



**UNIVERSITÀ
DEGLI STUDI
DI BERGAMO**

Dottorato di Ricerca in

Economia e diritto dell'impresa (Business & Law)

– XXXIII ciclo –

Settore scientifico disciplinare (SSD): IUS/04 – Diritto Commerciale

**DOVERE DI CORRETTEZZA
NELLE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE**

Relatore

Chiar.mo Prof. Enrico Ginevra

Tesi di dottorato

Miriam Ghilardi

Matricola n. 1014510

ANNO ACCADEMICO 2019 / 2020

INDICE

CAPITOLO PRIMO

Nuova disciplina e dibattito dottrinale in tema di procedure nelle operazioni con parti correlate

1. Il quadro normativo sulle procedure nelle OPC.....	1
1.1. L'art. 2391- <i>bis</i> c.c. e il Reg. OPC	3
1.2. La SHRD II in materia di OPC, la modifica dell'art. 2391- <i>bis</i> c.c. e la delega a Consob.....	10
1.3. Il Documento di consultazione proposto da Consob	12
1.4. Il nuovo Reg. OPC.....	17
2. Le questioni interpretative.....	21
2.1. Correttezza sostanziale e procedurale.....	22
2.2. Il parere del comitato parti correlate sulla convenienza e la correttezza sostanziale delle condizioni dell'operazione	28
2.2.1. <i>Segue</i> . Parere del comitato parti correlate e <i>bjr</i>	34
2.3. Decisione del consiglio di amministrazione (o dell'organo competente) e <i>bjr</i>	36
2.4. Altre questioni interpretative: il parere del comitato parti correlate sull'interesse della società al compimento dell'operazione	38
2.5. <i>Segue</i> . La responsabilità degli amministratori e, in particolare, quella degli amministratori indipendenti	41
3. Impostazione dell'indagine	45

CAPITOLO SECONDO

Le procedure nelle operazioni con parti correlate alla luce di un'analisi economica del diritto

Sezione I. Le procedure nelle operazioni con parti correlate quale soluzione agli agency problem: un inquadramento comparato del fenomeno

1. Le possibili letture delle OPC: la prospettiva giuridica classica e la prospettiva di un'analisi economica del diritto	50
1.1. Le ragioni giustificatrici dell'impostazione dell'indagine alla luce dell' <i>agency theory</i>	58
2. Gli <i>agency problem</i> nelle OPC	61
3. L'evoluzione del <i>duty of loyalty</i> nelle OPC: dal divieto di agire in conflitto di interessi alla procedimentalizzazione del dovere in parola.....	64

4. <i>Agency</i> e <i>fiduciary duty</i> nelle OPC secondo la giurisprudenza del Delaware	70
5. La compatibilità delle OPC quali <i>agency relationship</i> nel contesto europeo	77

Sezione II. Operazioni con parti correlate e benefici privati del controllo

1. Classificazione dei benefici privati del controllo	85
1.1. <i>Segue</i> . Estraibilità dei benefici privati del controllo: tra divieto d’espropriazione degli azionisti di minoranza e funzione di incentivo del <i>blockholder</i> e del socio di controllo	91
1.2. <i>Segue</i> . Modalità di estrazione dei benefici privati del controllo	97
2. I benefici privati del controllo nella disciplina OPC tra tentativo di riduzione del fenomeno ai minimi termini ovvero una estrazione “controllata”	100
2.1. Comitato parti correlate, <i>majority of the minority rule</i> e sindacato <i>ex post</i> garantiscono un diverso grado di tutela al fiduciante?	102
2.2. Benefici privati del controllo alla luce del rapporto tra disciplina OPC e quella dei gruppi di società	111
3. Emersione del potenziale carattere positivo dei benefici privati del controllo dalla disciplina OPC	118
3.1. Benefici privati estraibili dal solo socio di controllo ovvero anche dalle diverse tipologie di fiduciari	119
3.2. Benefici privati del controllo v. «idiosyncratic vision»	122
4. La mancata regolamentazione nelle società c.d. «chiuse»	125

CAPITOLO TERZO

La correttezza nelle operazioni con parti correlate: tra clausola generale, correttezza negli assetti adeguati e ricadute applicative

1. I diversi richiami nell’ordinamento al principio di correttezza	135
1.1. Il dibattito sulla «corretta amministrazione» all’indomani della riforma del diritto societario	138
1.2. Il contenuto della clausola di adeguatezza degli assetti nella riforma del diritto societario	142
1.3. La <i>ratio</i> della clausola di adeguatezza alla luce del nuovo codice della crisi d’impresa	146
2. La rilevanza fiduciaria del dovere di correttezza degli amministratori negli assetti e nelle OPC	153

2.1. Adeguatezza degli assetti e OPC: un unico dovere di correttezza degli amministratori?	156
2.2. I <i>fiduciary duty</i> coinvolti negli assetti secondo la giurisprudenza statunitense: la riconduzione al <i>duty of loyalty</i>	165
3. Il rapporto tra correttezza sostanziale e correttezza procedurale nell’ottica della responsabilità degli amministratori	170
4. Individuazione del contenuto della valutazione di correttezza sostanziale e di convenienza da parte del comitato parti correlate	180
5. La correttezza come evoluzione del <i>duty of loyalty</i> : OPC e interessi degli amministratori.	185
BIBLIOGRAFIA.....	195

CAPITOLO PRIMO

Nuova disciplina e dibattito dottrinale in tema di procedure nelle operazioni con parti correlate

Sommario: -1. Il quadro normativo sulle procedure nelle OPC; -1.1. L'art. 2391-*bis* c.c. e il Reg. OPC; -1.2. La SHRD II in materia di OPC, la modifica dell'art. 2391-*bis* c.c. e la delega a Consob; -1.3. Il Documento di consultazione proposto da Consob; -1.4. Il nuovo Reg. OPC; -2. Le questioni interpretative; -2.1. Correttezza sostanziale e procedurale; -2.2. Il parere del comitato parti correlate sulla convenienza e la correttezza sostanziale delle condizioni dell'operazione; -2.2.1. *Segue*. Parere del comitato parti correlate e *bjr*; -2.3. Decisione del consiglio di amministrazione (o dell'organo competente) e *bjr*; -2.4. Altre questioni interpretative: il parere del comitato parti correlate sull'interesse della società al compimento dell'operazione; -2.5. *Segue*. La responsabilità degli amministratori e, in particolare, quella degli amministratori indipendenti; -3. Impostazione dell'indagine.

1. Il quadro normativo sulle procedure nelle OPC

Le operazioni con parti correlate (di seguito, «OPC»), è risaputo, costituiscono una disciplina ampia e complessa, che può essere affrontata dall'interprete sotto innumerevoli punti di vista ma che, per lo meno durante i primi anni dalla sua entrata in vigore, è stata per lo più studiata in letteratura assumendo un approccio “orizzontale”, cioè d'analisi disposizione per disposizione, proprio in ragione della sua estensione e tecnicità¹. In prima approssimazione – ma ciò è sufficiente per coglierne l'articolazione – la materia può dirsi volta a regolare quelle operazioni tra una società che faccia ricorso al mercato del capitale di rischio e un altro soggetto a questa prossimo, ove un tale rapporto di “vicinanza” rischia, di per sé stesso, di arrecare un pregiudizio alla stessa (e,

¹ Per uno studio analitico delle norme del Reg. OPC: cfr. POMELLI, *La disciplina Consob delle operazioni con parti correlate*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2010, 1333 ss.; MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 319 ss.; ID, *Le operazioni con parti correlate tra efficienza gestionale nei gruppi e rischi di conflitti di interessi: quale disciplina?*, in AA.VV., *La crisi finanziaria: banche, regolatori, sanzioni, Atti del convegno*, Milano, 2010, 135 ss.; MIOLA, *Le operazioni con parti correlate*, in AA. VV., *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*, Torino, 2010, 625 ss.; ESPOSITO, *Le operazioni con parti correlate: regole sulla trasparenza e sul governo societario*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, I, 851 ss.; PRESTI, *Art. 2391-bis. c.c.*, in *Le società per azioni. Codice civile e leggi complementari, Commentario Abbadessa-Portale*, Milano, 2016, vol. I, 1354 ss.; LIACE, *Le operazioni con parti correlate*, Milano, 2016; MICHIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, Milano, 2016. Per una comparazione tra Reg. OPC e disciplina applicabile alle banche, cfr. TROISI, *Le operazioni con parti correlate in ambito bancario e finanziario*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2011, I, 649 ss. HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e operazioni con soggetti collegati: confini e sovrapposizioni. Le interferenze soggettive e oggettive nelle banche quotate*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, I, 447 ss.

mediatamente, ai suoi soci) e senza tuttavia vietarle *a priori*, dato che, in certe circostanze, esse possono essere in linea con gli interessi della società, e quindi auspicabili.

A più di un decennio dall'emanazione della normativa, la prolifica produzione scientifica – che si spiega in ragione dei molteplici profili e livelli problematici che da essa traggono origine – consente a colui o colei che si accinga a esaminarla di adottare una prospettiva più, si può dire, “verticale”, circoscritta cioè a un singolo specifico aspetto. Se si segue tal via, come in effetti s'intende fare nella presente indagine, si può allora utilizzare, anzitutto, la suddivisione dei temi più richiamata in materia, ossia distinguere quelli che possono essere annoverati nella macro-categoria delle questioni relative alla trasparenza, ovvero a quelle riconducibili a una seconda macro-area, vale a dire quella che racchiude i temi inerenti alle procedure. Per quanto ognuno di questi due “contenitori” presenti questioni di indubbio interesse accademico, in questo lavoro si farà riferimento unicamente all'ultimo indicato².

Delle svariate tematiche rilevanti in tal prospettiva, in questo capitolo verrà ripercorsa la disciplina e ricostruito il quadro del dibattito dottrinale al fine di meglio individuare i contorni della domanda di ricerca che ci si pone qui di indagare e che, lo si annuncia sin d'ora, consiste nel chiarimento di quali siano la funzione e il contenuto del principio di correttezza, sostanziale e procedurale, che pervade l'intera materia, atteso che esso è richiamato, come si vedrà appena appresso, sia dalla norma codicistica che da quella regolamentare.

Per potere far ciò, anche in ragione della recente conclusione del procedimento di modifica della disciplina, pare opportuno, seppur in maniera succinta ma funzionale all'indagine proposta, spendere qualche battuta iniziale sul complessivo impianto risultante dalle previsioni del Codice civile e di Consob (§ 1.1.), passando per la descrizione delle modifiche a queste richieste dal legislatore europeo (§ 1.2.), per concludere questo paragrafo introduttivo con l'approfondimento delle modifiche alla normativa regolamentare proposte dalla Commissione (§ 1.3.) e quelle effettivamente apportate a chiusura della fase di consultazione (§ 1.4.).

² Sul versante della trasparenza, basti qui segnalare, *ex multis*, REGOLI, *L'informazione nelle operazioni con parti correlate*, in AA. VV., *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi in onore di Giovanni E. Colombo*, Torino, 2011, 547 ss.

