuni temperamenti<sup>171</sup>, prendendo atto della possibilità che l'amministratore di una controllata che intenda assumere una decisione nell'interesse del gruppo nel suo complesso non sia sempre imputabile di conflitto *ex art.* 2391.

Le considerazioni sopra illustrate inducono a preferire una permanenza dei presidi di cui alla norma generale in tema di interessi degli amministratori che appare ancora utile anche in presenza dell'attività di direzione unitaria. Il "fatto" dell'esercizio della direzione unitaria si può infatti facilmente e costantemente tradurre in una sostanziale interferenza di interessi nelle scelte della società controllata. Intendo dire che, anche se si è in presenza di una situazione

---

<sup>169</sup> Così MINERVINI G., Gli interessi di amministratori di s.p.a., in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, a cura di ABBADESSA P. e PORTALE G.B., II, Torino, 2006, p. 592; ENRIQUES L. e POMELLI A., *sub art.* 2391, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di MAFFEI ALBERTI A., I, Padova, 2005, 760 e ss secondo i quali altrimenti si giungerebbe alla conclusione di una coincidenza tra interesse sociale e interesse di gruppo che non sarebbe condivisibile.

<sup>170</sup> Cfr. VALZER A., *Il potere di direzione e coordinamento di società tra fatto e contratto*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da ABBADESSA P., PORTALE G.B., III, Torino, 2007, p. 860, che individua la differenza di fondo tra le due disposizioni in ciò che nell'art. 2497-ter il legislatore non chiede, alla stregua del 2391, di indicare perché l'operazione sia conveniente *nonostante* la presenza di un interesse esterno; l'onere di motivazione che essa impone ha come referente la diversa ipotesi di decisioni che siano *di per sé* influenzate da altro soggetto e in cui l'interesse esterno della capogruppo, per sua natura, è idoneo a influenzare la decisione della controllata. Per questo motivo l'art. 2497-ter chiede piuttosto un'analitica descrizione degli interessi in gioco che hanno inciso sulla valutazione.

<sup>171</sup> SANTAGATA R., *Interlocking directorates e "interessi degli amministratori" di società per azioni*, in *Rivista delle società*, 2009, p. 327 e ss.. CALLEGARI M., *I gruppi di società*, in *Il nuovo diritto societario nella dottrina e nella giurisprudenza 2003-2009*, Bologna, 2009, p. 1091 ricorda la necessità di interpretazioni "flessibili" dell'art. 2391 in presenza di un gruppo per evitare dannosi ingessamenti dell'attività societaria.

conosciuta quale è l'esercizio della direzione unitaria, in quanto circostanza di fatto sottoposta alle regole di trasparenza di cui all'art. 2497-*bis*, non si può ritenere prive di utilità le informazioni da rendere ai sensi dell'art. 2391 sulla natura dell'interesse di cui un amministratore sia portatore, i suoi termini e la sua portata. Se anche i componenti degli organi collegiali fossero edotti della sussistenza di uno specifico interesse connesso alla politica di gruppo, non risulterà affatto inutile, nella dinamica della discussione in sede collegiale, mettere a disposizione tutte le informazioni di dettaglio inerenti tale interesse, affinché se ne possa concretamente discutere e, conseguentemente, motivare adeguatamente l'interesse che in ogni caso ha la società al compimento di una specifica operazione "interessata". Forse solo attraverso un effettivo dibattito tra le diverse componenti del consiglio di amministrazione sarà possibile infatti tutelare il perseguimento dell'interesse sociale, in particolare proprio nelle società quotate che vedono articolare l'organo amministrativo in diverse componenti che possono alimentare il dibattito stesso (amministratori indipendenti, amministratori di minoranza).

Al fine di evitare una "paralisi" dell'attività gestoria, una disapplicazione dell'art. 2391 potrà essere consentita, dunque, soltanto all'esito di una valutazione da compiersi caso per caso. A tal fine potrebbe rivelarsi importante, per evitare abusi o facili elusioni, adottare un regolamento "di gruppo" che, tenendo conto dell'assetto di deleghe delle società controllate, individui *ex ante* le operazioni infragruppo di competenza dell'amministratore delegato in cui è possibile ravvisare la sicura assenza di un interesse, connesso al gruppo, interferente con quello sociale, in ragione delle dimensioni dell'operazione medesima o della sua natura (ad esempio, perché trattasi di operazione rientrante nel normale esercizio dell'attività di impresa e a condizioni *standard* o di mercato, in cui non è possibile ravvisare la sussistenza di possibili influenze esterne dalla società capogruppo).

Naturalmente resterà fermo l'obbligo di astensione dell'amministratore delegato laddove lo stesso abbia un interesse "personale" o per conto di altri

soggetti terzi nell'operazione medesima.

### **3.1.2 Operazioni con parti correlate e disciplina civilistica sugli interessi degli amministratori**

Anche la disciplina dell'art. 2391-*bis* presenta diversi punti di contatto con la disciplina sugli interessi degli amministratori<sup>172</sup>.

E' la stessa definizione di parti correlate che induce ad una naturale connessione tra le due disposizioni, posto che gli amministratori sono sempre parti correlate della società e, dunque, le operazioni in cui gli stessi abbiano un interesse "*per conto proprio o di terzi*"<sup>173</sup> saranno sottoposte alla disciplina regolamentare dettata dalla Consob; ciò, naturalmente, laddove la società in questione entri nella sfera di applicazione soggettiva del Regolamento in quanto società aperta al mercato del capitale di rischio. Ne deriva una parziale sovrapposizione delle due discipline, che non osta ad un'applicazione di entrambe in misura concorrente, poiché le stesse risultano complementari<sup>174</sup>.

Appare significativa in proposito la struttura a due pilastri su cui si incentrano entrambe le disposizioni: la trasparenza informativa in relazione agli interessi, da un lato, e la correttezza procedurale, dall'altro.

Sotto il profilo della trasparenza, l'art. 2391 del codice civile richiede, come detto, che gli amministratori "interessati" rendano edotti gli altri

---

<sup>172</sup> MINERVINI G., *Gli interessi di amministratori di s.p.a.*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, a cura di ABBADESSA P. E PORTALE G.B., II, Torino, 2006, p. 601; ESPOSITO S., *Le operazioni con parti correlate: regole sulla trasparenza e sul governo societario*, in *Rivista del diritto commerciale*, I, 2010, p. 875.

<sup>173</sup> In particolare, quando l'amministratore sia portatore di un interesse di altra parte correlata della società, in quanto rientrante nella definizione di cui all'Allegato 1 del Regolamento Consob che contempla tra le parti correlate anche gli stretti familiari dell'amministratore medesimo ovvero entità sottoposte a sua influenza notevole o dominante. V. GILOTTA S., *Interesse sociale, interesse di gruppo e interesse collettivo nella regola sulla responsabilità per abuso di direzione unitaria*, in *Giurisprudenza Commerciale*, I, 2014.

<sup>174</sup> GILOTTA S., *Interesse sociale, interesse di gruppo e interesse collettivo nella regola sulla responsabilità per abuso di direzione unitaria*, in *Giurisprudenza Commerciale*, I, 2014; VENTORUZZO M., *sub art. 2391*, in *Commentario alla riforma del diritto societario* diretto da MARCHETTI P., BIANCHI L.A., GHEZZI F., NOTARI M., Milano, 2005, p. 423;

amministratori e il collegio sindacale della “*natura, i termini, l'origine e la portata*” dell’interesse in questione.

Sotto il profilo procedurale, si richiede che il consiglio di amministrazione rechi adeguata motivazione delle ragioni e della convenienza per la società dell’operazione. Una ulteriore disposizione procedurale è dedicata al caso in cui il soggetto “interessato” sia l’amministratore delegato, nel qual caso lo stesso dovrà astenersi dal compiere l’operazione investendo della stessa l’organo collegiale nel suo complesso.

E’ facile ravvisare in tali previsioni principi comuni a quelli dettati dalla disciplina in tema di operazioni con parti correlate, tuttavia con notevoli differenze.

Il Regolamento Consob sulle parti correlate prevede dei meccanismi di *disclosure* interna alla società sulla circostanza che l’operazione deliberanda sia da compiersi con una parte correlata; al fine di ottemperare agli obblighi regolamentari in esame, la società si dovrà dunque organizzare, attraverso specifiche procedure, affinché la struttura aziendale riesca a individuare tutte le operazioni con parti correlate e applicare loro i presidi imposti dalla legge<sup>175</sup>. Non si prevede espressamente che l’amministratore debba rendere edotto il consiglio degli interessi di cui è portatore in una specifica operazione; ciò è giustificato, da un lato, dal fatto che la disciplina sulle parti correlate è più ampia, potendo contemplare anche casi in cui non vi sia un interesse in capo al singolo amministratore, bensì ad altri soggetti comunque qualificabili come parti correlate; dall’altro, dal fatto che è l’art. 2391 a dettare tale obbligo per le operazioni “interessate”.

Il quadro appena delineato mostra come, già sotto il profilo della trasparenza endosocietaria, le due disposizioni codicistiche possono trovare ciascuna il proprio spazio di applicazione: le operazioni con parti correlate, ancorché talvolta sovrapponibili, sono infatti ben diverse dalle operazioni

---

<sup>175</sup> Una ulteriore informativa endosocietaria è quella che deve essere fornita trimestralmente al consiglio di amministrazione sull’esecuzione delle operazioni di minore rilevanza.

interessate<sup>176</sup>.

Il Regolamento Consob, come visto nel primo capitolo, prevede un'ampia *disclosure* anche a livello esosocietario, da mettere a disposizione del pubblico, su “*caratteristiche, modalità, termini e condizioni dell'operazione*”, oltre che sulla natura e portata degli interessi delle controparti. Si fa qui riferimento al documento informativo, estremamente dettagliato, che deve essere pubblicato entro 7 giorni dall'approvazione di un'operazione di maggiore rilevanza. Senza dimenticare, inoltre, che il Regolamento richiede una *disclosure* verso il mercato che prescinde dalla grandezza economica dell'operazione e si basa piuttosto sulla rilevanza dell'operazione medesima per l'informativa al mercato. Si fa riferimento: (i) agli obblighi informativi nella relazione sulla gestione connessi agli effetti sulla situazione patrimoniale o sui risultati della società (art. 5, comma 8, lett. *b* e *c*), e (ii) agli obblighi di trasparenza sulla controparte dell'operazione e sulla procedura seguita per la sua approvazione nei comunicati stampa *price sensitive*, aventi ad oggetto l'operazione medesima (art. 6).

Sotto il profilo procedurale, appaiono inoltre evidenti i richiami della disciplina Consob all'obbligo di astensione dell'amministratore delegato quando si prevede uno spostamento di competenze in capo al consiglio di amministrazione anche per operazioni che, secondo l'assetto dei poteri, risultino di competenza dell'amministratore con deleghe. L'avocazione della competenza in capo all'organo collegiale in questo caso è dovuta al superamento delle soglie di rilevanza nell'operazione; nel caso di operazioni di minore rilevanza, invece, pur restando ferma la competenza dell'amministratore delegato, laddove prevista, è comunque necessario interpellare il comitato degli indipendenti per ottenere il loro parere non vincolante.

---

<sup>176</sup> Le operazioni contemplate dall'art. 2391 del codice civile, in cui un amministratore sia portatore di un interesse proprio o per conto di terzi, non necessariamente hanno come controparte una parte correlata, quale definita dall'Allegato 1 del Regolamento Consob. Per converso, in un'operazione con parti correlate potrebbe non sussistere uno specifico interesse in capo ad un amministratore. I due insiemi possono sovrapporsi quando l'operazione da esaminare trovi come controparte una parte correlata che è il medesimo amministratore, un suo stretto familiare o un entità sottoposta a sua influenza notevole o dominante. O ancora quando, anche se la controparte non è un soggetto legato all'amministratore, lo stesso abbia uno specifico interesse al compimento dell'operazione in virtù della sua qualità di socio di controllo.



Ancora più evidenti sono i richiami all'adeguata motivazione che deve recare la deliberazione sulle "*ragioni e la convenienza per la società dell'operazione*", secondo quanto previsto dal secondo comma dell'art. 2391. E' naturale ritrovarvi un'analogia con la valutazione sull'interesse della società al compimento dell'operazione con parti correlate e sulla convenienza delle relative condizioni, che è l'essenza del parere, vincolante o meno, che gli amministratori indipendenti devono rilasciare prima della deliberazione definitiva.

A dimostrazione dell'applicazione concorrente delle due disposizioni (artt. 2391 e 2391-*bis*), l'art. 2, comma2, del Regolamento Consob fa espressamente salvi gli artt. 2391 e 2373 (in tema di conflitto di interessi del socio), oltre che le disposizioni dedicate all'attività di direzione e coordinamento.