1.1. L'art. 2391-bis c.c. e il Reg. OPC

La regolamentazione organica delle OPC è stata introdotta con il d. lgs. 28 dicembre 2004 n. 310, il quale ha previsto i primi due commi dell'art. 2391-*bis* c.c.; quest'ultimo, come è noto, impone agli organi di amministrazione delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio – e cioè, delle società c.d. «aperte» – di adottare delle procedure che assicurino, oltre alla «trasparenza», la «correttezza sostanziale e procedurale» delle operazioni con parti correlate concluse dalla società medesima (o anche dalla stessa per il tramite di società controllate), rimettendo tuttavia integralmente a Consob l'individuazione dei principi generali relativi all'architettura delle procedure medesime.

Nonostante l'art. 2391-*bis* c.c. sia entrato in vigore nel 2005, è solo a seguito di una lunga fase di consultazione che, in applicazione della norma codicistica, la Commissione ha adottato con la delibera del 12 marzo 2010 n. 17221 il «Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate» (di seguito, anche solo «Reg. OPC»), integrato dalla corposa comunicazione interpretativa n. 10078683 del 24 settembre 2010 (di seguito, «Comunicazione OPC»), modificato da successive delibere e la cui ultima versione, attualmente ancora in vigore, è quella di maggio 2017³. Tuttavia, lo si dice sin d'ora, nel dicembre 2020 la Consob ha adottato le modifiche al Reg. OPC dovute in ragione del necessario recepimento, da parte del legislatore italiano, della disciplina europea – di cui si dirà meglio *ultra* –, mentre ha manifestato l'intenzione di

³ L'adozione di una disciplina unitaria in materia di OPC è stata però preceduta da alcune tappe normative, sia di *hard law* che di *soft law*, con cui si è intervenuti in relazione a specifici aspetti riconducibili a uno dei due macro-filoni della trasparenza ovvero delle procedure. Limitando il richiamo alle disposizioni che rientrano in quest'ultimo si segnalano: *i*) un primo riferimento rinvenibile nel Codice di Autodisciplina del 1999, in cui si raccomandava agli amministratori di esaminare le operazioni aventi rilievo economico, finanziario e patrimoniale con maggior attenzione «con particolare riferimento alle operazioni con parti correlate»; *ii*) il Codice di Autodisciplina del 2002, che all'art. 11 ha anticipato la statuizione codicistica, là dove ha raccomandando la predisposizione di misure idonee a garantire la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate – individuate tramite il riferimento al principio contabile IAS 24 – , mediante l'applicazione di determinati principi applicativi ivi indicati; e *iii*) il Codice di Autodisciplina del 2006 – a seguito, quindi, dell'entrata in vigore dell'art. 2391-*bis* c.c., ma prima del Reg. OPC – ove, per la prima volta, in maniera non dissimile a quanto avverrà poi secondo i dettami della normativa regolamentare sull'architettura delle procedure, si prevede che il consiglio di amministrazione debba stabilire «criteri generali per individuare le operazioni di significativo rilievo». Per un'analisi approfondita delle norme richiamate, ma anche di quelle relative alla trasparenza, cfr. VENTORUZZO, *Art. 2391-bis c.c.*, in *Amministratori* (artt. 2380-2396), a cura di Ghezzi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, Milano, 2005, 501 ss.; FACCHIN, *Art. 2391-bis c.c.*, in *Commentario delle società*, a cura di Grippo, Milano, 2009, vol. I, 514 ss.; recentemente, VALENSISE, *Conflitto d'interessi e parti correlate*, in *Il testo unico finanziario*, diretto da Cera-Presti, Bologna, 2020, vol. II, 1951 ss.

voler attendere qualche mese dall'entrata in vigore delle novità normative ivi previste prima di intervenire a modifica della citata Comunicazione OPC.

Dei quattordici articoli e dei quattro allegati di cui si compone il Reg. OPC in questa sede basta, almeno per ora, riprendere quelli che costituiscono le norme fondamentali sulle procedure, da intendersi sia in una prospettiva "dinamica", cioè delle regole afferenti all'istituzione delle stesse procedure da parte della società, sia "statica", vale a dire delle disposizioni attinenti al contenuto delle singole procedure, una volta che queste sono state predisposte⁴. Nella prima prospettiva, il richiamo normativo verrà limitato ai profili di adozione delle procedure e dei relativi meccanismi di *opt in* e di *opt out* previsti, ma non su quelli, pur esistenti, relativi alla modifica delle stesse; nella seconda, ci si concentrerà, al fine di poter procedere con uno studio mirato, in particolare sulle procedure per le operazioni al di sopra della soglia di esiguità nelle società non soggette a regime agevolato e che abbiano adottato il sistema di amministrazione e controllo tradizionale⁵.

A tali fini è però prima necessario richiamare quali siano, ad oggi, i soggetti «parte correlata» alla luce del Reg. OPC. Sul punto, la scelta della Consob è stata storicamente quella di definire in autonomia questo concetto – unitamente a quello di «operazione con parte correlata»⁶ – mediante il rimando, operato dall'art. 3, co. 1, lett. a), Reg. OPC, all'Allegato 1 del medesimo, che nel contenuto ricalca *in toto* la definizione data dai principi contabili internazionali, in particolare dallo IAS 24, vigenti al tempo della sua entrata in vigore⁷. Ciò detto, il Reg. OPC accoglie una nozione molto ampia di «parte

⁴ Tale distinzione è stata individuata da STELLA RICHTER *jr*, *Le procedure per le operazioni con parti correlate*, in *Riv. soc.*, 2011, 64 ss.

⁵ Nonostante non mancherebbero spunti d'indagine interessanti, in questo lavoro si omette volutamente l'analisi, salvo qualora espressamente richiamati, oltre che degli artt. 5 e 6 Reg. OPC in tema di trasparenza, anche delle seguenti norme: *i*) art. 9 Reg. OPC sulle procedure per le OPC nelle società che adottano il sistema dualistico; *ii*) art. 10 Reg. OPC in materia di regime agevolato per società quotate di ridotte dimensioni, di neo-quotazione o ad azionariato diffuso; *iii*) art. 13 Reg. OPC in materia di casi e facoltà di esclusione.

⁶ In accordo all'Allegato 1, «[p]er operazione con una parte correlata si intende qualunque trasferimento di risorse, servizi o obbligazioni fra parti correlate, indipendentemente dal fatto che sia stato pattuito un corrispettivo. Si considerano comunque incluse: - le operazioni di fusione, di scissione per incorporazione o di scissione in senso stretto non proporzionale, ove realizzate con parti correlate; - ogni decisione relativa all'assegnazione di remunerazioni e benefici economici, sotto qualsiasi forma, ai componenti degli organi di amministrazione e controllo e ai dirigenti con responsabilità strategiche».

⁷ Questa tecnica legislativa, per verità piuttosto tortuosa, ha permesso di evitare il rinvio mobile e, di conseguenza, di soggiacere a modificazioni del Reg. OPC dovute dalla modificazione della fonte esterna, conformandosi, pertanto, a quanto auspicato dalla dottrina che in fase di consultazione all'adozione del Reg. OPC si era dimostrata critica sul punto: v. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 319 ss.

correlata» a una società, la quale contempla un variegato ventaglio di soggetti a vario titolo “prossimi” alla stessa: in breve, seppur in maniera non esaustiva, essi sono *a)* i soggetti che in ogni modo esercitano il controllo sulla società, che ne sono controllati, ovvero che esercitano sulla stessa un’influenza notevole, e i loro stretti familiari, *b)* tutte le componenti, sia italiane che estere, del gruppo di cui la società può esser parte, *c)* tutti i dirigenti con responsabilità strategiche (sia della società che della sua controllante) e i loro stretti familiari, *d)* le entità, italiane o estere, nelle quali quest’ultimi detengano quote rilevanti dei diritti di voto, finanche *e)* i fondi pensionistici costituiti a favore dei dipendenti della società. Senonché – e qui viene subito in evidenza, sotto il profilo dinamico delle procedure, uno di quei meccanismi facoltativi di *opt in* a cui si è accennato – alle società quotate o ad azionariato diffuso viene riconosciuta la possibilità di indicare altri soggetti a cui poter applicare in tutto o in parte le disposizioni di cui al Reg. OPC (art. 4, co. 2, Reg. OPC).

Chiarite quali siano, da un punto di vista soggettivo, le operazioni che rientrano nel perimetro di applicazione della disciplina, il Reg. OPC si occupa poi di individuare i principi generali che regolano l’architettura complessiva delle procedure che dovranno essere predisposte, riconoscendo però, al contempo, il menzionato ampio margine di discrezionalità alle società aperte nell’individuazione e adozione delle proprie. Si crea, così, quello che è stato definito un inedito schema di disciplina articolata su tre livelli, ossia quello imposto dalla norma primaria, quello dovuto in base alla normativa Consob e, infine, quello dettato dalla singola società aperta in conformità ai principi fissati dall’art. 2391-*bis* c.c. e dal Reg. OPC.

In tale prospettiva, la disposizione da richiamare è senz’altro quella di cui all’art. 4 Reg. OPC, che costituisce la norma cardine con riguardo al profilo dinamico. Al comma 1 esso impone, infatti, al consiglio di amministrazione l’adozione di procedure che assicurino la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale, chiedendogli a tal fine di individuare: *i)* quali siano per la società le eventuali ulteriori OPC (oltre a quelle già indicate dallo stesso regolamento) a cui applicare la disciplina prevista per le operazioni di maggior rilevanza; *ii)* di quali casi di esenzione previsti dal Reg. OPC questa abbia intenzione di avvalersi; *iii)* gli eventuali requisiti di indipendenza degli amministratori

ulteriori a quelli di legge⁸; iv) le modalità con cui si istruiscono e si approvano le OPC e le relative regole nei casi in cui la società esamini o approvi operazioni di società controllate⁹; v) le modalità e i tempi con i quali sono fornite agli amministratori indipendenti che esprimono il parere sull'OPC (nonché agli organi di amministrazione e controllo) le informazioni sulle operazioni; nonché vi) quali siano le scelte effettuate dalla società con riguardo alle ulteriori opzioni, la cui adozione è rimessa alla medesima dalle disposizioni regolamentari.

Così individuate le procedure di una certa società, il successivo comma 3 stabilisce che le deliberazioni relative alla loro adozione vanno approvate previo parere, favorevole e vincolante¹⁰, di un comitato di tre membri composto esclusivamente da amministratori indipendenti, all'uopo anche appositamente costituito. Nel caso in cui, però, non siano in carica almeno tre amministratori indipendenti, le delibere sono approvate previo parere degli amministratori indipendenti eventualmente presenti o, in loro assenza, di un esperto indipendente esterno ma, in questo ultimo caso, il parere non è vincolante¹¹. La disciplina non ha invece previsto che il parere possa essere reso, quale alternativa, dal collegio sindacale: ciò risulta, tuttavia, coerente con il complesso normativo, in quanto l'organo di controllo è tenuto *ex artt. 2391-bis*, co. 2, c.c. e 4, co. 6, Reg. OPC, al diverso compito di vigilare sulla conformità delle procedure adottate ai principi della normativa primaria e regolamentare¹².

⁸ Vale cioè a dire, ai sensi dell'art. 3, co. 1, lett. h), Reg. OPC, i requisiti di indipendenza ulteriori rispetto a quelli previsti dagli artt. 147-ter e 148, co. 3, t.u.f. o, se la società vi aderisce, dal Codice di Autodisciplina, oltre a quelli eventualmente individuati da normative di settore. Per un approfondimento su tali requisiti, v. MICHELI, *Gli amministratori indipendenti nel comitato parti correlate*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 1027 ss.