Ciò che è importante sottolineare in questa sede è che forse la più grande distinzione tra le due disposizioni si avverte sotto il profilo delle sanzioni applicabili all'ipotesi di comportamenti contrari alle regole di trasparenza e procedurali in esse previste. Mentre infatti l'art. 2391 prevede espressamente la possibilità di impugnare la delibera consiliare adottata in violazione degli obblighi di trasparenza e procedurali già richiamati, ovvero in caso di voto determinante dell'amministratore interessato<sup>177</sup>, la stessa sanzione non è prevista in via diretta dall'art 2391-*bis*.

Come illustrato nel capitolo primo, tuttavia, in caso di inosservanza delle regole in tema di operazioni con parti correlate saranno comunque attuabili i rimedi impugnatori di cui all'art. 2388 (delibera consiliare adottata in violazione della legge o dello statuto), oltre che i rimedi della denuncia al collegio sindacale e al tribunale (artt. 2408 e 2409) e i rimedi risarcitori dell'azione sociale di responsabilità (artt. 2392 e ss)<sup>178</sup>. Senza dimenticare, infine, in termini di effettività della disciplina, i poteri sanzionatori attribuiti all'Autorità di Vigilanza

---

<sup>177</sup> Ulteriore condizione necessaria perché si possa impugnare la delibera consiliare è che sussista la potenzialità di un danno alla società. Sulla scarsa efficacia in concreto del rimedio in esame, CAMPOBASSO G., *Diritto Commerciale*, II, Torino, 2013, p. 371 e ss.

<sup>178</sup> I rimedi in questione sono attivabili, laddove ne sussistano i presupposti, anche in caso di violazione delle regole di cui all'art. 2391.

nei confronti dell'emittente e del collegio sindacale, laddove ne sussistano i presupposti richiesti dal Tuf<sup>179</sup>.

Oltre ai rimedi già richiamati, possono essere inoltre frequenti i casi in cui, nell'ambito di un'operazione con parti correlate, un amministratore risulti anche "interessato"; in tali ipotesi la violazione delle regole di cui all'art. 2391-*bis* potrebbero determinare la sussistenza concorrente dei presupposti per l'impugnativa di cui all'art. 2391, naturalmente laddove la delibera sia anche idonea ad arrecare un danno alla società.

### **3. 2 Operazioni con parti correlate e disciplina sui gruppi: un coordinamento possibile?**

Il Regolamento parti correlate propende per un'applicazione "*congiunta e cumulativa*"<sup>180</sup> dei due ambiti normativi. L'art. 2, comma, del Regolamento da subito chiarisce espressamente che la disciplina sulle parti correlate fa salva l'applicazione, tra l'altro, "*degli articoli da 2497 a 2497-septies del codice civile*". La precisazione può apparire ultronea, posto che in ogni caso norme di rango primario quali quelle in materia di direzione e coordinamento di società avrebbero un'efficacia piena<sup>181</sup>. Tuttavia, appare evidente la consapevolezza del regolatore in ordine alla possibilità di sovrapposizioni tra le due discipline che necessiterebbero di chiarimenti interpretativi.

In realtà, a ben vedere, la vera sovrapposizione interviene solo quando

---

<sup>179</sup> Come già accennato nel primo capitolo, stante il quadro normativo ad oggi vigente, l'effettività dei poteri sanzionatori attribuiti alla Consob è caratterizzata ancora da un certo grado di debolezza, atteso che i primi soggetti responsabili della valutazione sostanziale delle operazioni con parti correlate non sono soggetti ad alcuna sanzione, salvo che non si dimostri quella che abbiamo definito la "*probatio diabolica*", introdotta in seguito al recepimento della Direttiva CRD IV, del grave pregiudizio nei confronti dell'integrità del mercato e della tutela degli investitori.

<sup>180</sup> MAUGERI M., *Le operazioni con parti correlate nei gruppi societari*, in *Rivista del Diritto Commerciale*, I, 2010, p. 889.

<sup>181</sup> FERRO-LUZZI P., *Osservazioni al secondo documento di consultazione della Consob del 3 agosto 2009*, pubblicato sul sito [www.consob.it](http://www.consob.it), p. 7.

l'emittente quotato si trova a dover decidere di un'operazione con parti correlate sotto l'influenza della capogruppo oppure, al contrario, nell'ipotesi in cui l'emittente compia un'operazione con parti correlate *“per il tramite”* di una società controllata, esercitando il proprio potere di direzione e coordinamento. E' infatti in questi casi che si produce una concreta sovrapposizione tra discipline, operando in questo caso certamente le regole sulla responsabilità da direzione e coordinamento.

Le due discipline presentano, come accennato, molti punti di interferenza ma senza dubbio divergono sia per contenuto e interessi tutelati, che per ambito di applicazione.

All'indomani dell'entrata in vigore della disciplina in tema di parti correlate è stato rilevato che vi fosse netta incompatibilità tra siffatta disciplina e le disposizioni in tema di direzione e coordinamento di società, in ragione della loro *“profonda diversità [...] ideologico-politica”*<sup>182</sup>. Sono state illustrate in precedenza le problematiche connesse alla differente impostazione e filosofia cui sembrano improntate le due discipline e che rende, pertanto, necessario analizzare le relative previsioni caratterizzanti, al fine di trovare i punti di “contrasto” e i punti di contatto tra le stesse, utili a comprendere se è possibile trovarvi un coordinamento<sup>183</sup>.

Una lettura delle norme in esame, anche alla luce dell'impianto sistematico in cui le stesse si inseriscono, consente di individuare alcuni ambiti che meritano

---

<sup>182</sup> FERRO-LUZZI P., *Le operazioni con parti correlate infragruppo*, in AA.VV., *Le operazioni con parti correlate*, Atti del Convegno Università Cattolica del Sacro Cuore 19 novembre 2010, a cura di CARIELLO V., Milano, 2010, p. 10 e ss, ove l'Autore afferma *“In effetti la disciplina delle parti correlate parte, come si è visto, da una concezione del tutto negativa del controllo, e a valle del gruppo; e muove, come talora si è visto espressamente affermare in documenti Consob [...] dal postulato che sia in qualche modo strutturale alle società quotate un conflitto tra maggioranza e minoranza e la tendenza della maggioranza ad estrarre benefici privati dalla società. La normativa civilistica del controllo muove da postulati affatto diversi: dalla liceità in principio del fenomeno del gruppo e del controllo, dall'essere connaturato nell'attività di direzione e coordinamento l'eventuale danno ingiustificato recato alle controllate stabilendo le condizioni di responsabilità”*.

<sup>183</sup> La compresenza delle suddette discipline, che sembrano ispirarsi a principi opposti, costituiscono una peculiarità dell'ordinamento italiano. Nel Regno Unito e in Francia esiste infatti una disciplina sulla transazioni con parti correlate, ma non una disciplina compiuta sui gruppi; in Germania esiste soltanto la disciplina dei gruppi societari. Per un'analisi comparata cfr. BENUSSI C., *Infedeltà patrimoniale e gruppi di società*, Milano, 2009, p. 90 e ss..

una riflessione più approfondita per comprendere appieno affinità e differenze tra i due insiemi normativi.

### **3.2.1 I presupposti di applicazione e gli strumenti giuridici utilizzati**

Il principale aspetto, di immediata evidenza, che differenzia la disciplina in tema di direzione e coordinamento di società e quella in materia di parti correlate attiene ai presupposti di applicazione.

Le norme in tema di gruppi vengono in rilievo per tutte le società, indipendentemente dalla circostanza che le stesse siano aperte o meno al mercato del capitale di rischio. Tale disciplina presuppone, inoltre, la sussistenza di un'attività di direzione e coordinamento da parte di un soggetto che, in ragione della partecipazione posseduta<sup>184</sup>, è in grado di esercitare una forte influenza sulle relative decisioni, al fine di dirigere unitariamente un'impresa plurisoggettiva e coordinata, nella forma del gruppo. La sussistenza dell'esercizio di una direzione unitaria è inoltre presunta quando la capogruppo controlla la società eterodiretta<sup>185</sup>. Il controllo, di fatto o di diritto, è il presupposto per l'esercizio di un potere di influenza sulla società che, come abbiamo visto nel secondo capitolo, va oltre il normale esercizio dei diritti patrimoniali e amministrativi connessi alla detenzione della partecipazione sociale.

Quanto alla disciplina sulle parti correlate, sotto il primo profilo l'insieme delle società per le quali la stessa trova applicazione è più ristretto, poiché la stessa si rivolge esclusivamente alle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio.

---

<sup>184</sup> In questa sede non è possibile soffermarsi anche sulla fattispecie del gruppo c.d. "paritetico" contemplato dall'art. 2497-*septies* del codice civile, che prevede l'applicazione delle disposizioni sulla direzione e coordinamento di società anche al caso in cui tale attività derivi da un contratto o da clausola statutaria. La presente analisi si basa esclusivamente sulla direzione e coordinamento derivante dal controllo, essendo quest'ultima fattispecie la più vicina alla definizione di parti correlate di cui al Regolamento Consob.

<sup>185</sup> L'art. 2497-*sexies* prevede una presunzione relativa di esercizio dell'attività di direzione e coordinamento da parte di "*società o ente tenuto al consolidamento dei loro bilanci o che comunque le controlla ai sensi dell'art. 2359*".

Sotto il secondo profilo, invece, la disciplina in parola trova un ambito di applicazione più ampio poiché presuppone la sussistenza del mero controllo, ovvero della meno incisiva (in termini di entità della partecipazione detenuta) influenza notevole, senza operare alcuna preventiva indagine sulla circostanza che sussista anche l'esercizio di un potere di direzione sulla società emittente.

Se è vero che il Regolamento in materia di operazioni con parti correlate mira all'applicazione dei noti requisiti di trasparenza e procedurali ad operazioni societarie che trovino come controparti una vasta gamma di soggetti, secondo il differente grado di influenza che gli stessi possono esercitare sull'emittente, è anche vero tuttavia che, come abbiamo potuto constatare già nel secondo capitolo, da un'analisi più approfondita della realtà dei gruppi societari quotati emerge una sostanziale coincidenza dell'ambito di applicazione delle due discipline. Tale concorrente applicazione può verificarsi secondo un approccio discendente, vale a dire in presenza di direzione e coordinamento esercitata dalla società quotata nei confronti delle sue controllate, ovvero secondo un approccio ascendente, quando la società quotata sia sottoposta all'esercizio di tale potere da parte di una *holding* capogruppo.

Abbiamo anche argomentato che il Regolamento Consob parti correlate costituisce, in sostanza, una ulteriore "traccia organizzativa" per i gruppi societari quotati, dettando le linee guida che il gruppo dovrà adottare con riferimento ai flussi informativi (sia endosocietari, che tra le società appartenenti al gruppo medesimo), nonché ai rapporti e alla ripartizione di competenze tra organi sociali di tutte le società del gruppo.

Una differenza di fondo è individuabile nella tecnica normativa utilizzata dalle due discipline<sup>186</sup> e negli strumenti giuridici cui il legislatore fa ricorso per raggiungere il giusto equilibrio tra le istanze della grande impresa ad organizzarsi nella forma del gruppo societario, secondo un indirizzo unitario, e l'esigenza di tutelare coloro che investono le proprie risorse nella società appartenente ad un

---

<sup>186</sup> CIAN G., TRABUCCHI A., *Sub art. 2391-bis*, in *Commentario breve al Codice Civile*, Padova, 2014.

tale schema organizzativo.

La tecnica normativa è in effetti nettamente diversa: come visto, mentre le regole in materia di direzione e coordinamento in qualche misura presuppongono che l'attività della società controllata venga orientata alla realizzazione di un interesse tecnicamente "altro" rispetto a quello sociale, per preoccuparsi poi di evitare che il perseguimento di questo interesse estraneo (quello di gruppo) si risolva in depauperamento della società controllata a danno dei suoi azionisti di minoranza, le regole Consob tendono invece ad evitare che un simile interesse estraneo possa insinuarsi a monte del processo decisionale, in favore di soggetti disinteressati (il comitato di amministratori indipendenti), ogniquale volta le caratteristiche dell'operazione lascino presagire il possibile prevalere di tale interesse.

Essenziale a tale ultimo proposito è sottolineare come, alla stregua di quanto già affermato in merito al rapporto tra l'art. 2391 e gli artt. 2497 e ss. del codice civile, il perseguimento di una politica di gruppo è da considerarsi un interesse "altro", differente e distinto rispetto all'interesse sociale della controllata, alla stregua di qualunque altro interesse esterno rispetto a quello delle creazione di valore di tutti gli azionisti. Può verificarsi certamente che l'interesse perseguito dal gruppo nel suo complesso coincida del tutto con l'interesse imprenditoriale della singola società controllata (perché, ad esempio, sotto il profilo imprenditoriale un'operazione societaria soddisfa contemporaneamente entrambi). Tale coincidenza non può tuttavia essere mai data per presupposta. Piuttosto, la disciplina sulle parti correlate presuppone che qualunque influenza esterna sulle decisioni societarie debba essere in qualche modo neutralizzata, non tanto per vietare che vi sia un'influenza esterna - circostanza che è nella realtà economica fenomeno spesso fisiologico - quanto piuttosto per assicurare che, pur in presenza delle normali influenze esterne, gli amministratori abbiano agito nell'interesse dei loro azionisti, operando una sintesi di tutti i differenti possibili interessi degli azionisti medesimi.