⁹ Per un'analisi della norma sui gruppi, v. *ultra*, cap. 2, sez. II, §2.2.

¹⁰ Per la verità, l'art. 4, co. 3, Reg. OPC nulla dice espressamente in merito alla vincolatività; tuttavia, è stato segnalato come essa possa essere tratta dall'utilizzo della stessa locuzione «previo parere favorevole». A ciò si aggiunga il rilievo che è la stessa norma a sancire espressamente, invece, le diverse ipotesi in cui il parere reso da altro soggetto non sia altrettanto vincolato: così STELLA RICHTER JR, *Le procedure per le operazioni con parti correlate*, cit., 64 ss.; IRRERA, *Le procedure e il comitato di amministratori indipendenti nel Regolamento Consob sulle operazioni con parti correlate: un nuovo organo a geometria variabile*, in *Nuovo dir. soc.*, 2010, XII, 31.

¹¹ V. però STELLA RICHTER jr, *Le procedure per le operazioni con parti correlate*, cit., 64 ss., il quale correttamente evidenzia che quest'ultima opzione dovrebbe potersi configurare solo con riferimento alle società ad azionariato diffuso in quanto le società quotate sono tenute *ex art. 147-ter*, co. 4, t.u.f. a prevedere che almeno uno dei componenti del consiglio di amministrazione debba possedere i requisiti di indipendenza (il numero sale a due qualora l'organo sia composto da più di sette componenti).

¹² Tale passaggio è stato spiegato dalla stessa Commissione: v. Comunicazione OPC, § 6.2.

La disposizione appena richiamata rappresenta il primo momento di emersione del ruolo fondamentale affidato dal Reg. OPC agli amministratori indipendenti, il quale esplode nelle norme che disciplinano il profilo statico delle procedure, e cioè nelle regole sostanziali che le società aperte devono rispettare nel caso in cui intendano concludere una OPC. Queste si differenziano a seconda che l'operazione sia o meno al di sopra la soglia del 5% (ovvero del 2,5%, nel caso di operazioni con la propria controllante quotata o con soggetti a quest'ultima correlati che risultino a loro volta correlati alle società) di almeno uno dei tre indici di rilevanza indicati, e cioè quello del controvalore, dell'attivo o delle passività: in caso di superamento, si applicherà il regime previsto per le c.d. «operazioni di maggior rilevanza» in luogo di quello più lasco previsto per le c.d. «operazioni di minor rilevanza», salvo che, come s'è detto, la società abbia deciso, a monte, per parametri più stringenti, con conseguente applicazione del regime previsto per le OPC di maggior rilevanza anche ad altre operazioni [art. 4, co 1, lett. *a*), Reg. OPC]¹³.

Ai fini della conclusione di OPC di maggior rilevanza all'art. 8 Reg. OPC si prevede che sia costituito, anche appositamente, un comitato di tre membri composto esclusivamente da amministratori indipendenti non correlati (di seguito, «comitato parti correlate»), il quale deve essere coinvolto nelle fasi delle trattative e dell'istruttoria dell'operazione attraverso la ricezione di un flusso informativo completo e tempestivo, e a cui viene riconosciuta altresì la facoltà di richiedere informazioni e di formulare osservazioni agli organi delegati e ai soggetti incaricati della conduzione delle trattative o dell'istruttoria¹⁴. Oltre a ciò, il comitato parti correlate è tenuto a redigere un parere vincolante vertente su tre aspetti, cioè sull'interesse della società al compimento dell'operazione, sulla convenienza nonché sulla correttezza sostanziale delle relative

¹³ L'Allegato 3 al Reg. OPC definisce i menzionati parametri come segue: *a*) indice di rilevanza del controvalore, ossia il rapporto tra il controvalore dell'operazione e il patrimonio netto tratto dal più recente stato patrimoniale pubblicato della società ovvero, per le società quotate, se maggiore, la capitalizzazione della società rilevata alla chiusura dell'ultimo giorno di mercato aperto compreso nel periodo di riferimento del più recente documento contabile periodico pubblicato; *b*) indice di rilevanza dell'attivo, ovvero sia il rapporto tra il totale attivo dell'entità oggetto dell'operazione e il totale attivo della società i cui dati devono essere tratti dal più recente stato patrimoniale pubblicato dalla società; *c*) indice di rilevanza delle passività, e cioè il rapporto tra il totale delle passività dell'entità acquisita e il totale attivo della società i cui dati devono essere tratti dal più recente stato patrimoniale pubblicato dalla società. In caso di cumulo di più operazioni, le società determinano la rilevanza di ciascuna operazione sulla base degli indici e i risultati relativi a ciascun indice sono quindi sommati tra loro.

¹⁴ Sempre l'art. 8, co. 1, lett. *b*), Reg. OPC prevede, in alternativa, che il comitato parti correlate possa delegare uno o più dei propri componenti.

condizioni, a tal fine potendosi avvalere anche di uno o più esperti indipendenti di propria scelta. Nel caso in cui il parere espresso sia favorevole, l'approvazione finale dell'operazione è in ogni caso rimessa al consiglio di amministrazione, al quale è riconosciuta una riserva di competenza a deliberare¹⁵. Di contro, se il parere del comitato parti correlate dovesse risultare negativo, questo costituisce un vero e proprio veto e, perciò, l'operazione non potrà essere sottoposta al giudizio del consiglio di amministrazione, che sarà costretto a rinunciare ovvero a modificarne i termini per poi sottoporla nuovamente al parere del comitato parti correlate nella speranza di soddisfare tutti i requisiti ivi richiesti, ottenendo così una valutazione positiva.

Tuttavia, il Reg. OPC prevede la possibilità che le società adottino il c.d. «whitewash», che si attiva allorché, al fine di superare il parere negativo espresso dal comitato parti correlate, il consiglio di amministrazione possa richiedere l'autorizzazione direttamente all'assemblea (ex art. 2364, co. 1, n. 5, c.c.)¹⁶: in questo caso, qualora la maggioranza dei soci non correlati – ovvero sia, diversi dalla controparte di quell'operazione e dai soggetti correlati sia alla controparte sia alla società – sia favorevole all'operazione, si supera il veto degli amministratori indipendenti (artt. 8, co. 2 e 11, co. 3, Reg. OPC)¹⁷. Come rilevato in dottrina, questo meccanismo prevede un doppio *quorum*: oltre alla maggioranza ordinariamente prevista è, infatti, altresì necessario che non vi sia il veto di

¹⁵ Quale alternativa al parere favorevole vincolante del comitato parti correlate il Reg. OPC prevede che possano «essere applicate altre modalità di approvazione dell'operazione che assicurino un ruolo determinante alla maggioranza degli amministratori indipendenti non correlati». Ai sensi della Comunicazione OPC, § 16.1, nonostante l'espressa preferenza della Commissione al parere, un esempio di valida alternativa può essere quello delle doppie maggioranze, l'una calcolata a norma di legge o di statuto sul numero di componenti del consiglio di amministrazione e l'altra sul numero di amministratori indipendenti, oppure quello dei *quorum* rafforzati che attribuiscono un ruolo determinante agli amministratori indipendenti.

¹⁶ Oltre al meccanismo in parola di *whitewash* facoltativo in materia di operazioni di competenza gestoria (artt. 8, co. 2 e 11, co. 3, Reg. OPC), volto a superare il parere negativo del comitato parti correlate, esiste anche il *whitewash* obbligatorio in materia di operazioni di competenza assembleare (art. 11, commi 2 e 3, Reg. OPC), che si applica per l'appunto alle operazioni di competenza di quest'ultima quali gli aumenti di capitale con conferimenti in natura o le fusioni: per un approfondimento sulle questioni relative al coinvolgimento assembleare, cfr. NOTARI, *La "sterilizzazione" del voto nelle società per azioni: appunti in tema di "whitewash" e dintorni*, in AA. VV., *Studi in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2011, 401 ss.; GUERRERA, *"Interessi" degli azionisti e partecipazione "differenziata" ai processi decisionali (considerazioni sul c.d. whitewash nelle società aperte)*, in *Riv. dir. soc.*, 2015, 94 ss. e spec. 108 ss.; ABBADESSA, *Assemblea ed operazioni con parti correlate (prime riflessioni)*, in *Le operazioni con parti correlate. Atti del convegno*, a cura di Cariello, Milano, 2011, 17 ss.

¹⁷ Per le operazioni di maggior rilevanza è altresì prevista una disciplina informativa, di trasparenza, di cui all'Allegato 4 al Reg. OPC. Per un approfondimento, *ex multis*, cfr. PRESTI, *Art. 2391-bis c.c.*, cit., 1368; MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 319 ss.

una minoranza qualificata, identificata nella maggioranza dei soci non correlati votanti¹⁸. Si badi tuttavia che, trattandosi pur sempre di autorizzazione assembleare, anche qualora questa sia ottenuta gli amministratori rimangono in ogni caso liberi di non procedere con l'approvazione dell'OPC.

Nell'ipotesi in cui gli indici siano invece al di sotto delle soglie indicate, l'operazione si qualifica come di minor rilevanza e si applica la disciplina prevista all'art. 7 Reg. OPC. In questi casi è previsto un procedimento simile a quello appena tratteggiato, ma di molto alleggerito: innanzitutto, non è prevista alcuna riserva di competenza a deliberare in capo al consiglio di amministrazione e, a seconda dei casi, l'organo deliberante competente potrà essere, oltre a questo, anche l'amministratore delegato ovvero, addirittura, un dirigente. In coerenza con tale previsione, la disciplina prevede poi che al comitato parti correlate, nonché all'organo deliberante, debbano essere forniti con congruo anticipo informazioni complete e adeguate, ma, a differenza di quanto accade nelle OPC di maggior rilevanza, non è prevista la partecipazione del primo alle trattative. Anche in questa tipologia di transazioni è previsto che venga redatto il parere motivato da parte di un comitato, anche appositamente costituito, che però è composto più semplicemente da amministratori non esecutivi e non correlati in maggioranza indipendenti¹⁹, al quale è riconosciuta, anche in questo caso, la facoltà di avvalersi di uno o più esperti indipendenti.

¹⁸ Tuttavia, al fine di evitare che l'operazione possa essere bloccata anche da una minoranza molto piccola di soci non correlati, il Reg. OPC riconosce la possibilità che le società prevedano nelle procedure «che il compimento dell'operazione sia impedito solo qualora i soci non correlati in assemblea rappresentino almeno una determinata quota del capitale sociale con diritto di voto, comunque non superiore al dieci per cento» (art. 11, co. 3, Reg. OPC).

¹⁹ Le procedure possono quindi prevedere due diversi comitati con diversa composizione, l'uno per le operazioni di maggior rilevanza e l'altro per quelle di minor rilevanza, oppure istituire un unico comitato a cui affidare i compiti previsti per entrambe le tipologie di OPC. Sul punto v. STELLA RICHTER *jr*, *Le procedure per le operazioni con parti correlate*, cit., 64 ss., secondo cui «se la società ha un numero di amministratori indipendenti sufficiente a istituire un comitato di soli indipendenti (non correlati) non vi è dubbio che sia più semplice e opportuno prevedere un unico comitato cui affidare tanto le competenze dell'art. 7 quanto delle dell'art. 8 del Regolamento Consob». Sul tema, l'A. rileva ulteriormente che la disciplina regolamentare riconosce, sia per quanto riguarda le OPC di maggior rilevanza che quelle di minor rilevanza, la facoltà di attribuire le competenze o a un comitato costituito *ad hoc* o di aggiungerle a quelle di un comitato già esistente (e.g. il comitato di controllo interno) ovvero addirittura di suddividerle tra diversi comitati a seconda dell'oggetto dell'operazione (per esempio, il parere sull'attribuzione di remunerazioni al comitato sulle remunerazioni e quello sulle altre operazioni al comitato di controllo interno). Inoltre, nel primo caso, si è rilevato che l'impianto normativo lascia spazio a differenti interpretazioni riguardo alla definizione di comitato «appositamente costituito», che potrebbe essere interpretato sia nel senso di un comitato costituito appositamente per tutte o alcune tipologie di OPC ovvero di un comitato costituito in funzione di una singola operazione.

Il parere, però, non è mai vincolante e, perciò, l'organo competente a deliberare potrà sempre superare il parere negativo espresso dal comitato²⁰.

1.2. La SHRD II in materia di OPC, la modifica dell'art. 2391-bis c.c. e la delega a Consob

In data 10 giugno 2019 è stato pubblicato in Gazzetta Ufficiale il d. lgs. 10 maggio 2019 n. 49, adottato in attuazione della c.d. *Shareholder Rights Directive II*, vale cioè a dire la Direttiva UE 2017/828 (d'ora in poi «SHRD II») in materia di incoraggiamento a lungo termine degli azionisti²¹. La disciplina di provenienza unionista ha comportato un necessario intervento in differenti settori regolati dalla disciplina interna, tra cui si annoverano le OPC; e ciò, nonostante la regolamentazione italiana risultasse in gran parte già allineata al nuovo dettato normativo²². E infatti, l'art. 9-*quater* SHRD II, rubricato «[t]rasparenza e approvazione delle operazioni con parti correlate», ai commi 1-4 richiede agli Stati membri, tra le altre cose, di: *i*) definire le operazioni rilevanti, tenendo conto dell'influenza che le informazioni relative all'operazione potrebbero avere sulle decisioni economiche degli azionisti della società e del rischio che scaturisce dall'operazione per la società e per i suoi azionisti che non sono una parte correlata, compresi gli azionisti di minoranza [co. 1, lett. *a*) e *b*)]; *ii*) assicurare che le OPC rilevanti siano rese note al pubblico dalla società, al più tardi al momento della loro conclusione, attraverso un'informativa che renda possibile valutarne la convenienza e la correttezza, eventualmente corredata da un'apposita relazione sui medesimi elementi (commi 2 e 3); *iii*) assicurare che le OPC rilevanti siano approvate dall'assemblea generale o dall'organo di amministrazione o di vigilanza della società, conformemente a procedure che impediscano alla parte correlata di trarre vantaggio dalla sua posizione e che tutelino in modo adeguato gli interessi della società e degli azionisti non correlati, compresi gli

²⁰ Il parere negativo comporta quale sola conseguenza normativamente espressa l'inserimento della OPC tra le operazioni che devono essere comunicate trimestralmente al pubblico [art. 7, co. 1, lett. *g*), Reg. OPC]. Tuttavia, v. RIMINI, *Gli assetti e le operazioni con parti correlate*, in AA. VV., *Assetti adeguati e modelli organizzativi nella corporate governance delle società di capitali*, Bologna, 2016, 563, il quale sottolinea che il parere negativo comporta altresì un rafforzamento del dovere di motivazione per l'organo deliberante che voglia comunque concludere l'operazione.

²¹ La SHRD II è stata adottata in data 17 maggio 2017 a modifica della previgente *Shareholder Rights Directive I* (Direttiva 2007/36/CE).

²² VALENSISE-BUI, *Operazioni con parti correlate: le nuove disposizioni Consob di recepimento della SHRD 2 in corso di consultazione*, 8 novembre 2019, disponibile in dirittobancario.it, § 3.

azionisti di minoranza (co. 4); iv) prevedere che, qualora l'OPC coinvolga un amministratore o un azionista, l'amministratore o l'azionista sia escluso dall'approvazione o dalla votazione, restando tuttavia ferma la facoltà, per gli Stati membri, di consentire al solo azionista parte-correlata di partecipare alla votazione qualora siano previste adeguate misure di salvaguardia (che trovino applicazione prima o in occasione della procedura di votazione) in grado di tutelare gli interessi della società e degli azionisti non correlati, inclusi gli azionisti di minoranza (co. 4). Su tali ultime misure viene ulteriormente specificato dalla norma che la riviviscenza del diritto di voto dell'azionista correlato avviene solamente in presenza di procedure che abbiano l'effetto di impedire allo stesso l'approvazione nonostante il parere contrario della maggioranza degli azionisti non correlati o, alternativamente, nonostante il parere contrario della maggioranza degli amministratori indipendenti²³.

In applicazione della Direttiva, il citato d. lgs. 49/2019 ha perciò introdotto il nuovo comma 3 dell'art. 2391-*bis* c.c. in cui si fissano i criteri della delega a Consob, richiedendole di individuare: a) le soglie di rilevanza delle OPC tenendo conto di indici quantitativi legati al controvalore dell'operazione o al suo impatto su uno o più parametri dimensionali della società, con la facoltà di individuare anche criteri di rilevanza che tengano conto della natura dell'operazione e della tipologia di parte correlata; b) regole procedurali e di trasparenza proporzionate rispetto alla rilevanza e alle caratteristiche delle operazioni, alle dimensioni della società ovvero alla tipologia di società che fa ricorso al mercato del capitale di rischio, nonché i casi di esenzione dall'applicazione, in tutto o in parte, delle predette regole; c) i casi in cui gli amministratori, fermo restando quanto previsto dall'art. 2391 c.c., e gli azionisti coinvolti nell'operazione sono tenuti ad astenersi dalla votazione sulla stessa ovvero misure di salvaguardia a tutela dell'interesse della società che consentono ai predetti azionisti di prendere parte alla votazione sull'operazione.

Al fine di adottare le disposizioni di attuazione in materia, in data 31 ottobre 2019 Consob ha pertanto pubblicato il documento per la consultazione sulle «[m]odifiche al

²³ Non è mancato chi ha sostenuto l'incoerenza della normativa europea: sul punto v. ASSONIME, *Il recepimento della direttiva shareholders rights II nell'ordinamento italiano*, Circolare n. 21 del 4 novembre 2019, disponibile in *assonime.it*, 25, secondo cui non risulta giustificata la differenza di trattamento tra amministratore e socio coinvolto nell'operazione, in quanto solo nel secondo caso vi è la possibilità di superare parzialmente il divieto nel caso di socio-parte correlata.

regolamento sulle operazioni con parti correlate, al regolamento mercati e al regolamento emittenti in materia di trasparenza delle remunerazioni, dei gestori degli attivi e dei consulenti in materia di voto in recepimento della direttiva (UE) 2017/828 (*Shareholder Rights Directive 2*)» (di seguito, «Documento di consultazione»)²⁴.

1.3. Il Documento di consultazione proposto da Consob

Dal richiamo delle norme svolto emerge come gli interventi richiesti dal nuovo comma 3 dell'art. 2391-*bis* c.c. risultino in gran parte già disciplinati dal Reg. OPC, a eccezione del punto *c*), relativo ai casi di astensione dalla votazione da parte degli amministratori e dei soci coinvolti nell'OPC²⁵. Ciò detto, Consob ha comunque ritenuto che il recepimento della SHRD II fosse l'occasione per apportare al Reg. OPC anche ulteriori modifiche, ritenute auspicabili sulla base dell'esperienza maturata: pertanto, il Documento di consultazione ha previsto una serie di proposte di modifica più ampia rispetto a quelle strettamente richieste dalla normativa europea²⁶.

Seguendo la prospettiva prescelta, quella delle procedure, le principali proposte di modifica al Reg. OPC sono raggruppabili in tre categorie, di cui appare opportuno fornire un quadro, attesa la loro novità e la forte innovazione di alcuni profili della materia.

Il primo, che rileva per verità più a monte delle procedure, attiene alla modifica della definizione di «parte correlata»²⁷: come s'è visto, nel 2010 la Consob aveva deciso di utilizzare quanto stabilito ai principi contabili *illo tempore* vigenti, predisponendo un autonomo Allegato 1 in cui era stata trasfusa l'elencazione dei soggetti individuati come

²⁴ Ai sensi dell'art. 7, co. 3, d. lgs. 49/2019, Consob avrebbe dovuto adottare il nuovo Reg. OPC entro il termine ordinario di 180 giorni dall'entrata in vigore del medesimo testo di legge (vale a dire entro il 7 dicembre 2019). Tuttavia, la complessità della materia, dimostrata – se ce ne fosse bisogno – dalla circostanza che sono state formulate integrazioni alle osservazioni presentate dai partecipanti alla consultazione fino a settembre 2020 (cioè ben dopo la data di chiusura della stessa fase, avvenuta il 1° dicembre 2019), ha comportato un rallentamento nell'adozione del testo definitivo di modifica. Oltre a ciò, l'avvento della situazione emergenziale, purtroppo nota a tutti, ha nelle more imposto un ulteriore intervento. Infatti, proprio in ragione della crisi determinata dal Covid-19, con delibera n. 21396 del 10 giugno 2020 (integrata con comunicazione n. 6 dell'11 giugno 2020) Consob – riconoscendo che nella presente fase le società aperte «potrebbero avere necessità di realizzare con urgenza operazioni di rafforzamento patrimoniale con l'intervento di parti correlate» – ha sospeso temporaneamente (fino al 30 giugno 2021) alcune previsioni del Reg. OPC, e cioè gli artt. 11, co. 5 e 13, co. 6, in forza delle quali per avvalersi delle facoltà di esenzione nei casi d'urgenza ivi previste sarebbe necessario che tali facoltà siano previste nello statuto e nelle procedure della società.

²⁵ VALENSISE-BUI, *Operazioni con parti correlate*, cit., § 3.

²⁶ CONSOB, *Documento di consultazione*, 31 ottobre 2019, disponibile in *consob.it*, 4.

²⁷ CONSOB, *Documento di consultazione*, cit., 5.

tali dagli IAS/IFRS. Successivamente, però, il legislatore europeo ha richiesto che il concetto di «parte correlata» assumesse lo stesso significato di quello contenuto nei principi contabili internazionali *pro tempore* vigenti [art. 2, lett. *h*), SHRD II]²⁸; posto che né il d. lgs. 49/2019 né l'art. 2391-*bis*, co. 3, c.c. nulla richiedono al riguardo, al fine di un recepimento della disposizione unionista la Commissione ha comunque proposto di modificare le definizioni di «parte correlata» e di «operazioni con parti correlate» tramite l'inserimento di un rinvio mobile ai principi contabili internazionali²⁹. Di conseguenza, si è avanzata l'idea di eliminare l'Allegato 1 e di sostituirlo con una Appendice avente la funzione di mero richiamo dei principi contabili internazionali in vigore, al fine di facilitare la lettura delle definizioni tramite la raccolta in un unico testo.

La seconda proposta di modifica, come già detto di indubbio rilievo, attiene all'individuazione da parte dell'Autorità dei casi in cui gli amministratori e gli azionisti coinvolti nell'operazione sono tenuti ad astenersi dalla votazione sulla stessa, fermo restando, per i primi, quanto previsto all'art. 2391 c.c.