Orbene, lo strumento giuridico utilizzato dai due ambiti di disciplina per

“governare” la compresenza di differenti interessi è nettamente diverso.

Da un lato, si prevede una regola di responsabilità in capo - oltre che agli attori del processo decisionale della società eterodiretta (gli amministratori, secondo le generali regole in termini di responsabilità di cui all'art. 2392 del codice civile) - anche e soprattutto in capo ad un soggetto esterno, l'entità che esercita la direzione unitaria, nel caso in cui tale potere di influenza si traduca in abuso e in violazione delle regole di corretta gestione sociale e imprenditoriale. Dall'altro, la disciplina sulle parti correlate individua regole organizzative che operano *ex ante*, a monte del processo decisionale e soprattutto all'interno della società eterodiretta, non intervenendo invece su soggetti terzi, e in particolare sulle parti correlate dell'emittente. La prospettiva dalla quale osservare e applicare la disciplina parti correlate è infatti il punto di vista dell'emittente quotato; non si richiede invece alle parti correlate di rispondere dell'applicazione delle regole in questione. Si chiede, piuttosto, all'emittente sottoposto alla possibile influenza delle parti correlate di costruire un impianto di regole endosocietarie che assicurino un processo decisionale trasparente e corretto.

Nonostante le nette differenze poc'anzi delineate è possibile individuare un “riavvicinamento” delle due tecniche normative nella necessità dichiarata dal legislatore che le decisioni societarie siano, in entrambi i casi, improntate alle regole di correttezza societaria e imprenditoriale. Intendo dire con ciò che, a ben vedere, anche la disciplina sui gruppi, per poter concedere alla capogruppo quella che è stata definita una sostanziale “irresponsabilità” da direzione e coordinamento<sup>187</sup> - nel senso di giustificare e legittimare scelte imprenditoriali improntate alla ragion di gruppo, piuttosto che alle ragioni della singola società - richiede comunque che dette decisioni siano adottate nell'alveo della correttezza societaria e imprenditoriale. E cosa sono i principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale se non le regole di correttezza cui è improntato il processo decisionale previsto dal Regolamento parti correlate?

---

<sup>187</sup> BUSSOLETTI M., *Sulla irresponsabilità da direzione unitaria abusiva e su altre questioni aperte in tema di responsabilità ex art. 2497 cod. civ.*, in AA.VV., *Governo dell'impresa e responsabilità dei gestori. Giornata di studio in ricordo di Salvatore Pescatore*, Padova, 2012.

L'analisi che si intende effettuare è finalizzata proprio ad individuare i comuni parametri di corretta gestione societaria e imprenditoriale su cui devono basarsi gli amministratori in presenza di una concorrente applicazione delle due discipline.

### **3.2.2 I beni giuridici tutelati**

L'indagine che ci si è proposti non può prescindere da una ulteriore distinzione, attinente alla *ratio* di fondo delle due discipline e, dunque, al bene giuridico che le stesse intendono tutelare.

Si è già detto nel primo capitolo che la disciplina sulle operazioni con parti correlate mira a tutelare gli azionisti di minoranza e, più in generale, coloro che investono le proprie risorse in una società aperta al mercato del capitale di rischio, dal pericolo di comportamenti espropriativi connessi ad operazioni societarie con soggetti correlati, in grado di influenzare le decisioni della società medesima e, pertanto, di orientare tali decisioni in direzioni differenti da quelle che un amministratore accorto adotterebbe se non fosse influenzato da interessi estranei a quello della società.

La disciplina in parola mira a raggiungere la finalità poc'anzi individuata attraverso regole che garantiscano che gli amministratori compiano il proprio dovere "tipico" di "curare" la gestione della società e perseguire l'interesse sociale, senza assoggettare le proprie decisioni all'influenza di interessi terzi ed estranei.

Il proposito è dunque di raggiungere l'obiettivo di protezione degli investitori in via per così dire "mediata", attraverso il perseguimento di un altro primario obiettivo: la realizzazione dell'interesse sociale. Intendo dire con questo, invertendo l'ordine del ragionamento, che la disciplina sulle parti correlate individua un primo obiettivo, il perseguimento dell'interesse della società, in quanto lo stesso presuppone l'applicazione di criteri di correttezza gestionale e



imprenditoriale, fondamentali per garantire l'obiettivo ultimo: che gli azionisti risultino remunerati adeguatamente dal loro investimento e non siano danneggiati dalla considerazione di interessi di pochi, a danno dei molti.

A ben vedere, né l'art. 2391-*bis*, né le norme regolamentari dettate dalla Consob dichiarano espressamente quale sia il bene concreto tutelato dalla disciplina. Ad una prima lettura delle norme pare si renda esplicita, piuttosto, l'intenzione di garantire il perseguimento dell'interesse sociale, quale concetto "astratto" alla base della corretta gestione imprenditoriale, quando si richiede di adottare procedure che garantiscano la trasparenza e la "*correttezza sostanziale e procedurale*" delle operazioni con parti correlate (art. 2391-*bis*) e soprattutto quando, nell'individuare il contenuto del parere degli amministratori indipendenti, si richiede che gli stessi si pronuncino sull'"*interesse della società al compimento dell'operazione e sulla convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni*" (artt. 7 e 8 del Regolamento Consob). I parametri di riferimento della disciplina potrebbero a prima vista indurre a concludere che la disciplina sulle parti correlate tenda quasi a "rivitalizzare" la teoria neo-istituzionalistica dell'interesse sociale, inteso come interesse che prescinde dall'interesse dei singoli soci.

In realtà, a me pare piuttosto che l'interesse della società al compimento di un'operazione con parti correlate sia da intendere come qualcosa di molto più concreto: un canone di valutazione degli amministratori finalizzato alla tutela degli investitori<sup>188</sup>, il cui raggiungimento passa attraverso l'applicazione di una procedura decisionale dettagliata. A tale proposito è bene ricordare che l'interesse sociale è oggi da attenta dottrina ritenuto eccessivamente astratto<sup>189</sup>, essendo preferibile considerare tale concetto, più che altro, un canone di comportamento

---

<sup>188</sup> La disciplina in quesitone sembra proporre una continua "tensione" tra contrattualismo e istituzionalismo in termini di teorizzazione di cosa sia "interesse sociale". La dicotomia in parola può forse risolversi nella procedimentalizzazione delle decisioni societarie a tutela del mercato, in una sorta di equilibrio che non incide sul merito delle decisioni ma preferisce enfatizzare il ruolo di procedure e trasparenza per assicurare la correttezza del processo decisionale.

<sup>189</sup> ANGELICI C., *Interesse sociale e business judgment rule*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, IV, 2012.

degli amministratori.

Tali considerazioni ci inducono ad individuare il *bene* giuridico tutelato in concreto dalla disciplina<sup>190</sup>, come anticipato, nell'interesse degli investitori estranei al gruppo di comando a non essere danneggiati da azioni espropriative. Il perseguimento dell'interesse sociale - attraverso scelte imprenditoriali dettate dall'unico obiettivo di realizzare la creazione di valore per tutte le componenti della compagine azionaria - dovrebbe garantire la conservazione e l'accrescimento del patrimonio sociale, o quantomeno l'assenza di pregiudizi al patrimonio medesimo, di modo che gli azionisti non debbano subirne in via indiretta un danno alla redditività della loro partecipazione.

Guardando alle disposizioni che si occupano di direzione e coordinamento di società e, in particolare, alla disposizione che si occupa della responsabilità derivante dall'esercizio di tale attività (art. 2497 del codice civile), esse individuano espressamente gli obiettivi di protezione. E' prevista infatti la diretta responsabilità del soggetto che esercita l'attività di direzione e coordinamento *“nell'interesse imprenditoriale proprio o altrui in violazione dei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale”* per il *“pregiudizio arrecato alla redditività ed al valore della partecipazione sociale, nonché nei confronti dei creditori sociali per la lesione cagionata all'integrità del patrimonio della società”*.

Il precetto normativo individua espressamente i soggetti tutelati: i soci e i creditori eventualmente danneggiati dall'esercizio della direzione unitaria abusiva. Si possono isolare le diverse componenti della fattispecie utili a individuare la *ratio* sottesa alla regola di responsabilità: (i) si impone indirettamente, in capo al soggetto che esercita l'attività di direzione e coordinamento, un canone di comportamento per l'esercizio di tale attività che consiste nell'ottemperanza dei principi di corretta gestione societaria e

---

<sup>190</sup> In questo senso v. anche i lavori preparatori della Consob: CONSOB, *Disciplina regolamentare di attuazione dell'art. 2391-bis del codice civile in materia di operazioni con parti correlate*, Documento di consultazione 9 aprile 2008, e *Regolamento disciplinante le operazioni con parti correlate. Relazione illustrativa sull'attività di analisi di impatto della regolamentazione e sugli esiti della procedura di consultazione*, 25 giugno 2010, pubblicati sul sito [www.consob.it](http://www.consob.it).

imprenditoriale; (ii) si indicano i soggetti che devono essere tutelati dall'eventuale esercizio abusivo della direzione unitaria negli azionisti e nei creditori sociali; (iii) si richiede che la tutela sussista nel caso in cui la direzione unitaria abbia prodotto un danno alla redditività e al valore della partecipazione sociale e all'integrità del patrimonio sociale.

Come illustrato anche nel paragrafo precedente, il legislatore, nel declinare le regole in tema di direzione e coordinamento di società, è partito dal presupposto della legittimità dell'esercizio di tale attività e, più in generale, dalla legittimità dell'esercizio dell'impresa in forma plurisoggettiva attraverso il coordinamento unitario di più soggetti giuridici che realizzino un progetto imprenditoriale unitario<sup>191</sup>. A fronte di tale espressa dichiarazione di legittimità, permane tuttavia la consapevolezza che il fenomeno dei gruppi presenta anche dei rischi per i soci estranei al gruppo di comando e per i creditori sociali, che potrebbero vedere depauperata la garanzia patrimoniale su cui gli stessi ritenevano di poter contare, in dipendenza di decisioni dettate da altri soggetti, diversi rispetto a coloro cui era stato fatto credito.

In definitiva, a me pare che il fine ultimo cui mira la regola di responsabilità in esame sia, da un lato, di legittimare l'esercizio della direzione unitaria compiuta secondo canoni di correttezza imprenditoriale, dall'altro di evitare un pregiudizio patrimoniale concreto ai soci e ai creditori in caso di violazione dei suddetti canoni<sup>192</sup>. Ciò al fine di evitare che, dietro il riconoscimento della legittimità dell'influenza della capogruppo sulle scelte

---

<sup>191</sup> VALZER A., *Il potere di direzione e coordinamento di società tra fatto e contratto*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da ABBADESSA P., PORTALE G.B., III, Torino, 2007, p. 852 ha sottolineato la possibilità di optare per una lettura dell'art. 2497 del codice civile "in positivo" non tanto in termini di responsabilità bensì in termini di definizione di esercizio di un potere legittimo, affermando che dalla lettura della disposizione in parola se ne può desumere che "l'esercizio dell'attività da direzione e coordinamento consiste nell'esplicazione di una serie di atti teleologicamente diretti alla realizzazione dell'interesse alla produzione di nuova ricchezza (interesse imprenditoriale), appunto, della società o ente capogruppo che agisce (interesse proprio) e/o delle società che vengono gestite (interesse altrui); interesse il cui perseguimento deve avvenire rispettando le regole che presidiano la legalità del funzionamento, la cosa societatis (corretta gestione societaria) e l'economicità (gestione imprenditoriale) della gestione delle Tochtergesellschaften".

<sup>192</sup> Di recente giurisprudenza ha affermato la legittimazione attiva della società eterodiretta a promuovere l'azione di responsabilità per danni da direzione unitaria abusiva.

gestorie delle controllate, si possano nascondere comportamenti abusivi in danno di soggetti che, secondo le regole generali, potrebbero interloquire soltanto con la società eterodiretta, nella quale hanno investito o alla quale hanno concesso il finanziamento<sup>193</sup>.

Ritengo si possano sottolineare alcuni punti conclusivi alla luce dell'analisi appena effettuata: che, al pari della regola di responsabilità di cui all'art. 2497 anche la disciplina dettata in tema di operazioni con parti correlate mira, in definitiva, ad evitare che si produca un danno al patrimonio sociale, di modo che non ne debbano soffrire coloro che vi hanno investito. Specularmente, al pari delle regole in tema di parti correlate, la disciplina sulla direzione unitaria impone canoni di correttezza gestione societaria e imprenditoriale che devono ispirare e l'operato degli amministratori della società controllata, e le direttive impartite dalla capogruppo. La differenza non banale, come visto, sta negli strumenti giuridici utilizzati: da un lato, la tutela risarcitoria in presenza di un danno; dall'altro, l'imposizione di regole endosocietarie che indirizzano il processo decisionale *ex ante*, affinché lo stesso non risulti influenzato da interessi esterni.