Volgendo ora l'attenzione in particolare all'astensione da parte dei membri dell'organo gestorio, Consob si è concentrata principalmente sul significato da attribuire alla locuzione «amministratori coinvolti nell'operazione», individuando cinque differenti opzioni percorribili. Limitando l'analisi alla soluzione dalla stessa favorita (*i.e.*, l'opzione n. 3)³⁰ – in quanto quella più coerente con l'approccio complessivo assunto dal Reg. OPC, atteso che essa si fonda sulla valutazione dei rapporti di correlazione – l'interpretazione proposta è stata quella di ritenere i destinatari dell'obbligo di astensione

²⁸ L'art. 2 lett. *h*) SHRD II prevede infatti che «parte correlata» ha «lo stesso significato che nei principi contabili internazionali adottati a norma del regolamento (CE) n. 1606/2002 del Parlamento europeo e del Consiglio».

²⁹ Secondo i commentatori della proposta quella in esame è una modifica che, *da un lato*, permette di allineare la nozione utilizzata da Consob con quella già utilizzata a fini contabili (ASSONIME, *Il recepimento della direttiva shareholders rights II nell'ordinamento italiano*, cit., 18); ma che, *dall'altro lato*, a causa dell'avvenuta estensione della nozione di parte correlata nell'attuale IAS 24, potrebbe comportare un ampliamento, non necessariamente auspicabile, del perimetro di applicazione della disciplina OPC [VALENSISE-BUI, *Operazioni con parti correlate*, cit., § 3.1 nt. 6, che a mero titolo esemplificativo rilevano che «ai sensi dello IAS 24 un'entità è correlata a un'entità che redige il bilancio se si applica, *inter alia*, una delle seguenti condizioni: (i) «un'entità è una collegata dell'altra entità (o una collegata facente parte di un gruppo di cui fa parte l'altra entità)», con la conseguenza che nell'ambito di un gruppo (es. A che controlla B e C), la collegata di una delle componenti del gruppo si considera parte correlata anche delle altre componenti del gruppo stesso; ovvero (ii) «entrambe le entità sono *joint venture* di una stessa controparte»; ovvero ancora (iii) «un'entità è una *joint venture* di una terza entità e l'altra entità è una collegata della terza entità»)].

³⁰ Si rinvia alla lettura del Documento di consultazione per l'analisi delle ulteriori opzioni.

«l'amministratore che è controparte dell'operazione o è correlato a quest'ultima, secondo la definizione di parte correlata per la disciplina in esame (principi contabili internazionali vigenti)»³¹. Ciò comporta, seguendo l'esempio applicativo fornito nello stesso Documento di consultazione, che in caso di un'operazione infragruppo tra una società e la sua controllante, sarebbero tenuti ad astenersi: *i*) gli amministratori della prima che siano anche soci di controllo diretti o indiretti della stessa; e *ii*) gli amministratori della società che siano correlati alla controllante (e.g. amministratori o dirigenti con responsabilità strategiche di quest'ultima)³². Conformemente a questa definizione, è stato pertanto proposto di modificare gli artt. 7 e 8 Reg. OPC al fine di imporre che gli amministratori coinvolti nell'operazione si astengano dalla votazione sulla stessa sia nel caso di OPC di maggior rilevanza che di minor rilevanza.

Per verità, a prescindere dalla strada applicativa individuata, la modifica appare a dir poco problematica già sulla base del solo art. 2391-*bis*, co. 3, c.c., in quanto ripropone il tema del rapporto tra la disciplina delle OPC e quella degli interessi degli amministratori, solo posto ma mai risolto dalla normativa (v. art. 2, co. 2, Reg. OPC, secondo cui, laconicamente, «resta fermo quanto stabilito all'art. 2391 c.c.»). Rimandando tale discorso più avanti, basti ora notare come un tale dovere impone di affrontare la questione del coordinamento dello stesso con quello dell'esistenza o meno di un dovere di astensione in capo all'amministratore interessato, ora risolta quasi all'unanimità in senso negativo³³.

Al netto di ciò, anche passando al merito della proposta, già prima della chiusura della fase di consultazione non si è mancato di ravvisare qualche profilo di criticità, auspicando di conseguenza un'ulteriore riflessione da parte della Commissione. Tra di essi, si è anzitutto sottolineato come, nel caso in cui dovesse essere coinvolta una parte significativa del consiglio, l'esclusione degli amministratori correlati così individuati rischierebbe, di fatto, di trasferire *in toto* il potere decisionale in capo agli amministratori indipendenti. Ciò comporterebbe, a parere di alcuni, un probabile contrasto della norma con la ripartizione di competenze tra esecutivi e non esecutivi di cui all'art. 2381 c.c., oltre allo scioglimento del vincolo di solidarietà *ex art.* 2392 c.c. per gli amministratori

³¹ CONSOB, *Documento di consultazione*, cit., 8 s.

³² VALENSISE-BUI, *Operazioni con parti correlate*, cit., § 3.3.

³³ VALENSISE, *Conflitti d'interessi e parti correlate*, cit., 2014.

coinvolti, con la conseguente ricaduta della responsabilità esclusivamente in capo agli amministratori indipendenti, che sarebbero pertanto scoraggiati ad assumere tale carica³⁴.

Un altro spunto interessante riguarda i dubbi espressi circa l'applicazione dell'obbligo di astensione nelle OPC di minore rilevanza nel caso in cui l'organo competente a deliberare sia l'amministratore delegato, qualora questi sia «coinvolto nell'operazione», ovvero un dirigente, a sua volta considerabile coinvolto o comunque subordinato all'amministratore delegato coinvolto nell'operazione. Se il primo caso può essere forse risolto con l'applicazione dell'art. 2391 c.c., là dove prescrive che l'amministratore delegato interessato debba astenersi dal compiere l'operazione per investire il consiglio di amministrazione dell'affare (ammesso e non concesso che tutte le ipotesi di astensione regolamentari rilevino anche ai fini della norma sugli interessi degli amministratori), di contro, il secondo caso non risulterebbe regolato. Di tal che, nei commenti, si è avanzato il suggerimento di limitare i casi di astensione dal voto degli amministratori coinvolti nell'operazione alle sole OPC di maggior rilevanza: tale soluzione avrebbe, infatti, il pregio di superare le menzionate criticità, rimanendo tuttavia conciliabile con il dettato normativo di cui agli artt. 2391-*bis*, co. 3, c.c. e 9-*quater* SHRD II³⁵.

Sul parallelo binario del dovere di astensione degli azionisti coinvolti nell'operazione e del suo possibile superamento, di contro, la Consob ritiene che nel Reg. OPC già vi siano idonee misure di salvaguardia (e cioè i presidi procedurali di cui agli artt. 7, 8 e 11 Reg. OPC) coerenti con gli obblighi indicati nella Direttiva, che non rendono pertanto necessario un ulteriore intervento³⁶.

Infine, nella terza categoria possono essere ricomprese tutte quelle modifiche, consigliate da Consob, accomunate dalla caratteristica di essere state proposte sulla base della prassi applicativa sviluppatasi. Tra di esse, risultano di particolare interesse alcune idonee a incidere sui compiti affidati al comitato parti correlate, foriere, se non di problemi sistematici, quantomeno di dubbi interpretativi, a dimostrazione di come sia difficile un intervento nella materia, anche qualora ritenuto solo di mera precisazione³⁷.

³⁴ ASSONIME, *Il recepimento della direttiva shareholders rights II nell'ordinamento italiano*, cit., 30 s.

³⁵ VALENSISE-BUI, *Operazioni con parti correlate*, cit., § 3.3.

³⁶ CONSOB, *Documento di consultazione*, cit., 7 s.

³⁷ Per altre proposte di modifica ascrivibili a tale categoria, che costituiscono precisazioni importanti ma che non paiono sollevare particolari problematiche interpretative, v. VALENSISE-BUI, *Operazioni con parti correlate*, cit. *passim*, e spec. §§ 3.2 e 3.5.

A tal riguardo, la proposta più significativa attiene all'inserimento, negli artt. 7 e 8 Reg. OPC, della previsione della valutazione da parte del comitato parti correlate prima che avvenga l'approvazione dei «termini essenziali dell'operazione», da allegare al verbale di riunione del comitato³⁸. Se si considera che il Reg. OPC già prevede che il comitato parti correlate rilasci il proprio parere prima dell'approvazione dell'operazione, per la Commissione una tale previsione risulterebbe comunque d'uopo in quanto avrebbe il merito di includere anche le fattispecie in cui vi sia una «approvazione progressiva dei termini e delle condizioni dell'operazione»³⁹. Tale proposta ha sollevato tuttavia una serie di questioni interpretative: limitando ora l'accento a quelle più importanti, si deve rilevare come tali precisazioni sarebbero idonee a incidere in maniera non irrilevante sulle procedure, e in particolar modo sulle OPC di minor rilevanza, ove non essendo prevista una riserva di competenza a deliberare in capo al consiglio di amministrazione è più difficoltoso individuare quale sia il momento di approvazione dei «termini essenziali», tenuto anche conto che, nella prassi, in questa tipologia di operazioni l'intervento del comitato parti correlate è previsto solo nella fase finale delle trattative o, addirittura, a conclusione delle stesse⁴⁰. Oltre a ciò, con riferimento all'impianto procedimentale richiesto invece per le OPC di maggior rilevanza non è affatto chiaro se il parere negativo su un termine essenziale impedirebbe o no la prosecuzione delle trattative.

Un secondo intervento proposto, sempre riconducibile a questa categoria, attiene al chiarimento del ruolo del comitato parti correlate nelle OPC di maggior rilevanza. A tal riguardo, la Consob ha voluto esplicitare meglio un obbligo a suo parere già esistente nel Reg. OPC, ossia che gli amministratori indipendenti debbano essere coinvolti «dalla [e

³⁸ Più precisamente, per le OPC di minor rilevanza è proposto che il parere del comitato parti correlate venisse rilasciato «prima dell'approvazione dei termini essenziali dell'operazione, qualora questi siano approvati preventivamente, e prima dell'approvazione in via definitiva dell'operazione», dovendo inoltre essere «allegato al verbale della riunione del comitato». Specularmente, per le OPC di maggior rilevanza si è ipotizzato che «il consiglio di amministrazione approvi i termini essenziali dell'operazione, qualora quest'ultimi siano approvati preventivamente, nonché l'operazione in via definitiva» previo motivato parere favorevole del comitato, da allegare sempre al verbale della riunione del comitato stesso.

³⁹ CONSOB, *Documento di consultazione*, cit., 18, ove la Commissione, al fine di non vanificare la funzione del coinvolgimento preventivo del comitato, rileva ulteriormente che «l'esperienza applicativa ha mostrato casi in cui, prima della definitiva approvazione dell'operazione nel suo complesso, sia intervenuta un'approvazione preliminare di alcuni dei termini essenziali della stessa (tra cui ad esempio lo stesso corrispettivo) senza il preventivo parere del comitato di amministratori indipendenti. In considerazione di tali casi, si è ritenuto di chiarire che il parere degli amministratori indipendenti debba essere fornito anche prima della eventuale definizione con la controparte dei termini essenziali dell'operazione».