### **3.2.3 La rilevanza del danno e l'esimente dei vantaggi compensativi**

Non può non tenersi conto di una ulteriore fondamentale differenza tra le due discipline in esame,. Essa attiene alla rilevanza del danno.

Alla stregua delle altre regole di responsabilità dell'ordinamento, l'art. 2497 prevede la sussistenza di detta responsabilità in capo al soggetto che esercita la direzione unitaria soltanto in presenza dei seguenti presupposti: (i) il fatto illecito, consistente nella violazione dei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale da parte della capogruppo; (ii) il pregiudizio arrecato alla redditività ed al valore della partecipazione sociale o la lesione della integrità del

---

<sup>193</sup> In dottrina si sottolinea come in realtà la disciplina in esame non tuteli a sufficienza i soci di minoranza della capogruppo. Cfr. SPOLIDORO M.S., *La tutela dei soci di minoranza e dei creditori della holding nella nuova disciplina delle società di capitali*, in *Scritti in onore di Vincenzo Buonocore*, Milano, III, 2005.

patrimonio sociale; (iii) i soggetti danneggiati, il socio e il creditore sociale; (iv) la responsabilità in solido di chi abbia preso parte al fatto lesivo e, nei limiti del vantaggio conseguito, chi ne abbia consapevolmente tratto beneficio<sup>194</sup>.

La norma poi prevede una specifica esimente da detta responsabilità, che resta infatti esclusa quando “*il danno risulta mancante alla luce del risultato complessivo dell’attività di direzione e coordinamento, ovvero integralmente eliminato anche a seguito di operazioni a ciò dirette*”.

Si tratta della nota teoria dei vantaggi compensativi che fa pensare ad una espressa legittimazione di comportamenti che facciano prevalere la politica di gruppo rispetto all’interesse della singola società e addirittura possano imporre un sacrificio a quest’ultima in favore del gruppo, purché tale danno risulti “compensato” dai risultati complessivi dell’attività di direzione e coordinamento ovvero sia integralmente eliminato attraverso altre operazioni a ciò indirizzate<sup>195</sup>.

La disciplina sulle parti correlate, invece, prescinde del tutto dalla

---

<sup>194</sup> SCOGNAMIGLIO G., *Danno sociale e azione individuale nella disciplina della responsabilità da direzione e coordinamento*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, a cura di ABBADESSA P. E PORTALE G.B., III, Torino, 2007, p. 952 e ss..

<sup>195</sup> Quanto al danno subito e alla valutazione dei vantaggi compensativi, sono innumerevoli e divergenti le posizioni su quale sia il momento cui riferirsi per la comparazione e se il vantaggio debba essere già conseguito o riscontrabile oggettivamente solo al momento dell’accertamento del danno. TOMBARI U., *Il gruppo di società*, Torino, 1997; SBISÀ G., *Responsabilità della capogruppo e vantaggi compensativi*, in *Contratto e impresa*, 2003, p. 604 secondo il quale per risultato complessivo dell’attività da direzione e coordinamento deve intendersi “*il risultato complessivo dell’attività di programmazione nel cui ambito si inserisce il singolo atto, quale risulta dai piani strategici, industriali e finanziari predisposti dalla capogruppo*”.

Considerato che la norma elimina ogni fonte di responsabilità laddove il danno risulti mancante alla luce del risultato complessivo dell’attività, ovvero integralmente eliminato, se ne deduce inoltre che i vantaggi compensativi vanno valutati non in base ad una singola specifica operazione, bensì in base alla condotta gestionale nel suo complesso. Sulla base di tali assunti la giurisprudenza anche ante-riforma aveva utilizzato tale criterio per valutare la legittimità delle garanzie infragruppo giungendo a ritenere che l’interesse di gruppo possa rendere legittime, tra le società facenti parte del gruppo, operazioni che autonomamente considerate dovrebbero ritenersi estranee all’oggetto sociale o inficiate da conflitto di interessi (Cass. 15 giugno 2000, n. 8159, Tribunale Bologna 12 settembre 2001).

E’ stata inoltre affrontata la questione della concreta determinazione e configurazione dei vantaggi compensativi: essi potranno essere intesi in una forma puramente quantitativa e proporzionale con l’obiettivo di vedere realizzata una compensazione per equivalente certa e determinata (Tribunale Roma, 5 febbraio 2008), ovvero in termini più elastici tenendo in considerazione anche i possibili (e futuri) riflessi positivi che possano derivare dalle operazioni. Si potrà inoltre giungere a conclusioni opposte ove si consideri che il vantaggio possa scaturire da una valutazione complessiva del risultato dell’impresa di gruppo, ovvero da una rigorosa comparazione tra esiti positivi e negativi dell’operazione per la società controllata, senza che rilevino eventuali benefici conseguiti o conseguibili dalla società eterodiretta anche ad altro titolo (Cass., 24 agosto 2004, n. 16707).

sussistenza di un danno. Essa agisce prima che si verifichi il danno e, in ogni caso, la violazione delle disposizioni in materia comporta la possibilità di sanzioni da parte dell'Autorità di Vigilanza senza indagare la sussistenza di un effettivo pregiudizio alla società e ai suoi azionisti, sia potenziale che attuale. Le sanzioni eventualmente attuabili in termini di rimedi impugnatori tornano invece a riconsiderare il danno potenziale come presupposto dell'azione.

Ma anche qui, ad un'analisi approfondita, si può vedere come anche la disciplina sui gruppi prevede un'esimente che presupposte l'assenza, in definitiva, di un danno nei confronti dei soci e dei creditori. E' come se si affermasse il seguente principio: alla possibilità di imporre alla società controllata un sacrificio che normalmente non sarebbe legittimo in virtù della ragion di gruppo, deve necessariamente corrispondere un qualche vantaggio che compensi o elimini detto sacrificio, pena la responsabilità nei confronti dei soggetti danneggiati.

La differenza di fondo si ritrova piuttosto nel fatto che la considerazione dell'interesse sociale da parte della disciplina parti correlate, pur mirando in definitiva a tutelare gli interessi dei singoli azionisti opera *ex ante*, agendo direttamente sul processo decisionale, oltre che sulla trasparenza. La disciplina sui gruppi, tiene espressamente conto degli interessi di soggetti singolarmente considerati (i soci eterni al gruppo di comando e i creditori sociali), approntando per tali soggetti una tutela diretta, ma successiva e risarcitoria, probabilmente non sempre facilmente ottenibile.

#### **3.2.4 Una distinzione di fondo: prescrizioni di risultato e prescrizioni di metodo**

Stante il quadro complesso di distinzioni e punti di contatto tra le due discipline in esame, alla luce delle considerazioni svolte mi sembra di poter affermare che tra le disposizioni esaminate può operarsi una unica fondamentale

distinzione: se da un lato le disposizioni in tema di direzione e coordinamento di società possono essere qualificate come prescrizioni che definirei “di risultato”, dall’altro, la disciplina sulle parti correlate introduce delle prescrizioni “di metodo” quelle in tema di operazioni con parti correlate.

Il tentativo di classificare in questo modo i due insiemi normativi può aiutare ad inquadrare il medesimo fenomeno sotto il diverso profilo, appunto, dello strumento giuridico che di volta in volta deve essere utilizzato.

Orbene, le norme fissate in tema di direzione e coordinamento di società, come visto, non si preoccupano del processo attraverso il quale un’operazione economica è costruita, determinata e decisa. Queste regole - presupponendo la presenza di un’attività dinamica di direzione e coordinamento di più soggetti giuridici connessi tra loro proprio dall’esercizio di tale attività di direzione - si preoccupano piuttosto di legittimare tale forma di impresa, tutelando in ogni caso azionisti e creditori sociali dalle ipotesi di patologia del fenomeno, attribuendo loro la legittimazione attiva ad agire direttamente nei confronti della capogruppo che ha operato in maniera abusiva. La responsabilità in parola è esclusa solo se il “risultato” complessivo dell’attività di direzione unitaria ha compensato il danno arrecato ovvero se il danno è integralmente eliminato.

Gli artt. 2497-*bis* e 2497-*ter* approntano poi ulteriori strumenti di tutela in termini di trasparenza e motivazione delle decisioni in presenza di un’impresa di gruppo. Ancorché si tratti di regole che appaiono più vicine alla tecnica regolamentare utilizzata dalla disciplina sulle parti correlate - che si basa appunto sui due pilastri della trasparenza e del corretto processo decisionale per l’approvazione di siffatte operazioni - le regole dettate al riguardo in tema di gruppi restano pur sempre, in realtà dei precetti “di risultato”.

Gli obblighi di trasparenza di cui all’art. 2497-*bis*, infatti, hanno come destinatari esclusivamente soggetti esterni alla società e hanno ad oggetto l’esercizio del potere di direzione e coordinamento da parte di altro ente o società, al fine di rendere edotti soci e creditori della sussistenza di un’influenza sulle decisioni societarie. L’unica regola di trasparenza sulle singole operazioni

eventualmente influenzate non attiene al metodo seguito per addivenire a tale decisione, bensì ai “*rapporti intercorsi con chi esercita l’attività di direzione e coordinamento e con le altre società che vi sono soggette, nonché l’effetto che tale attività ha avuto sull’esercizio dell’impresa sociale e sui suoi risultati*”. Anche la disposizione in questione dà pertanto rilievo al risultato dell’attività di direzione e coordinamento, più che al processo che ha condotto la società eterodiretta a concludere operazioni sotto l’influenza della capogruppo. La ragione può essere ritrovata nel fatto che il legislatore dà per assodato che la società eterodiretta adotti le proprie decisioni sulla base delle direttive della capogruppo, traendo tale conclusione semplicemente dalla realtà economica dei gruppi e intendendo registrare tale realtà, preoccupandosi esclusivamente che il risultato di tali direttive non sia pregiudizievole per azionisti esterni e creditori e che questi ultimi siano resi edotti della sussistenza di un’influenza esterna alla società.

Le considerazioni appena effettuate risultano confermate anche nella regola sull’adeguata motivazione di cui all’art. 2497-ter che richiede la “*puntuale indicazione delle ragioni e degli interessi la cui valutazione ha inciso sulla decisione*”, e presuppone la possibilità di prendere in considerazione interessi estranei a quello della società, purché analiticamente motivati e indicati.

La disciplina in tema di operazioni con parti correlate detta invece prescrizioni che possono essere definite “di metodo”, poiché in esse assume primario rilievo il processo, la metodologia, seguiti dagli organi sociali per addivenire ad una determinata decisione. Tale processo è volto a far sì che la decisione non sia “viziata” da influenze esterne e diverse dal semplice giudizio degli amministratori che deve essere ispirato esclusivamente dal dovere di perseguire l’interesse della società nella quale ricoprono la carica e di non vertere in situazioni di conflitto di interessi, ottemperando così ai noti canoni di *duty of care* e *duty of loyalty*.

La dicotomia tra prescrizioni di risultato e prescrizioni di metodo qui proposta, fa infine emergere un ulteriore aspetto connesso al fondamentale



canone di definizione del limite della responsabilità degli amministratori, la *business judgment rule*.

A me pare che, alla luce di tutte le considerazioni svolte, la teoria dei vantaggi compensativi finisca per attribuire alla regola di responsabilità dell'art. 2497 un potere di incidenza più forte sul merito delle decisioni imprenditoriali di gruppo. Richiedendo infatti di fare in modo che il sacrificio imposto alla società controllata sia pur sempre compensato - ovvero addirittura eliminato integralmente da altre operazioni - tale regola finisce per indirizzare le decisioni adottate nell'ambito del gruppo nell'unica direzione possibile della neutralità degli effetti patrimoniali sul bilancio della controllata, pena la responsabilità diretta nei confronti dei soggetti danneggiati. E ciò è ammissibile per due ragioni. In primo luogo, perché detta responsabilità opera nei confronti di soggetti, esterni alla società, che hanno realizzato la direzione abusiva, restando a carico degli amministratori della controllata eventualmente complici dell'abuso le regole generali di responsabilità di cui all'art. 2392 del codice civile. In secondo luogo, perché la verifica nel merito del danno e del risultato complessivo dell'attività di direzione e coordinamento si verifica in sede giudiziale, potendo l'organo giudicante legittimamente analizzare e indagare i risultati raggiunti dalle operazioni oggetto di azione risarcitoria per verificarne i presupposti.