⁴⁰ VALENSISE-BUI, *Operazioni con parti correlate*, cit., § 3.5.

non più *nella*] fase iniziale delle trattative» (enfasi aggiunta). E ciò in quanto, nella prassi, si è sovente verificato un coinvolgimento tardivo di questi, avvenuto solo nelle fasi conclusive dell'operazione e da cui è discesa una limitazione del loro effettivo potere di partecipare alla fase negoziale e di fornire il proprio contributo, anche per il tramite della formulazione di osservazioni⁴¹. Al pari di quanto già rilevato in merito ai termini essenziali dell'operazione, anche con riferimento alla fase iniziale delle trattative è stato segnalato come possa essere difficoltosa l'esatta individuazione della stessa, oltre al fatto che un coinvolgimento troppo anticipato rischierebbe di ingessare oltremodo le dinamiche negoziali⁴².

1.4. Il nuovo Reg. OPC

A seguito della fase di consultazione con il mercato, in data 10 dicembre 2020 la Commissione, con delibera n. 21624, ha adottato il testo contenente le «modifiche al Regolamento recante disposizioni in materia di Operazioni con Parti Correlate», che entreranno in vigore a partire dal 1° luglio 2021⁴³ (di seguito, «nuovo Reg. OPC»). L'*iter* di revisione dell'impianto normativo in materia non può tuttavia considerarsi del tutto concluso, atteso che, come anticipato, Consob ha dichiarato di voler per ora rinviare la modifica della Comunicazione OPC all'esito di una prima fase di recepimento e implementazione della nuova disciplina, al fine di operare gli opportuni adeguamenti su alcuni aspetti applicativi e di fornire i chiarimenti suggeriti dall'osservazione delle nuove prassi effettivamente adottate dalle società⁴⁴.

⁴¹ CONSOB, *Documento di consultazione*, cit., 18.

⁴² VALENSISE-BUI, *Operazioni con parti correlate*, cit., § 3.5, secondo cui il problema è facilmente intuibile per il tramite di un esempio: «[s]i pensi [...] al caso, piuttosto frequente, in cui l'amministratore delegato, unitamente ai competenti uffici aziendali, inizia lo studio di una possibile operazione, magari prendendo preliminari contatti con la possibile parte correlata, per valutarne la fattibilità. Occorre chiedersi se ci si trovi già qui nella "fase iniziale delle trattative". Il coinvolgimento del comitato parti correlate in questo momento potrebbe risultare troppo anticipato, anche in considerazione di un generale principio di economicità degli atti e dei processi interni che sembrerebbe far propendere per un coinvolgimento del comitato solo dal momento in cui le trattative siano già avviate e lascino ragionevolmente pensare che possano proseguire e condurre al buon esito dell'operazione».

⁴³ Più nel dettaglio, le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio sono tenute a modificare le proprie procedure, adottate ai sensi dell'art. 4 Reg. OPC, con le modifiche richieste entro il 30 giugno 2021, dovendo applicare le stesse dal giorno successivo (art. 3 delibera Consob del 10 dicembre 2020, n. 21624).

⁴⁴ V. CONSOB, *Relazione illustrativa*, 11 dicembre 2020, disponibile in *consob.it*, 5.

Degli interventi proposti nel Documento di consultazione che qui interessano⁴⁵, l'unico a esser stato effettivamente recepito nei medesimi termini è quello relativo alla modifica delle definizioni di «parte correlata» e di «operazioni con parti correlate», consistente nell'adozione di un rinvio mobile a quanto stabilito dai principi contabili internazionali, abrogando di conseguenza l'Allegato 1 e inserendo una apposita Appendice riepilogativa al solo fine di facilitare la lettura da parte degli operatori. Sul punto, il solo elemento di novità consiste nella precisazione – di non poco conto, a causa dell'automatico recepimento di eventuali modificazioni degli IAS/IFRS –, sollecitata da alcuni partecipanti alla consultazione, di quale sia il momento rilevante ai fini di valutare se una certa controparte sia o no una parte correlata. Al riguardo, Consob ha ritenuto che debba essere presa in considerazione la definizione di parte correlata sussistente al momento di avvio delle trattative e non quella al momento della deliberazione, atteso che è necessario tener conto «della necessità di attivare tempestivamente le procedure, che investono in generale l'istruzione dell'operazione (e non solo la sua deliberazione) e, in particolare nelle operazioni di maggiore rilevanza, prevedono il coinvolgimento del comitato di amministratori indipendenti fin dalla fase delle trattative⁴⁶».

Per quanto attiene alla novità più significativa, vale a dire l'introduzione del dovere di astensione in sede di votazione da parte dell'amministratore «coinvolto», la fase di consultazione ha determinato un ripensamento complessivo e quindi una riformulazione di quanto inizialmente proposto. In proposito all'individuazione di tale categoria, si è anzitutto passati dall'opzione n. 3 del Documento di consultazione, e cioè da «l'amministratore che è controparte dell'operazione o è correlato a quest'ultima», alla n. 4, ossia «gli amministratori [...] che abbiano nell'operazione un interesse, per conto proprio o di terzi, in conflitto con quello della società» [art. 3, co. 1, lett. *i-bis*), nuovo Reg. OPC]. La soluzione prescelta, ponendosi in linea con l'art. 53 t.u.b.⁴⁷, risulta essere

⁴⁵ Per una prima analisi complessiva del nuovo Reg. OPC, v. VALENSISE-BUI, *Operazioni con parti correlate e remunerazioni: le modifiche alla regolamentazione Consob di recepimento SHRD 2*, 17 dicembre 2020, disponibile in *dirittobancario.it*.

⁴⁶ CONSOB, *Appendice I – Modifiche al Regolamento Operazioni con parti correlate*, 11 dicembre 2020, disponibile in *consob.it*, 1.

⁴⁷ V. CONSOB, *Documento di consultazione*, cit., 9, là dove si afferma che tale opzione risulta «in linea con la disciplina bancaria prevista dall'art. 53, comma 4, del d. lgs. 385/1993 ("TUB"), in materia di attività di rischio nei confronti di coloro che possono esercitare, direttamente o indirettamente, un'influenza sulla gestione della banca o del gruppo bancario nonché dei soggetti a essi collegati». In particolare, l'art. 53, co. 4, t.u.b., al secondo periodo prevede che «[i]n ogni caso i soci e gli amministratori, fermi restando gli

più rigorosa rispetto a quella dapprima ipotizzata, ampliando lo spettro dei casi di sua applicazione: in attesa di ulteriori chiarimenti, già preannunciati⁴⁸, basti per ora tenere a mente che, nell'esempio fornito di un'operazione tra una società e la propria controllante, oltre agli amministratori già individuati nel precedente paragrafo, saranno tenuti ad astenersi ora anche gli amministratori della prima che abbiano un interesse in conflitto in quanto, per esempio, consulenti della seconda.

Rispetto a quanto inizialmente prospettato, è mutato anche l'ambito di applicazione della norma di nuovo conio, sia dalla prospettiva dei soggetti a cui essa è indirizzata, sia da quella della tipologia di operazioni. Sul primo versante, all'esito della consultazione si è infatti deciso di limitare il dovere di astensione ai soli amministratori di società quotate, escludendo quindi le società ad azionariato diffuso. Sull'altro fronte, se Consob, per un verso, ha deciso di mantenere ferma la disposizione sia per le OPC di maggiore che di minore rilevanza, per altro verso, ha preferito circoscrivere quest'ultime a quelle di competenza del consiglio di amministrazione [art. 7, co. 1, lett. d), nuovo Reg. OPC], superando così almeno le criticità segnalate con riferimento a un siffatto dovere anche in quegli affari ove l'organo deliberante è l'amministratore delegato ovvero un dirigente.

Per quanto concerne poi il funzionamento di tale obbligo, in accordo con la dottrina maggioritaria sul punto, la Commissione ha spiegato che l'amministratore tenuto ad astenersi sarà conteggiato ai fini del *quorum* costitutivo, ma non di quello deliberativo⁴⁹, con l'ulteriore precisazione che l'astensione riguarda solo la deliberazione e non la partecipazione alla discussione⁵⁰, rimanendo in ogni caso ferma la possibilità, per le singole società, di ampliare nelle proprie procedure la portata dell'obbligo in parola.

obblighi previsti dall'articolo 2391, primo comma, del codice civile, si astengono dalle deliberazioni in cui abbiano un interesse in conflitto, per conto proprio o di terzi».

⁴⁸ CONSOB, *Appendice I*, cit., 5, ove si dichiara che «[i]n occasione della prossima revisione della Comunicazione OPC potranno essere forniti dei chiarimenti o esemplificazioni in ordine all'insieme dei soggetti che, per la loro vicinanza con la controparte ovvero per il loro diretto coinvolgimento nell'operazione possano essere più influenzati da interessi diversi da quelli della società nella deliberazione di una determinata operazione».

⁴⁹ *Ivi*, 9 s. In questo senso si erano espressi anche ASSONIME, *Il recepimento della direttiva shareholders rights II nell'ordinamento italiano*, cit., 32 s.; VALENSISE-BUI, *Operazioni con parti correlate*, cit., § 3.3.

⁵⁰ CONSOB, *Appendice I*, cit., 11, ove afferma di aver «tenuto conto, da un lato, del dato letterale della Direttiva che riferisce l'astensione alla "approvazione o [...] votazione", e, dall'altro, della circostanza che partecipando alla discussione l'amministratore "coinvolto nell'operazione" potrebbe fornire agli altri amministratori ulteriori informazioni e chiarimenti sull'operazione».

Proprio tale norma, declinata nei differenti aspetti di cui si è appena fatta menzione, costituisce, per ammissione della stessa Autorità, il punto su cui sono pervenute il maggior numero di osservazioni e su cui si sono assunte posizioni per verità molto variegata tra loro. Limitando qualche cenno alle preferenze espresse con riguardo all'individuazione della categoria degli «amministratori coinvolti», esse spaziano da quella di chi auspicava un dovere di astensione limitato in capo ai soli amministratori direttamente (o, al massimo, indirettamente) controparte dell'operazione⁵¹, a quella di chi avrebbe optato per un'interpretazione ancora più estesa, volta a imporre il dovere di astensione anche in capo all'amministratore interessato ai sensi dell'art. 2391 c.c.⁵². Tale ampio ventaglio si spiega in ragione della convergenza sulla disposizione in commento di alcuni temi, in parte già accennati, oggetto di vivace discussione in dottrina, quali il ruolo attribuito e attribuibile agli amministratori indipendenti nella *governance* e il rapporto tra art. 2391 e 2391-*bis* c.c. Per ora, è sufficiente notare come la nuova norma crei senz'altro un qualche spaesamento, in generale, rispetto allo stato dell'arte del dibattito, oltre a imporre alle società quotate di valutare con attenzione, come sottolinea la stessa Consob, in che modo la sua introduzione possa influenzare le scelte di composizione del consiglio di amministrazione, nell'ottica di limitare, anche sulla base dell'esperienza maturata negli anni, il numero di amministratori tenuti al rispetto del nuovo dovere⁵³.