La disciplina sulle parti correlate, invece, correttamente non prevede a mio avviso una vera ingerenza nel merito delle scelte gestorie. Potremmo dire piuttosto che, alla stregua della regola di *entire fairness* statunitense, ci si trovi di fronte ad una *business judgment rule* "indebolita", poiché si richiede una forte procedimentalizzazione delle scelte gestorie al fine di dimostrare: (i) il metodo seguito per valutare l'operazione; e (ii) la valutazione di eventuali opzioni alternative, per scegliere il progetto imprenditoriale oggettivamente migliore<sup>196</sup>,

---

<sup>196</sup> E' difficile, se non impossibile, definire quale sia il progetto imprenditoriale "oggettivamente" migliore, soprattutto in presenza di operazioni societarie particolarmente complesse. Si intende dire qui che gli amministratori devono effettuare scelte di cui possano rendere conto ai propri azionisti, dimostrando che l'operazione prescelta è la migliore, stante la considerazione di tutti gli elementi informativi a disposizione, sulla base dei parametri economici e gestionali e nel limite della *business judgment rule* e, dunque, della insindacabilità di scelte gestorie caratterizzate dal rischio imprenditoriale, quando assunte secondo un corretto processo decisionale.

“come se” la parte correlata non esistesse. La disciplina in parola cerca, in sostanza, di verificare i presupposti della scelta effettuata, oltre che la circostanza che la stessa sia stata adottata in un contesto “libero” dalla considerazione degli interessi della parte correlata. La procedimentalizzazione indebolisce la regola di insindacabilità delle scelte gestorie poiché, se gli amministratori non dimostrano i presupposti poc’anzi accennati, potranno incorrere in responsabilità laddove la scelta si sia rivelata dannosa.

Alla luce dell’analisi svolta, risulta a mio avviso maggiormente verificabile e misurabile *ex ante* la correttezza del metodo utilizzato, come richiesto dalla disciplina sulle parti correlate, piuttosto che *ex post* dinanzi al giudice i risultati nel merito della complessiva attività di direzione e coordinamento, come contemplato dalla disciplina sui gruppi.

### **3.3 L’“esame” o “approvazione” delle operazioni con parti correlate compiute dall’emittente “per il tramite” delle controllate**

Si è già accennato che una delle categorie di operazioni con parti correlate di gruppo più frequenti è quella delle operazioni “per il tramite” delle controllate, in cui è l’emittente quotato sottoposto alla disciplina regolamentare Consob a ricoprire il ruolo di capogruppo.

Non può sfuggire qui che l’Autorità di vigilanza, e ancor prima il legislatore nell’art. 2391-*bis*, espressamente contemplano - in altra sede rispetto agli artt. 2497 e ss. - la possibilità da parte della società capogruppo di esercitare la propria influenza sulle controllate<sup>197</sup>. Addirittura con l’espressione “per il tramite” si contempla la possibilità che una data operazione economica sia

---

<sup>197</sup> Una questione interpretativa concerne se le regole sulle parti correlate devono essere applicate alle operazioni poste in essere dalle controllate solo in caso di controllo solitario ovvero anche in caso di controllo congiunto. A mio parere correttamente MAUGERI M., *Le operazioni con parti correlate nei gruppi societari*, in *Rivista del Diritto Commerciale*, I, 2010, p. 892 propende per la seconda opzione interpretativa per ragioni sia esegetiche (che rimandano al concetto di controllo di cui all’art. 2359 del codice civile) sia di carattere “teleologico-funzionale”, l’applicazione della disciplina risultando utile a scongiurare comportamenti opportunistici anche in presenza di co-controllo.

compiuta non direttamente, bensì attraverso un altro veicolo giuridico, la società controllata, riversando gli effetti dell'operazione stessa direttamente in capo alla controllante, così confermato quanto affermato da illustre dottrina sulla teoria dell'oggetto sociale "mediato" della *holding* di gruppo<sup>198</sup>.

Come illustrato nel precedente capitolo, il Regolamento Consob ha anche per la prima volta, timidamente, dato contenuto concreto all'attività di direzione e coordinamento utilizzando i termini "*esame*" o "*approvazione*" da parte della capogruppo delle operazioni con parti correlate compiute dalle proprie controllate<sup>199</sup>. Traendo spunto dalla realtà operativa dei grandi gruppi societari, il Regolamento ha infatti ipotizzato che operazioni di rilievo compiute dalle controllate prevedano un passaggio, quantomeno informativo, se non deliberativo, presso la società che si pone al vertice della catena di controllo. Trovo che si tratti di un interessante spunto anche per la giurisprudenza per giungere a definire la natura dell'attività di direzione e coordinamento.

Il Regolamento Consob, comunque, non codifica l'esame o approvazione di un'operazione di una controllata in modo certo ed assoluto, ma allude *all'ipotesi in cui* ciò avvenga, comunque lasciando spazio alle più disparate forme di esercizio della direzione unitaria, come d'altra parte ha fatto anche il legislatore primario. Diversamente si arriverebbe ad "imporre" alla capogruppo di impartire direttive e istruzioni specifiche nei confronti della controllata, circostanza che non sarebbe coerente con la flessibilità e la grande varietà di forme in cui può esplicarsi l'attività di direzione e coordinamento.

E' possibile sottolineare un ulteriore elemento di demarcazione importante che il Regolamento parti correlate a mio parere opera: ferma restando la conferma della legittimità dell'esercizio della direzione unitaria su altra società, in sostanza mi sembra di poter ravvisare un giudizio positivo o comunque di

---

<sup>198</sup> GALGANO F., *I gruppi di società*, Torino, 2001.

<sup>199</sup> La disposizione regolamentare in esame induce inoltre a pensare che il Regolamento consob propenda per un sistema in cui gli amministratori della controllata abbiano il dovere di eseguire le direttive della capogruppo quotata e astenersi dal compiere un'operazione in presenza di un parere contrario degli amministratori indipendenti della controllante.

minor rischiosità in relazione alle operazioni che l'emittente quotato pone in essere esercitando la propria influenza sulle controllate, potendosi ravvisare invece un giudizio di maggior "allarme" in relazione ad operazioni poste in essere dall'emittente sotto l'influenza della capogruppo<sup>200</sup>.

Elemento di demarcazione fondamentale è qui l'elemento della quotazione. Non potremmo infatti ritenere meno meritevoli di tutela le società controllate da un emittente, quando sottoposte a direzione unitaria, se non in ragione del fatto che l'apertura al mercato di rischio comporta l'esigenza di tutela degli investitori che nelle controllate di una quotata appare rivestire minore rilevanza, vuoi perché alcune società sono controllate a livello totalitario, vuoi perché gli azionisti di minoranza non costituiscono un azionariato diffuso e si accetta di affidare loro gli strumenti di tutela "di base" predisposti dal codice civile (artt. 2373, 2391 e 2497)<sup>201</sup>, appare più chiaro quanto possa essere importante dare rilievo e concretezza alle regole delle operazioni compiute dalle controllate di una quotata.

Aggiungo che il Regolamento non impone che le società controllate adottino una procedura sulle operazioni con parti correlate, salvo che le stesse non siano a loro volta quotate, ma un regolamento di gruppo potrebbe ben prevedere un'opzione di questo tipo, sostanzialmente anticipando a livello della controllata la valutazione sull'operazione da porre in essere e adattando le regole procedurali alla realtà delle controllate medesime che, non essendo quotate, potrebbero ad esempio non prevedere la presenza di amministratori indipendenti in consiglio. Si potrebbero in ogni caso introdurre presidi utili (ad esempio, specifici "comitati tecnici" che esaminino l'operazione, esame preventivo in

---

<sup>200</sup> In tali ipotesi, le regole poste dalla Consob vanno nella univoca direzione della inderogabilità della procedura, come illustrato nel capitolo secondo (si pensi al divieto di avvalersi delle semplificazioni di cui all'art. 10 del Regolamento se la società è eterodiretta, alla riduzione della soglia per identificare le operazioni di maggiore rilevanza, alle regole di *governance* previste dall'art. 37 del Regolamento Mercati).

<sup>201</sup> Se si considera però quanto affermato da attenta dottrina sulla possibilità che la direzione unitaria produca una lesione non solo alla redditività della partecipazione dei soci della controllata, ma anche dei soci della capogruppo. MIOLA M., *Le operazioni con parti correlate*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*, a cura di ABBADESSA P., ANGELICI C., MAZZONI A., Torino, 2010, p. 643. SPOLIDORO M.S., *La tutela dei soci di minoranza e dei creditori della holding nella nuova disciplina delle società di capitali*, in *Scritti in onore di Vincenzo Buonocore*, Milano, III; 2005, p. 3897 e ss..

termini di correttezza del processo da parte dell'organo di controllo o di un *advisor* esterno)<sup>202</sup>. Più in generale, come visto anche nel paragrafo 2.6, tanto la disciplina sulle parti correlate quanto la disciplina sui gruppi presuppongono una organizzazione societaria tale da consentire di risultare *compliant* con entrambi gli insiemi normativi. Si tratterà, in sostanza, di disciplinare adeguatamente i flussi informativi tra le differenti strutture, le procedure di gruppo, la definizione dei rapporti tra organi sociali che saranno coinvolti nelle decisioni, in modo da consentire l'adeguata applicazione delle disposizioni<sup>203</sup>.

Le procedure aziendali di gruppo che verranno adottate non rivestono scarso rilievo; le stesse, anzi, si traducono nell'applicazione dei principi di corretta amministrazione e contribuiranno a quell'insieme di regole e procedure interne che costituiscono il fondamento di un assetto organizzativo adeguato ai sensi dell'art. 2381 del codice civile<sup>204</sup>.

### **3.4 Il contenuto della valutazione sulle operazioni con parti correlate di gruppo**

Alla luce delle considerazioni svolte nel presente capitolo, appare possibile tentare di individuare il contenuto in concreto della valutazione che gli amministratori indipendenti, e successivamente il consiglio di amministrazione nel suo *plenum*, devono effettuare in relazione alle operazioni con parti correlate

---

<sup>202</sup> Parla di “*procedura per le operazioni con parti correlate di gruppo*” MAUGERI M., *Le operazioni con parti correlate nei gruppi societari*, in *Rivista del Diritto Commerciale*, I, 2010, p. 900. Sull'ammissibilità dei regolamenti di gruppo, v. TOMBARI U., *I gruppi di società*, in *Le nuove s.p.a.*, a cura di CAGNASSO O., PANZANI L., Bologna, 2010, p. 1795 e ss. e Tribunale di Biella, 12 marzo 2007, con nota di RIVARO R., *Attività di direzione e coordinamento e regolamenti di gruppo*, in *Giurisprudenza Commerciale*, II, 2010, p. 287 e ss..

<sup>203</sup> Ad esempio, la capogruppo quotata potrà legittimamente chiedere alle società controllate di istituire un sistema di flussi informativi, adeguatamente proceduralizzato, da queste ultime alla controllante al fine di consentire al gruppo nel suo complesso di risultare *compliant* con la disciplina applicabile.

<sup>204</sup> La violazione di tali regole da parte sia degli amministratori della capogruppo, sia degli amministratori delle controllate, potrebbe inoltre costituire il presupposto per attivare le sanzioni previste dal codice civile in termini di impugnabilità delle delibere consiliari e responsabilità di amministratori e sindaci per la violazione dei doveri ad essi imposti dalla legge.

di gruppo.

L'intenzione è qui di concentrarsi in particolare sull'ipotesi in cui gli amministratori si trovino a dover vagliare un'operazione con parti correlate che: (i) trovi come controparte lo stesso soggetto che su di essa esercita direzione e coordinamento, ovvero (ii) sia in ogni caso influenzata dalle direttive della capogruppo. Non soltanto perché si tratta forse delle ipotesi in cui maggiormente opera l'interferenza tra discipline illustrata nel presente capitolo, ma anche perché tali fattispecie presentano un maggior grado di rischio di comportamenti espropriativi della parte correlata. Esse necessitano dunque di un attento vaglio al fine di delineare correttamente l'oggetto della valutazione che gli amministratori sono chiamati a compiere.

La valutazione in questione non appare affatto agevole, se si considerano gli insiemi normativi applicabili alla medesima fattispecie - che, come visto, presentano molteplici punti di interferenza - nonché le implicazioni in termini di doveri e conseguenti responsabilità che possono prodursi in capo ai medesimi amministratori.

Essi si trovano, infatti, di fronte al difficile compito di valutare gli elementi di un'operazione societaria, magari anche tecnicamente complessa, e decidere l'*an* e il *quomodo* di siffatta operazione, in presenza della direttiva impartita dalla capogruppo, ovvero di una sua non meglio definita "influenza".

### **3.4.1. La fase istruttoria**

Come illustrato già in precedenza, gli amministratori indipendenti dovranno effettuare una prima valutazione, vincolante o meno a seconda dell'entità economica dell'operazione, che deve tradursi in un formale parere preventivo rispetto alla delibera consiliare.