Sulle due proposte d'intervento dettate non tanto in ragione della SHRD II, quanto sulla base dell'esperienza applicativa maturata, Consob ha avuto delle rimediazioni ancora più radicali a seguito dell'avvenuta consultazione. Con riguardo alla valutazione del comitato parti correlate anche in occasione dell'approvazione dei «termini essenziali» dell'operazione, sia quest'ultima di maggiore o di minore rilevanza, la modifica suggerita è stata eliminata in considerazione delle incertezze applicative, già accennate, che essa avrebbe potuto determinare. Fermo restando il nuovo obbligo di allegazione del parere al

⁵¹ ASSONIME, *Il recepimento della direttiva shareholders rights II nell'ordinamento italiano*, cit., 30 s., secondo cui l'individuazione della categoria «amministratori coinvolti» deve «essere ragionevolmente ridott[a] ai casi più sintomatici, compatibili con la definizione della Direttiva, classificando l'amministratore “coinvolto” quale consigliere che è “controparte diretta (o indiretta) dell'operazione”».

⁵² CONSOB, *Appendice I*, cit., 3 ss.

⁵³ *Ivi*, 80.

verbale di riunione del comitato⁵⁴, la stessa Autorità ha quindi ritenuto preferibile rimandare ulteriori chiarimenti ed eventuali raccomandazioni alla futura Comunicazione interpretativa con riguardo alle OPC «a formazione progressiva»⁵⁵.

Pure la proposta di coinvolgimento del comitato parti correlate «dalla fase iniziale delle trattative» nel caso di OPC di maggiore rilevanza è stata rimossa in ragione dei menzionati dubbi interpretativi e delle questioni applicative che avrebbe potuto innescare, preferendo la riformulazione dell'art. 8, co 1, lett. *b*), Reg. OPC, il quale richiederà che gli amministratori membri di tale comitato siano «coinvolti *tempestivamente* [n.d.r. avverbio di nuovo inserimento] nella fase delle trattative e nella fase istruttoria attraverso la ricezione di un flusso informativo completo e *aggiornato* [e non più “tempestivo”]» (enfasi aggiunta)⁵⁶.

2. *Le questioni interpretative*

Il richiamato complesso normativo sulle OPC, attualmente in fase di evoluzione, risulta essere una materia a cui, s'è già detto, negli anni la dottrina ha dedicato particolare attenzione, formando così una copiosa letteratura. Limitando l'analisi ai profili che più attengono al ruolo delle procedure e, in particolare, di quelle endoconsiliari – volutamente tralasciando di svolgere un esame approfondito sul tema del coinvolgimento assembleare – in questa sezione si individua in modo particolare una questione su cui s'intende soffermarsi, vale a dire quella concernente al chiarimento della «correttezza» (richiamata sia dal legislatore primario che da Consob) e delle sue questioni collegate che, per quanto affrontate, a parere di chi scrive, non risultano ancora sufficientemente analizzate e risolte. Si dichiara fin da subito che si dedicherà invece meno attenzione, se non per cenni, e solamente ove necessario in funzione della tematica qui prescelta, a un altro grande profilo inerente al tema delle procedure, cioè quello relativo allo studio del ruolo affidato

⁵⁴ *Ivi*, 26.

⁵⁵ *Ivi*, 24 s., ove Consob rileva che in relazione a tale tipologia di affari «in specifiche concrete fattispecie – la definizione con la controparte di elementi essenziali del contratto (es. accordo sul prezzo, definizione di concambi di una fusione) prima dell'approvazione conclusiva dell'operazione è stata preceduta dall'acquisizione di un parere del comitato di amministratori indipendenti».

⁵⁶ *Ivi*, 29 s.

agli amministratori indipendenti in questa disciplina nel quadro, più generale, della loro funzione nella *governance* della società per azioni⁵⁷.

Nelle pagine che seguono si procederà pertanto a ricostruire il dibattito esistente in letteratura al fine di far emergere i profili che ancora non convincono (§§ 2.1., 2.2. e 2.3.). Per completezza di esposizione, gli ultimi sotto-paragrafi sono dedicati all'analisi dello stato dell'arte relativo a ulteriori aspetti problematici – nonostante questi non attengano specificamente alla questione interpretativa adottata quale domanda di ricerca del presente lavoro – che, però, per l'attenzione dedicata loro dagli interpreti, avrebbero reso l'esposizione incompleta, qualora non affrontati (§§ 2.4. e 2.5.).

2.1. Correttezza sostanziale e procedurale

Il tema del dovere di correttezza degli amministratori nelle OPC è stato sottoposto all'attenzione degli interpreti già con l'introduzione dell'art. 2391-*bis* c.c. nella parte in cui, al comma 1, si prevede che gli organi di amministrazione delle società con azioni quotate in mercati regolamentati o con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante «adottano, secondo i principi generali indicati dalla Consob, regole che assicurano [...] la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate». Nonostante la successiva introduzione del Reg. OPC abbia poi fissato i principi generali applicativi della disposizione appena richiamata, come dalla stessa richiesto, l'esatta individuazione del contenuto della «correttezza» a cui fa riferimento la norma codicistica è ancora oggetto di discussione dottrinale. Rimandando a un momento successivo l'analisi di dettaglio della normativa Consob⁵⁸, appare ora pertanto opportuno fare il punto sulla questione in termini generali, al fine di individuare le questioni di vertice.

Per verità, se allo stato attuale risulta ancora ampiamente dibattuto il contenuto della «correttezza sostanziale», la letteratura ha assunto invece posizioni largamente condivise

⁵⁷ *Ex multis*, senza presunzioni di completezza, sui profili problematici del ruolo degli amministratori indipendenti nel modello di *governance* italiano, cfr. MARCHETTI, *Quale indipendenza per gli amministratori?*; ENRIQUES, *Breve commento sulla «natura» e il ruolo degli amministratori indipendenti*, FERRARINI, *Funzione del consiglio di amministrazione, ruolo degli indipendenti e doveri fiduciari*; BELCREDI, *La questione del ruolo specifico degli indipendenti nei sistemi di governance*, in *I controlli societari, Molte regole, nessun sistema*, a cura di Bianchini-Di Noia, Milano, 2010; PISANI MASSAMORMILE, *Appunti sugli amministratori indipendenti*, in *Riv. dir. soc.*, 2008, 237 ss.; STRAMPELLI, *Sistemi di controllo e indipendenza nelle società per azioni*, Milano, 2013, 190 ss. Per uno studio approfondito sul ruolo degli amministratori indipendenti nelle OPC, v. MICHIELI, *Gli amministratori indipendenti nel comitato parti correlate*, cit., 1027 ss.

⁵⁸ V., *ultra*, cap. 1, § 2.1.

per quanto riguarda il chiarimento della «correttezza *procedurale*». Quest'ultima viene infatti pacificamente definita come la regola che impone il rispetto delle procedure adottate, poste per poter analizzare le caratteristiche delle OPC da un punto di vista economico, finanziario e reddituale⁵⁹ al fine di evitare, almeno potenzialmente, che l'operazione determini un pregiudizio alla società (e, quindi, anche ai propri soci)⁶⁰. In altri termini, si può sostenere che la correttezza procedurale dell'operazione sia tesa ad assicurare che questa sia corretta anche dal punto di vista sostanziale. È stato così affermato il rapporto di strumentalità mezzo a fine tra correttezza procedurale e sostanziale⁶¹, con l'opportuna precisazione che la prima, per quanto necessaria alla seconda, non sia però di per sé sufficiente al raggiungimento dello scopo⁶². In prospettiva di un tal fine, già dai primi commenti si è altresì ritenuto che la correttezza procedurale non si esaurisca nel solo rispetto delle regole di funzionamento degli organi chiamati a prendere la decisione sull'operazione, ma che riguardi anche le informazioni e la documentazione rese disponibili ai soggetti coinvolti nell'assunzione della stessa, oltre che alla sua motivazione⁶³. Proprio la motivazione dell'operazione costituirebbe allora una sorta di «anello di congiunzione» tra correttezza procedurale e sostanziale in quanto, *da un lato*, essa viene, come si vedrà, espressamente richiesta al comitato parti correlate dal Reg. OPC nella redazione del parere, divenendo così parte dei presidi procedurali richiesti dalla legge, mentre, *dall'altro lato*, attraverso di essa è possibile dare luce alle ragioni della scelta sulla base delle quali verrà valutata la correttezza sostanziale dell'operazione. Altra affermazione ricorrente in dottrina – richiamata altresì dalla giurisprudenza – è quella per cui l'osservanza delle procedure adottate (che, si ricorda, in ossequio del Reg. OPC richiedono l'intervento di un comitato parti correlate composto in maggioranza o esclusivamente da amministratori indipendenti) sarebbe volta a garantire decisioni che, al fine ultimo di essere conformi all'interesse della società, assicurino la

⁵⁹ MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate: questioni sistematiche e problemi applicativi*, in *Riv. dir. comm.*, 2015, I, 70.

⁶⁰ VENTORUZZO, *Art. 2391-bis c.c.*, cit., 530; ESPOSITO, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 868; LIACE, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 13.

⁶¹ VENTORUZZO, *Art. 2391-bis c.c.*, cit., 529; MIOLA, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 651; MICIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., 157.

⁶² MAZZONI, *Operazioni con parti correlate e abusi*, in *Il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, a cura di Annunziata, Milano, 2015, 203.

⁶³ VENTORUZZO, *Art. 2391-bis c.c.*, cit., 532.

ponderatezza delle stesse, in quanto l'intervento degli amministratori indipendenti in una fase prodromica all'assunzione della decisione costituirebbe una garanzia aggiuntiva in questo senso⁶⁴.

Se, quindi, l'individuazione dei contorni della correttezza procedurale *ex art. 2391-bis c.c.* non sembra essere, almeno a un primo esame, un punto particolarmente delicato, questa diventa immediatamente più sfuggente nel momento in cui si definisce la correttezza procedurale attraverso il suo rapporto di strumentalità con la correttezza sostanziale, atteso che, invece, il contenuto di quest'ultima appare ancora abbastanza oscuro. Una tale difficoltà emerge dalla constatazione che, in concomitanza all'entrata in vigore della normativa in esame, la dottrina non è riuscita ad andare oltre a una definizione approssimativa. In tal momento si è, infatti, riusciti solamente ad affermare che è corretta sostanzialmente quell'operazione i cui termini sarebbero stati i medesimi anche nel caso in cui essa fosse stata conclusa con una parte non correlata, ammettendo di conseguenza che la regola sotto esame risulta essere molto generica e di difficilissima precisazione⁶⁵. Già nei primi commenti, tuttavia, una volta resisi conto della lacunosità di tale ricostruzione, gli autori hanno però precisato che non si possa definire corretta sostanzialmente una certa OPC per il solo fatto che essa rispetti il parametro oggettivo costituito dall'allineamento alle condizioni di mercato. Ed infatti, un'operazione potrebbe, per esempio, essere conclusa secondo termini economici in linea con quelli di mercato che sarebbero stati operati con una parte non correlata, ma senza potersi definire corretta se essa non risulta utile per la società o se conclusa con una frequenza superiore a quella necessaria⁶⁶. Specularmente, non si può neppure escludere la correttezza di una OPC che non rispetti le condizioni di mercato qualora, abbandonata una visione

⁶⁴ Cfr. POMELLI, *La disciplina Consob delle operazioni con parti correlate*, cit., 1358; MICIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, Milano, 2016, 157; RIMINI, *Gli assetti e le operazioni con parti correlate*, cit., 564; CALANDRA BUONAURA, *L'amministrazione della società per azioni nel sistema tradizionale*, in *Trattato di diritto commerciale*, fondato da Buonocore e diretto da Costi, IV, 4.VI*, Torino, 2019, 227; VALENSISE, *Conflitti d'interessi e parti correlate*, cit., 1997; in giurisprudenza, Trib. Milano (ord.), 20 febbraio 2015, disponibile in *giurisprudenzadelleimprese.it*, 17, secondo cui la correttezza procedurale è da intendersi «come adozione e scrupolosa e diligente osservanza di procedure per la strutturazione, negoziazione e approvazione delle operazioni, procedure idonee a generare decisioni pienamente ponderate ed informate nell'interesse della società».