Secondo quanto disposto dal Regolamento Consob, a tal fine dovrà essere effettuata un'approfondita istruttoria, con sufficiente anticipo rispetto alla eventuale approvazione definitiva da parte del *plenum* consiliare e sulla base di

un quadro informativo adeguato, in modo da ponderare tutti gli elementi tecnici dell'operazione e poter chiedere chiarimenti al *management*, oltre che formulare osservazioni su qualunque aspetto che possa avere rilievo ai fini della loro decisione. L'aspetto dell'istruttoria preventiva che gli amministratori indipendenti devono svolgere prima del rilascio del parere non deve può essere considerato come un passaggio meramente formale. Ritengo, anzi, che sia necessario sottolineare innanzitutto l'importanza di tale fase - che nelle operazioni di maggiore rilevanza può comprendere anche il coinvolgimento nelle trattative - poiché, soltanto la piena consapevolezza dei consiglieri indipendenti sull'utilità e la necessità di un'adeguata istruttoria può costituire garanzia di un'adeguata valutazione, evitando il rischio che il parere loro richiesto si traduca in una mera ratifica di operazioni costruite e "disegnate" da altri.

L'"enfattizzazione" del dovere di agire informati operata dal Regolamento Consob (di cui si è trattato nel primo capitolo) appare al riguardo fondamentale. I consiglieri indipendenti dovranno dichiararsi infatti non sufficientemente informati, ai sensi del comma 6 dell'art. 2381, laddove non abbiano ricevuto le informazioni o i chiarimenti richiesti. Non sempre, tuttavia, i consiglieri indipendenti sono in grado di valutare, sulla base della conoscenza che essi hanno della società e dell'operazione, se il quadro informativo è completo. Potrebbero esservi, ad esempio, specifiche clausole contrattuali o condizioni dell'operazione che, se conosciute, potrebbero incidere significativamente sul loro convincimento in ordine alla convenienza dell'operazione medesima e che sta alla responsabilità del *management* di rendere note ai consiglieri.

A tale proposito, nei primi anni dall'entrata in vigore del Regolamento Consob l'esperienza applicativa ha mostrato come, in tale fase, assunta grande rilievo il ricorso alla consulenza di *advisor* indipendenti<sup>205</sup>.

Tale possibilità è espressamente contemplata dal Regolamento e diviene,

---

<sup>205</sup> Gli artt. 7 e 8 del Regolamento Consob prevedono la facoltà del comitato parti correlate di ricorrere a pareri di esperti indipendenti di propria scelta e a spese della società. Nel caso delle operazioni di minore rilevanza, le procedure potranno prevedere un tetto massimo di spesa per le suddette consulenze; per le operazioni di maggiore rilevanza la società non potrà apporre limiti di importo alle stesse.

direi, indispensabile in presenza di operazioni societarie tecnicamente molto complesse, nelle quali si assiste al ricorso anche a più *advisors* scelti dal comitato parti correlate, dai consulenti legali agli esperti finanziari o contabili, cui possono eventualmente aggiungersi i consulenti di nomina della società<sup>206</sup>.

Il ricorso agli esperti indipendenti può costituire garanzia di un elevato livello dell'istruttoria e dell'informativa fornita al comitato, posto che i professionisti, chiamati a fornire il proprio parere su differenti aspetti dell'operazione, sentono la responsabilità di fornire una consulenza di adeguato livello professionale. Nel caso delle operazioni di maggiore rilevanza, il Regolamento richiede inoltre di mettere a disposizione del pubblico - nell'ambito del documento informativo da pubblicarsi entro sette giorni dall'approvazione dell'operazione - gli elementi essenziali dei pareri dei consulenti su cui i consiglieri hanno basato le loro valutazioni.

Resta ferma, tuttavia, l'esigenza di affrontare i rischi del ricorso a tale strumento nelle operazioni influenzate dalla capogruppo, a mio avviso ravvisabili essenzialmente in due aspetti. Da un lato, vi è il pericolo che gli esperti, pur se scelti dal comitato, non siano effettivamente indipendenti, ad esempio in ragione dei rapporti di consulenza di lungo periodo con la società o con società connesse alla società controllante. Dall'altro, il rischio che la valutazione del comitato parti correlate finisca per "appiattirsi" sulla valutazione effettuata dai consulenti, senza operare alcun vaglio critico idoneo ad effettuare una propria autonoma valutazione<sup>207</sup>, più che sulla *fairness* delle condizioni contrattuali, sull'interesse a compiere l'operazione.

---

<sup>206</sup> Considerato che il ricorso agli esperti indipendenti è contemplato dal Regolamento come una mera facoltà, il comitato parti correlate può anche decidere di basare le proprie valutazioni sul consenso eventualmente nominato dalla società. Tuttavia, la scelta di un "proprio" consulente può costituire garanzia di indipendenza rispetto alle istanze del management che ha disegnato l'operazione sin dall'inizio.

<sup>207</sup> Spesso si assiste infatti a pareri rilasciati dagli esperti indipendenti su aspetti tecnici relativi alle condizioni economiche dell'operazione (ad esempio sul rapporto di cambio in una fusione) e non invece sull'interesse della società al compimento dell'operazione medesima che può costituire solo il frutto della valutazione degli amministratori che devono gestire la società e indirizzare le sue scelte imprenditoriali.



### **3.4.2 La valutazione sull'interesse al compimento dell'operazione e sulla convenienza e correttezza delle relative condizioni**

Come visto nel primo capitolo, la decisione in merito ad un'operazione con parti correlate ha ad oggetto due essenziali aspetti: da un lato l'*an* dell'operazione, ravvisabile nell'interesse della società al suo compimento, dall'altro il *quomodo*, ravvisabile nella convenienza e correttezza delle relative condizioni.

I parametri appena richiamati, come detto, derivano dal più generale dovere degli amministratori di curare e perseguire l'interesse della società in cui gli stessi riscoprono l'incarico.

Di fronte ad operazioni influenzate dal soggetto che esercita attività di direzione e coordinamento sull'emittente, gli amministratori indipendenti si troveranno di fronte ad un compito molto difficoltoso. A fronte del generale e primario dovere di considerare l'interesse della società nella quale essi rivestono l'incarico, non potranno infatti non tener conto del legittimo esercizio dell'influenza della capogruppo sulle decisioni della controllata e della politica di gruppo nella quale l'operazione da valutare si inserisce. Gli amministratori di una società eterodiretta devono eseguire le direttive impartite dalla capogruppo<sup>208</sup>, salvo che le stesse non siano illegittime<sup>209</sup>.

Orbene, dall'analisi svolta nel presente lavoro è possibile a mio avviso tracciare alcune fondamentali linee di riferimento per la valutazione che tali amministratori devono effettuare nell'ipotesi in esame.

Il dato di partenza, derivante da un'analisi sistematica delle disposizioni applicabili, è che gli amministratori sono chiamati ad ottemperare ai doveri

---

<sup>208</sup> TOMBARI U., *Poteri e doveri dell'organo amministrativo di una s.p.a. "di gruppo" tra disciplina legale e autonomia privata (appunti in tema di corporate governance e gruppi di società)*, in *Rivista delle società*, I, 2009, p. 131.

<sup>209</sup> A ciò può anche aggiungersi il pericolo di una "soggezione" psicologica degli amministratori che devono valutare un'operazione influenzata dal soggetto che li ha nominati a ricoprire quell'incarico.

connessi alla carica ricoperta nella società quotata eterodiretta. Lo impongono le disposizioni che delineano le competenze degli amministratori (artt. 2380-*bis* e 2381) e le norme che ne stabiliscono la responsabilità (art. 2392), i cui principi non possono arretrare di fronte al “fatto” consistente nell'appartenenza della società ad un gruppo, circostanza che costituisce pur sempre un elemento in grado di incidere su molteplici aspetti della vita societaria, ma non di elidere le regole di gestione della società per azioni.

Gli amministratori dovranno dunque prendere in considerazione l'interesse della società al compimento dell'operazione, chiedendosi se, per la società quotata, singolarmente considerata come autonomo centro di profitto, l'operazione può rientrare nel novero delle operazioni societarie economicamente convenienti e rispondenti alle linee strategiche decise dall'organo amministrativo nel suo complesso.

Le considerazioni appena svolte possono apparire eccessivamente astratte se non si tiene conto che una società quotata appartenente ad un gruppo societario e sottoposta all'influenza della società madre, in realtà, definisce le linee strategiche della vita aziendale sotto detta influenza.

Per tale ragione, l'art. 14 del Regolamento Consob, come visto, tenta di individuare un possibile coordinamento, sostanzialmente affermando due principi in presenza di un'operazione influenzata dall'attività di direzione e coordinamento: (i) gli amministratori della società eterodiretta devono motivare adeguatamente le ragioni e la convenienza dell'operazione non soltanto indicando l'interesse al compimento della stessa (come richiesto per tutte le operazioni con parti correlate) ma anche recando puntuale indicazione delle ragioni per le quali l'operazione risulta conveniente in presenza dell'influenza della società madre e della politica di gruppo; (ii) “*se del caso*”, laddove ciò risulti rispondente comunque all'interesse sociale, allora e solo allora gli amministratori potranno accettare un sacrificio derivante dall'operazione di gruppo prendendo in considerazione i vantaggi derivanti dalla complessiva attività di direzione e coordinamento o da operazioni terze idonee ad eliminare eventuali pregiudizi

arrecati dall'operazione medesima.

La considerazione dei vantaggi compensativi risulterà ammissibile allora solo se l'attività di direzione e coordinamento nel suo complesso è operata secondo principi di correttezza societaria e imprenditoriale<sup>210</sup> e gli amministratori della società eterodiretta ravvisino che l'esercizio di detta attività risulti del tutto rispondente all'obiettivo di creazione di valore per gli azionisti della società quotata.

In conclusione, non potrà affermarsi la possibilità di una sorta di "prevalenza" dell'interesse di gruppo rispetto all'interesse della società quotata eterodiretta sulla scorta della riconosciuta legittimità dell'attività di direzione e coordinamento. Gli amministratori della società quotata controllata potranno, senza dubbio, "tener conto" della politica di gruppo, purché quest'ultima risponda comunque all'obiettivo primario di creazione di valore degli azionisti della società eterodiretta quotata.

Non potrebbe giungersi a mio parere a diversa conclusione per tre ordini di ragioni. In primo luogo, l'art. 14 del Regolamento Consob, come detto, contempla la possibilità di "tener conto" della politica di gruppo chiedendo ai consiglieri indipendenti di operare un giudizio prognostico sulla eventuale produzione di un danno dall'operazione infragruppo e sulla sussistenza di vantaggi idonei a compensarlo. Il giudizio in questione è contemplato in realtà dall'art. 2497 come un giudizio successivo, che deve essere effettuato dal giudice solo se dovesse essere promossa un'azione di responsabilità e, dunque, in presenza di prove sul danno arrecato e sui vantaggi conseguiti. Il momento della valutazione degli amministratori indipendenti è invece "anticipato" rispetto alla sussistenza di tali prove. Gli amministratori potranno allora tener conto dei vantaggi compensativi soltanto se: (i) è possibile quantificare il danno che consegnerà all'operazione infragruppo; (ii) i vantaggi compensativi risultano

---

<sup>210</sup> VENTORUZZO M., *sub artt. 2391 e 2391-bis*, in *Commentario alla riforma del diritto societario* diretto da MARCHETTI P., BIANCHI L.A., GHEZZI F., NOTARI M., Milano, 2005, p. 543; MAUGERI M., *Le operazioni con parti correlate nei gruppi societari*, in *Rivista del Diritto Commerciale*, I, 2010, p. 892.

adeguatamente verificabili perché rientranti in uno specifico programma di gruppo. Affinché la valutazione degli amministratori indipendenti sia del tutto rispondente ai principi dettati dalla Consob, il giudizio prognostico eventualmente effettuato alla luce della complessiva attività di direzione e coordinamento deve, inoltre, basarsi sulla considerazione del patrimonio sociale nel suo complesso e non invece in un'ottica individualistica del pregiudizio arrecato al singolo socio o creditore indicata dall'art. 2497, elemento che spetterà eventualmente al giudice di valutare in via successiva.

Il secondo ordine di motivi attiene alla qualifica della società eterodiretta come società quotata, con tutto il bagaglio normativo che alla stessa si applica e che è stato definito come un vero e proprio “statuto” delle società quotate, improntato dal legislatore per tener conto dell'esigenza di tutela degli investitori e del mercato. Non si possono infatti ignorare quelle che potrebbero essere le implicazioni in termini di incidenza sul prezzo delle azioni derivanti da scelte imprenditoriali non sufficientemente giustificate da logiche imprenditoriali, o comunque non in linea con un piano strategico di paternità del consiglio di amministrazione. Non può dimenticarsi, in definitiva, che quando una società fa ricorso al mercato del capitale di rischio occorrerà tener conto del giudizio insindacabile del mercato.

A tale proposito, può assumere estrema importanza l'adozione di un piano industriale “di gruppo” nell'ambito del quale far rientrare eventuali operazioni infragruppo, dettate da interessi che trascendono la singola società eterodiretta, e le corrispondenti operazioni di vantaggio compensativo. Un piano industriale ben motivato e circostanziato potrebbe costituire forse l'unico strumento idoneo a giustificare scelte imprenditoriali dettate da politiche che superano la singola soggettività giuridica.

La terza e ultima ragione risiede nel fatto che una differente interpretazione rischierebbe di produrre un paradossale risultato: il mero controllo, non assistito dall'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento, sarebbe sottoposto ad una disciplina regolamentare più stringente e maggiormente tutelante rispetto alla

direzione unitaria, poiché non sarebbe consentita la considerazione di vantaggi compensativi di sorta. L'ammissione di una incondizionata prevalenza della politica di gruppo rispetto all'interesse della società singolarmente considerata non è tuttavia il risultato a mio avviso ricercato dal regolatore per operazioni che lo stesso qualifica addirittura come maggiormente rischiose. La disciplina sulle parti correlate mira, anzi, ad approntare uno strumento di tutela non soltanto in caso di direzione unitaria abusiva, laddove opera la regola di responsabilità di cui all'art. 2497, ma anche quando la direzione della società madre resti nell'ambito delle regole di correttezza societaria, quindi nella fisiologia, anziché nella patologia del fenomeno. E proprio l'osservanza della procedura parti correlate adottata dalla società può essere considerata come elemento idoneo a soddisfare il requisito della correttezza societaria e imprenditoriale che costituisce il presupposto di un'attività di direzione e coordinamento legittima<sup>211</sup>.

---

<sup>211</sup> CALLEGARI M., *I gruppi di società*, in *Il nuovo diritto societario nella dottrina e nella giurisprudenza 2003-2009*, Bologna, 2009, p. 1069 secondo cui il canone fondamentale su cui in ogni caso deve basarsi la direzione e coordinamento è quello della corretta gestione societaria e imprenditoriale, che pone un “*criterio organizzativo che deve tradursi in regole legali di comportamento per gli organi delle società madri e delle società dipendenti*”.

## BIBLIOGRAFIA

ABBADESSA P., GINEVRA E., *sub art. 2325-bis*, in *Società di capitali. Il nuovo ordinamento aggiornato al d.lgs. 6 febbraio 2004 n.37*, NICCOLINI-STAGNO D'ALCONTRES, Napoli, 2004.

ALMEIDA H., WOLFENZON D., *A theory of pyramidal ownership and family business groups*, working paper, New York University, 2004.

ALVARO S., CIAVARELLA A., D'ERAMO D., LINCIANO N., *La deviazione dal principio "un'azione-un voto" e le azioni a voto plurimo*, Quaderno giuridico Consob n. 5/2014, pubblicato in *Rivista delle società*, II-III, 2014, e sul sito [www.consob.it](http://www.consob.it).

ANGELICI C., *La riforma delle società di capitali*, Padova, 2006.

ANGELICI C., *Interesse sociale e business judgment rule*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, IV, 2012.

ASSONIME, *La disciplina della Consob in materia di operazioni con parti correlate*, Circolare n. 38 del 6 dicembre 2010.

ASSONIME, *L'indipendenza dei componenti degli organi di amministrazione e controllo nelle società per azioni*, Circolare n. 45/2009.

ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2015.

BADINI CONFALONIERI A. e VENTURA R., *sub art. 2497*, in *Il nuovo diritto societario*, diretto da COTTINO G., BONFANTE G., CAGNASSO O., MONTALENTI P., Bologna, 2004.

BAINBRIDGE A., *A Critique of the NYSE's Director Independence Listing Standards*, Research Paper no. 02-15, reperibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

BEBCHUK L., KRAAKMAN R. e TRIANTIS G., *Stock pyramids, cross-ownership and dual class equity: the creation and agency costs of separating control from cash flow rights*, in *Concentrated Corporate Ownership*, (R. Morck ed.), 2000.

BELCREDI M., *Amministratori indipendenti, amministratori di minoranza, e dintorni*, in *Rivista delle Società*, II, 2005.

BELCREDI M., CAPRIO L., *Struttura del CdA ed efficienza della "corporate governance"*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, I, 2003.

BENATTI L., *sub art. 149 Tuf*, in *Commentario al T.U.F. Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni*, a cura di VELLA F., Torino, 2012.

BENUSSI C., *Infedeltà patrimoniale e gruppi di società*, Milano, 2009.

BESSONE M., *I mercati mobiliari*, Milano, 2002.

BIANCHI L.A., *Amministratori non esecutivi e amministratori indipendenti tra teoria e prassi*, in *Regole del buon governo societario a tutela del risparmio*, Milano, 2007.

BIANCHI L.A., *Problemi in materia di disciplina dell'attività di direzione e coordinamento*, in *Rivista delle Società*, 2013.

BIANCHI L.A., *Il T.U.F. e il Consiglio di amministrazione degli emittenti*, in *Rivista delle Società*, IV, 2014.

BIANCHI M., CIAVARELLA A., ENRIQUES L., NOVEMBRE V., SIGNORETTI R., *Regulation and self-regulation of related party transactions in Italy. An empirical analysis*, ECGI Working Paper Series in Finance, 2014.

BLANDINI A., *Società quotate e società diffuse. Le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, Napoli, 2005.

BLANDINI A., *sub art. 2497*, in *Codice commentato delle società*, a cura di ABRIANI N. e STELLA RICHTER M., Torino, 2010.

BONELLI F., *sub art. 2391 bis*, in *Codice Civile Commentato*, a cura di ALPA G., MARICONDA V., Milano, 2005.

BONELLI F., *Gli amministratori di S.p.A., a dieci anni dalla riforma del 2003*, Milano, 2013.

BOSI G., *Il capitalismo italiano in evoluzione: i gruppi societari tra conflitti di interesse e sviluppo*, in *Rivista trimestrale di diritto processuale civile*, IV, 2011.

BAINBRIDGE A., *A Critique of the NYSE's Director Independence Listing Standards*, Research Paper no. 02-15, reperibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

BUSANI A., SAGLIOCCA M., *Le azioni non si contano, ma si "pesano": superato il principio one share one vote con l'introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, in *Le Società*, X, 2014.

BUSSOLETTI M., LA MARCA E., *Gruppi e responsabilità da direzione unitaria*, in *Rivista del diritto commerciale*, I, 2010.

BUSSOLETTI M., *Bilancio e revisione contabile: sette anni di disciplina all'ombra degli IAS e delle direttive comunitarie*, in *Rivista delle Società*, VI, 2011.

BUSSOLETTI M., *Sulla irresponsabilità da direzione unitaria abusiva e su altre questioni aperte in tema di responsabilità ex art. 2497 cod. civ.*, in AA.VV., *Governo dell'impresa e responsabilità dei gestori. Giornata di studio in ricordo di Salvatore Pescatore*, Padova, 2012.

CAGNASSO O., PANZANI L., diretto da, *Le nuove s.p.a., I sistemi di amministrazione e controllo*, IV, Bologna, 2012.

CALLEGARI M., *I gruppi di società*, in *Il nuovo diritto societario nella dottrina e nella giurisprudenza 2003-2009*, Bologna, 2009.

CAMPOBASSO G., *Diritto Commerciale*, II, Torino, 2013.

CARIELLO V., *Amministrazione delegata di società per azioni e disciplina degli amministratori nell'attività di direzione e coordinamento di società*, in *Rivista di diritto privato*, 2005.

CARIELLO V., *La comunicazione CONSOB n. 46789 del 20 maggio 2010 sulla qualifica come amministratore indipendenti di società controllante quotata di amministratore indipendente di società controllata*, in *Rivista di diritto societario*, II, 2010.

CERA M., *Indipendenti, interlocking ed interessi fra modelli societari e realtà*, in *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze. Studi in onore di Giuseppe Zanarone*, diretto da BENAZZO, CERA, PATRIARCA, Torino, 2011.

CHIAPPETTA F., *Le operazioni con parti correlate: profili sistematici e problematici*, in *dircomm.it il diritto commerciale d'oggi*, VII.3, 2008.

CHIAPPETTA F., *Gli amministratori indipendenti e gli amministratori di minoranza*, in *Rivista di diritto societario*, 2009.

CIAN G., TRABUCCHI A., *Commentario breve al Codice Civile*, Padova, 2014.

CONSIGLIO NAZIONALE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI ESPERTI CONTABILI, *Le parti correlate e le indicazioni del Principio Contabile Ias 24. Strumenti di controllo e metodologie applicative*, Dicembre 2015, pubblicato sul sito [www.cndcec.it](http://www.cndcec.it).

CONSOB, *Disciplina regolamentare di attuazione dell'art. 2391-bis del codice civile in materia di operazioni con parti correlate*, Documento di consultazione 9 aprile 2008, disponibile sul sito [www.consob.it](http://www.consob.it).



CONSOB, *Regolamento disciplinante le operazioni con parti correlate. Relazione illustrativa sull'attività di analisi di impatto della regolamentazione e sugli esiti della procedura di consultazione*, 25 giugno 2010, pubblicata sul sito [www.consob.it](http://www.consob.it).

CONSOB, *Relazione per l'anno 2014*, 31 marzo 2015, disponibile sul sito [www.consob.it](http://www.consob.it).

CONSOB, *2015 Report on corporate governance of italian listed companies*, Dicembre 2015.

COSSU M., *Società aperte e interesse sociale*, Torino, 2006.

COTTINO G., *Contrattualismo e istituzionalismo (variazioni sul tema da uno spunto di Giorgio Oppò)*, in *Rivista delle Società*, 2005.

D'ALESSANDRO F., *Il dilemma del conflitto di interessi nei gruppi di società*, in *AA.VV., I gruppi di società*, Atti del convegno internazionale di studi, organizzato da *Rivista delle società*, Venezia 16-17-18 novembre 1995, II, 1996.

DE ANGELIS L., *Doveri*, in *Il testo unico della finanza*, a cura di FRATINI M., GASPARRI G., Torino, 2012.

DE MARI M., *La quotazione di azioni nei mercati regolamentati: profili negoziali e rilievo organizzativo*, Torino, 2004.

DENOZZA F., *Rules vs. Standards nella disciplina dei gruppi: l'inefficienza delle compensazioni virtuali*, in *Giurisprudenza Commerciale*, I, 2000.

DENOZZA F., *Quale "funzione" per gli amministratori indipendenti?*, in *Economia e Politica Industriale*, III, 2008.

DI DONATO F., *Gli amministratori indipendenti. Corporate Governance, earnings management*, Luiss University Press, 2012.

DJANKOV S., LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A., *The law and economics of self-dealing*, in *Journal of Financial Economics*, 2008.

DRISALDI R., *Gli amministratori indipendenti nella disciplina e nella prassi: comparazioni e riflessioni*, in *Le Società*, VII, 2014.

ENRIQUES L., *Gruppi piramidali, operazioni intragruppo e tutela degli azionisti esterni: appunti per un'analisi economica*, in *Giurisprudenza Commerciale*, I, 1997.

ENRIQUES L., *Il conflitto d'interessi nella gestione delle società per azioni: spunti teorici e profili comparatistici in vista della riforma del diritto societario*, in *Rivista delle società*, III-IV, 2000.

ENRIQUES L., POMELLI A., *sub art. 2391*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di MAFFEI ALBERTI A., I, Padova, 2005.

ENRIQUES L., *La corporate governance delle società quotate italiane: sfide e opportunità*, in *Giurisprudenza Commerciale*, IV, 2012.

ESPOSITO S., *Le operazioni con parti correlate: regole sulla trasparenza e sul governo societario*, in *Rivista del diritto commerciale*, I, 2010.

FERRARINI G., *L'ammissione a quotazione: natura, funzione, responsabilità e "self-listing"*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 1/2002.

FERRARINI G., *Ruolo degli amministratori indipendenti e Lead independent director*, in *La Corporate Governance e il risparmio gestito*, Quaderni Assogestioni, 2006, disponibile su [www.assogestioni.it](http://www.assogestioni.it).

FERRO-LUZZI P., *Indipendente....da chi; da cosa?*, in *Rivista delle Società*, I, 2008.

FERRO-LUZZI P., *Osservazioni al secondo documento di consultazione della Consob del 3 agosto 2009*, pubblicato sul sito [www.consob.it](http://www.consob.it).

FERRO-LUZZI P., *Le operazioni con parti correlate infragruppo*, in AA.VV., *Le operazioni con parti correlate, Atti del Convegno Università Cattolica del Sacro Cuore 19 novembre 2010*, a cura di CARIELLO V., Milano, 2010.

FOGEL K., MA L., MORCK R., *Powerful Independent Directors*, Finance Working Paper n. 4042014, 2014, disponibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

GALGANO F., *I gruppi di società*, Torino, 2001.

GALGANO F., *Direzione e coordinamento di società*, in *Commento al Codice Civile Scialoja-Branca*, a cura di GALGANO F., Bologna, 2005.

GAMBINO A., *Su taluni problemi in tema di gruppi*, in *Giurisprudenza Commerciale*, I, 2012.

GIALLONGO A., *Informazione societaria e doveri dei sindaci, dei revisori legali e delle società di revisione legale*, in *Il testo unico della finanza*, a cura di FRATINI M., GASPARRI G., Torino, 2012.

GILOTTA S., *Interesse sociale, interesse di gruppo e interesse collettivo nella regola sulla responsabilità per abuso di direzione unitaria*, in *Giurisprudenza Commerciale*, I, 2014.

GROS PIETRO G.M., REVIGLIO E., TORRISI A., *Assetti proprietari e mercati finanziari europei*, Bologna, 2001.

GORDON, *The rise of independent directors in the United States, 1950-2005: of shareholder value and stock market prices*, in [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), 2006.

GRASSINI F.A., *C'è un ruolo per gli amministratori indipendenti?*, in *Mercato concorrenza regole*, 2004.

GUIZZI G., *sub art. 2391*, in *Società di capitali. Commentario* NICCOLINI G., STAGNO D'ALCONTRES A., II, Napoli, 2004.

GUIZZI G., *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi. Trasparenza, ponderazione e imparzialità nell'amministrazione di s.p.a.*, Quaderni romani di diritto commerciale, Milano, 2014.

GUIZZI G., *Riflessioni su alcuni problemi irrisolti nella disciplina del gruppo*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, I, 2015.

HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS, *Report of the High Level Group of Company Law Experts on a modern regulatory framework for Company Law in Europe*, Brussels, 4 November 2002, p. 60 ss., disponibile sul sito [www.ec.europa.eu](http://www.ec.europa.eu).

JAEGER P.G., MARCHETTI P., *Corporate Governance*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 1997.

JOHNSON S., LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A., *Tunneling*, NBER (National Bureau of Economic Research) Working paper no. 7523, 2000.

KRAAKMAN R., *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, Oxford University Press, 2009.

LENER R., *Gli amministratori indipendenti*, in *Profili e problemi dell'amministrazione nella riforma della società*, a cura di SCOGNAMIGLIO G., Milano, 2003.

MACEY J.R., *Corporate Governance. Quanto le regole falliscono*, Milano, 2010.

MAFFEI ALBERTI A., *Commentario breve al Diritto delle Società*, Padova, 2015.

MALTONI A., *sub art. 193 Tuf*, in *Commentario al T.U.F. Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni*, a cura di VELLA F., Torino, 2012.

MARCHETTI P., *L'indipendenza degli amministratori*, in *La corporate governance e il risparmio gestito*, Assogestioni, Milano, 2006.

MARCHETTI P., *Il crescente ruolo delle autorità di controllo nella disciplina delle società quotate*, in *Rivista delle Società*, I, 2016.

MARCHETTI C. a cura di, *La responsabilità degli amministratori nelle società di capitali*, Torino, 2015.

MAUGERI M., *Le operazioni con parti correlate nei gruppi societari*, in *Rivista del Diritto Commerciale*, I, 2010.

MEO G., *Le società di capitali. Le società con azioni quotate in borsa*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da BESSONE M., Volume XVII, Torino, 2002.

MICHEL N., *Gli amministratori indipendenti nel comitato parti correlate*, in *Giurisprudenza Commerciale*, V, 2014.

MIGNOLI A., *Interesse di gruppo e società a sovranità limitata*, in *Contratto e impresa*, 1986.

MINERVINI G., *Gli interessi degli amministratori di s.p.a.*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2006, II.

MINERVINI G., *Gli interessi di amministratori di s.p.a.*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, a cura di ABBADESSA P. E PORTALE G.B., II, Torino, 2006.

MINTO A., *La speciale natura dell'incarico amministrativo in banca tra limitazioni alla discrezionalità organizzativa e vincoli sull'agire in modo informato*, in *Giurisprudenza Commerciale*, I, 2015.

MIOLA M., *Le operazioni con parti correlate*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*, a cura di ABBADESSA P., ANGELICI C., MAZZONI A., Torino, 2010.

MONTALENTI P., *Conflitto di interessi nei gruppi di società e teoria dei vantaggi compensativi*, in *Giurisprudenza Commerciale*, I, 1995.

MONTALENTI P., *Operazioni intragruppo e vantaggi compensativi: l'evoluzione giurisprudenziale*, in *Giurisprudenza Italiana*, 1999.

MONTALENTI P., *La società quotata*, in *Trattato di Diritto Commerciale*, diretto da COTTINO G., IV, Padova, 2004.

MONTALENTI P., *La riforma del diritto societario. Dottrina, giurisprudenza, prassi applicative alla luce dei dati statistici: spunti di riflessione*, in *Giurisprudenza Commerciale*, I, 2006.

MONTALENTI P., *Direzione e coordinamento nei gruppi societari: principi e problemi*, in *Rivista delle Società*, 2007.

MONTALENTI P., *Società per azioni, corporate governance e mercati finanziari*, Milano, 2011.

MONTALENTI P., *Operazioni con parti correlate*, in *Giurisprudenza Commerciale*, III, 2011.

MONTALENTI P., *Amministrazione e controllo nella società per azioni: riflessioni sistematiche e proposte di riforma*, in *Rivista delle Società*, I, 2013.

MONTALENTI P., *Corporate governance, sistema dei controlli interni e ruolo della Consob: da garante della trasparenza a presidio della correttezza della gestione?*, in *Rivista delle Società*, I, 2015.

MOSCO G. D., *Le società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante fra definizione, norme imperative e autonomia privata. Uno scalino sbeccato, da riparare in fretta*, in *Rivista delle società*, 2004.

MOSCO G. D., *“Corporate Governance” e CdA nelle società aperte? Vanno rinforzati guardando al modello anglosassone. Quello vero, però. Intervista a Paolo Scaroni*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, I, 2003.

NOTARI M., *La “sterilizzazione” del voto nelle società per azioni: appunti in tema di “whitewash” e dintorni*, in *Rivista del diritto commerciale*, IV, 2011.

OECD, *Principi di governo societario dell'OCSE*, 2015, disponibile sul sito [www.oecd.org](http://www.oecd.org).

OLIVIERI G., *Amministratori “indipendenti” e “di minoranza” nella legge sulla tutela del risparmio*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2006.

ONADO M., *Mercati trasparenti e conflitti di interesse*, in *Il Sole 24 Ore*, 24 luglio 1999.

PAVONE LA ROSA A., *Le società controllate - I gruppi*, in Trattato delle società per azioni, diretto da COLOMBO G.E. e PORTALE G.B., II, Torino, 1994.

PAVONE LA ROSA A., *Nuovi profili della disciplina dei gruppi societari*, in *Rivista delle Società*, IV, 2003.

PENNISI R., *La disciplina delle società soggette a direzione unitaria ed il recesso nei gruppi*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da ABBADESSA P., PORTALE G.B., III, Torino, 2007.

PERASSI M., *Consiglieri indipendenti e di minoranza*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, II, 2007.

PERICU A., *Il ruolo degli amministratori indipendenti nei paesi dell'Europa continentale*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, I, 2003.

PISANI MASSAMORMILE A., *Appunti sugli amministratori indipendenti*, in *Rivista di Diritto Societario*, II, 2008.

POMELLI A., *Ad art. 2391-bis*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di MAFFEI ALBERTI, I, Padova, 2005.

PREITE D., *Abuso di maggioranza e conflitto d'interessi del socio nelle società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da COLOMBO G.E. E PORTALE G.B., Torino, III, 1998.

PRESTI G., *Riforma della s.p.a. e scalini normativi*, in *Le Società*, 2003.

PRESTI G., MACCABRUNI F.F., *Gli amministratori indipendenti: mito e realtà nelle esperienze anglosassoni*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, I, 2003.

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

REBOA M., *Il monitoring bonding e gli amministratori indipendenti*, in *Giurisprudenza Commerciale*, IV, 2010.

REGOLI D., *Gli amministratori indipendenti*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, a cura di ABBADESSA P. E PORTALE G.B., II, Torino, 2006.

REGOLI D., *Gli amministratori indipendenti tra fonti private e fonti pubbliche e statuali*, in *Rivista delle Società*, I, 2008.

RIVARO R., *Attività di direzione e coordinamento e regolamenti di gruppo*, in *Giurisprudenza Commerciale*, II, 2010.

ROE M. J., *Political determinants of corporate governance*, Oxford University Press, 2003.

RORDORF R., *Gli amministratori indipendenti*, in *Giurisprudenza Commerciale*, I, 2007.

ROSSI G., *Concorrenza, mercati finanziari e diritto societario*, in *Rivista delle Società*, 1999.

ROSSI M., *Una nuova pronuncia del Tribunale di Milano in tema di "legittimazioni" nelle azioni di responsabilità nei gruppi*, in *Le Società*, V, 2014.

ROSSI S., ABRIANI N., MONTALENTI P., MUCCIARELLI F., SACCHI R., *Una tavola rotonda sui vantaggi compensativi nei gruppi*, in *Giurisprudenza Commerciale*, I, 2002.

ROSSI G., *Competizione regolamentare e contrattualizzazione del diritto societario*, in *Rivista delle Società*, I, 2016.

SACCHI R., *Amministratori deleganti e dovere di agire in modo informato*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2008.

SALAFIA V., *Le operazioni con parti correlate*, in *Società*, 2010.

SALANITRO N., *Nozione e disciplina degli amministratori indipendenti*, in *Banca, borsa, Titoli di credito*, I, 2008.

SANTAGATA R., *Autonomia privata e formazione dei gruppi nelle società di capitali*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, a cura di ABBADESSA P. E PORTALE G.B., III, Torino, 2007.

SANTAGATA R., *Interlocking directorates e "interessi degli amministratori" di società per azioni*, in *Rivista delle società*, 2009.

SBISÀ G., *Responsabilità della capogruppo e vantaggi compensativi*, in *Contratto e impresa*, 2003.

SBISÀ G., *sub art. 2497*, in *Direzione e coordinamento di società, Commentario alla riforma delle società*, diretto da MARCHETTI P., BIANCHI L.A., GHEZZI F., NOTARI M., Milano, 2012.

SCOGNAMIGLIO G., *Autonomia e coordinamento nella disciplina dei gruppi di società*, Torino, 1996.

SCOGNAMIGLIO G., *Danno sociale e azione individuale nella disciplina della responsabilità da direzione e coordinamento*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, a cura di ABBADESSA P. E PORTALE G.B., III, Torino, 2007.

SCOGNAMIGLIO G., *Motivazione delle decisioni e governo del gruppo*, in *Rivista di diritto civile*, I, 2009.

SCOGNAMIGLIO G., *I gruppi di società*, in AA.VV., *Diritto Commerciale*, Bologna, 2010.

SPAVENTA L., *Struttura proprietaria e corporate governance. Ai confini tra diritto ed economia*, VII Lezione Vicarelli, Macerata 6 marzo 2002, Università degli Studi di Macerata, Laboratorio Fausto Vicarelli.

SPOLIDORO M.S., *La tutela dei soci di minoranza e dei creditori della holding nella nuova disciplina delle società di capitali*, in *Scritti in onore di Vincenzo Buonocore*, Milano, III, 2005.

STELLA RICHTER M. JR., *Considerazioni preliminari in tema di corporate governance e risparmio gestito*, in *Giurisprudenza Commerciale*, I, 2006.

TOMBARI U., *Il gruppo di società*, Torino, 1997.

TOMBARI U., *Poteri e doveri dell'organo amministrativo di una s.p.a. "di gruppo" tra disciplina legale e autonomia privata (appunti in tema di corporate governance e gruppi di società)*, in *Rivista delle società*, I, 2009.

TOMBARI U., *I gruppi di società*, in *Le nuove s.p.a.*, a cura di CAGNASSO O., PANZANI L., Bologna, 2010.

TOMBARI U., *Amministratori indipendenti, "sistema dei controlli" e corporate governance: quale futuro?*, in *Banca, Borsa, Titoli di Credito*, I, 2012.

VALZER A., *Il potere di direzione e coordinamento di società tra fatto e contratto*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da ABBADESSA P., PORTALE G.B., III, Torino, 2007.

VALZER A., *La responsabilità da direzione e coordinamento di società*, Torino, 2011.



VAN DER ELST C., *The Equity Markets, Ownership Structures and Control: Towards an International Harmonization?*, in HOPT J., WYMEERSCH E., *Capital markets and company law*, Oxford University Press, 2003.

VENTORUZZO M., *sub artt. 2391 e 2391-bis*, in *Commentario alla riforma del diritto societario* diretto da MARCHETTI P., BIANCHI L.A., GHEZZI F., NOTARI M., Milano, 2005.

VENTORUZZO M., *La composizione del consiglio di amministrazione delle società quotate dopo il d.lgs. n. 303 del 2006: prime osservazioni*, in *Rivista delle Società*, 2007.

VENTORUZZO M., *La nuova disciplina delle operazioni con parti correlate: Tutela degli investitori e governance delle società quotate*, in *Banche Italiane e Governo dei Rischi*, a cura di Bracchi G. e Masciandaro D., Roma, 2008.

ZAMPERETTI G.M., *La responsabilità di amministratori e capogruppo per "abuso di direzione unitaria"*, in *Il Fallimento*, 2001.