⁶⁵ FERRO-LUZZI, *Parti correlate. Il documento di consultazione; osservazioni*, 2010, disponibile in *consob.it*, 4.

⁶⁶ Cfr. VENTORUZZO, *Art. 2391-bis c.c.*, cit., 533; ESPOSITO, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 869; MIOLA, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 655; LIACE, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 14.

“atomistica” del fenomeno, in un più ampio disegno strategico questa porti dei vantaggi mediati alla società⁶⁷. A ciò deve aggiungersi il rilievo che il riferimento alle condizioni di mercato si rivela inadeguato anche perché per alcune tipologie di OPC risulta difficile, se non impossibile, individuarle: si pensi, a titolo esemplificativo, alla garanzia prestata dalla controllante in favore della controllata⁶⁸. Alla luce di questi argomenti, si è data quindi una nuova definizione di correttezza sostanziale, anche se a contenuto negativo: essa viene infatti spiegata come l’assenza ingiustificata di pregiudizio per la società, facendo quindi leva sulla rilevanza della valutazione della motivazione dell’operazione che, come si è detto, costituisce una sorta di «cartina tornasole» della correttezza complessiva (procedurale e sostanziale) dell’operazione⁶⁹. In questo quadro, ancora caratterizzato da una certa incertezza, la dottrina ha quindi concluso che la correttezza sostanziale esiga che le procedure debbano essere appropriate alle specifiche operazioni e «tailor made»⁷⁰ e che la valutazione della stessa correttezza sostanziale dell’operazione non possa essere svolta se non caso per caso⁷¹.

La natura ambigua della correttezza sostanziale si percepisce con ancora più evidenza allorché la dottrina si interroga, e prendendo posizione si divide, sulla provenienza delle regole in esame. Un tale sforzo sistematico potrebbe, in effetti, consentire di inquadrare la correttezza di cui all’art. 2391-bis c.c. in una prospettiva più ampia, permettendo, di conseguenza, di meglio identificarne il contenuto. Sul punto, alcuni autori sostengono che le regole di correttezza sostanziale e procedurale in materia di OPC sono riconducibili al principio di correttezza del comportamento del creditore e debitore di cui all’art. 1175 c.c., che sarebbe applicabile anche all’infuori dei casi dei rapporti obbligatori⁷². Al contrario, per altri, l’invocazione del principio di cui all’art. 1175 c.c. e

⁶⁷ VENTORUZZO, *Art. 2391-bis c.c.*, cit., 533, il quale propone una riflessione sull’esempio dello “sconto” operato su alcune merci da parte della società a una parte correlata (ma non controllata) nella prospettiva del consolidamento di un importante rapporto commerciale, da cui ci si aspetta di ottenere importanti vantaggi in futuro, che potrebbero essere addirittura essenziali per la tenuta della società medesima.

⁶⁸ VENTORUZZO, *Art. 2391-bis c.c.*, cit., 533; sul secondo profilo evidenziato, v. anche LIACE, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 16.

⁶⁹ VENTORUZZO, *Art. 2391-bis c.c.*, cit., 532; LIACE, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 15.

⁷⁰ MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate: questioni sistematiche e problemi applicativi*, cit., 70.

⁷¹ ESPOSITO, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 869.

⁷² LIACE, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 16; MAZZONI, *Operazioni con parti correlate e abusi*, cit., 209.

della relativa dottrina civilistica «nulla può di utile in questa sede», così come inutilizzabile sarebbe anche il principio di correttezza professionale *ex art. 2592, co. 1, n. 3, c.c.* in tema di concorrenza sleale⁷³. Data una tale difficoltà a ricondurre la correttezza *ex art. 2391-bis c.c.* ad altri principi dell'ordinamento, un altro orientamento, tenuto conto della indubbia ispirazione delle procedure previste dal Reg. OPC al modello statunitense⁷⁴, ha concluso che la correttezza procedurale e sostanziale sarebbero, rispettivamente, il risultato dell'importazione del c.d. «fair dealing» e del c.d. «fair price»⁷⁵ dall'ordinamento statunitense al nostro e, come tale, si tratterebbe di una disposizione codicistica “sganciata” dal sistema⁷⁶. Vi sono, infine, altri autori che riconducono la correttezza sostanziale e procedurale ai principi generali di corretta amministrazione *ex artt. 149 t.u.f. e 2403 c.c.* – quest'ultimo che, come è noto (e similamente al primo), impone al collegio sindacale di vigilare «sul rispetto dei principi di corretta amministrazione ed in particolare sull'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile» – i quali costituiscono clausole generali gravanti

⁷³ FERRO-LUZZI, *Parti correlate*, cit., 4.

⁷⁴ Già prima dell'adozione della normativa regolamentare era per verità emersa l'influenza del modello americano nel Codice di Autodisciplina del 2002, ove erano stati per la prima volta introdotti di criteri di correttezza (poi recepiti dall'art. 2391-bis c.c.) che venivano esplicitamente sovrapposti al concetto di *fairness* (v. §§ 11.1 e 11.3). Per quanto concerne più specificatamente le norme sostanziali sulle procedure previste nel Reg. OPC si segnala che esso attribuisce, come fa il modello statunitense, un ruolo centrale agli amministratori indipendenti (artt. 7 e 8 Reg. OPC) e non all'assemblea, come avviene invece in altre esperienze europee. Non deve quindi stupire che l'accostamento della correttezza alla *fairness* risultava già evidente nel primo documento di consultazione pubblicato (CONSOB, *Disciplina regolamentare in attuazione dell'art. 2391-bis del codice civile in materia di operazioni con parti correlate*, 9 aprile 2008, disponibile in *consob.it*) ove, ad esempio, vengono chiariti i contorni della *substantive fairness* di un'operazione, che secondo la giurisprudenza statunitense «non consiste solo nella correttezza economica della stessa, valutata rispetto alle normali condizioni di mercato che le andrebbero applicate, ma anche nella “utilità” per la società che deve realizzare l'operazione» (p. 70 nt. 59) o quando, sempre secondo la giurisprudenza americana, una certa operazione venga considerata *unfair* (p. 72 nt. 60).

⁷⁵ Per una definizione di *fair dealing* e *fair price*, v. il *leading case* del Delaware *Weinberger v. UOP, Inc.*, in 457 A.2d 701 (Del. 1983), 711, in cui viene sancito che «[t]he concept of fairness has two basic aspects: fair dealing and fair price. The former embraces questions of when the transaction was timed, how it was initiated, structured, negotiated, disclosed to the directors, and how the approvals of the directors and the stockholders were obtained. The latter aspect of fairness relates to the economic and financial considerations [...] including all relevant factors [...] However, the test of fairness is not a bifurcated one as between fair dealing and fair price. All aspects of the issue must be examined as a whole since the question is one of entire fairness».

⁷⁶ Così espressamente SEMEGHINI, *Valutazioni preventive e retrospettive sulle operazioni con parti correlate. Spunti dalla comparazione con la giurisprudenza del Delaware*, in *Oss. del dir. civ. e Comm.*, 2016, 173 ss.; conf. TONIOLO, *Operazioni con parti correlate e dinamiche intragruppo in prospettiva italiana e europea*, Tesi di dottorato, disponibile in http://eprints-phd.biblio.unitn.it/2822/1/Tesi_dottorato_Anna_Toniolo.pdf, 2017, 119. Più sfumati POMELLI, *La disciplina Consob delle operazioni con parti correlate*, cit., 1358; MICHIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., 157.

principalmente sull'operato degli amministratori e che assumono contenuto più specifico nella materia in esame attraverso l'articolata regolamentazione del Reg. OPC⁷⁷. Alcuni degli interpreti che aderiscono a questo orientamento specificano che la disciplina in commento sarebbe riconducibile, in particolare, agli obblighi previsti in capo all'organo gestorio di cui all'art. 2381 commi 3 e 5 c.c., i quali impongono allo stesso di curare, ovvero di valutare, che gli assetti organizzativo, amministrativo e contabile siano adeguati⁷⁸. In altre parole, seguendo questa via, si ritiene che l'adozione delle procedure in materia di OPC rientri nella doverosa attività di predisposizione e continua valutazione di un assetto organizzativo adeguato, che unitamente agli altri assetti costituisce il «presidio avanzato»⁷⁹ della corretta gestione societaria⁸⁰.

Tuttavia, occorre fin da subito evidenziare come l'ultimo orientamento considerato, nonostante la puntuale indicazione normativa del principio generale di riferimento, non individui quale sia il contenuto della clausola di corretta amministrazione di cui all'art. 2403 c.c., né quale ne sia la sua *ratio*. Da una diversa prospettiva, pur rinviando per ora la ricostruzione del dibattito sui principi di corretta amministrazione e di adeguatezza degli assetti⁸¹ – oggi più che mai di attualità a seguito dell'introduzione del nuovo art. 2086, co. 2, c.c. – si sta dicendo che la dottrina riferita non chiarisce a sufficienza se il principio di corretta amministrazione *ex art. 2403 c.c.*, da cui discenderebbe anche l'art. 2391-*bis* c.c., coincida con il dovere di diligenza *ex art. 2392 c.c.* o se, invece, se ne discosti, e in che termini.

⁷⁷ MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate: questioni sistematiche e problemi applicativi*, cit., 70; ID., *I principi di corretta amministrazione: una nuova clausola generale*, in AA. VV., *Assetti adeguati e modelli organizzativi nella corporate governance delle società di capitali*, Bologna, 2016, 17.

⁷⁸ Cfr. ESPOSITO, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 870; IRRERA, *Le procedure e il comitato di amministratori indipendenti nel Regolamento Consob sulle operazioni con parti correlate*, cit., 22; RIMINI, *Gli assetti e le operazioni con parti correlate*, cit., 555; CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate. Fra corporate governance, responsabilità degli amministratori ed efficiente tutela delle minoranze nelle società quotate*, Milano, 2017, 37 ss.

⁷⁹ Così IRRERA, *Le procedure e il comitato di amministratori indipendenti nel Regolamento Consob sulle operazioni con parti correlate*, cit., 23; conf. RIMINI, *Gli assetti e le operazioni con parti correlate*, cit., 556.

⁸⁰ E ciò a *fortiori* qualora si voglia ritenere che, come sostenuto da autorevole dottrina, l'assetto patrimoniale, finanziario e tecnico della società faccia parte degli assetti organizzativi: sul punto, v. BUONOCORE, *Adeguatezza, precauzione, gestione, responsabilità: chiose sull'art. 2381, commi terzo e quinto, del codice civile*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 5 ss.; conf. ESPOSITO, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 871.

⁸¹ V. *ultra cap.* 3, §§ 1, 1.1 2 e 2.1.

2.2. Il parere del comitato parti correlate sulla convenienza e la correttezza sostanziale delle condizioni dell'operazione

Anche a seguito dell'emanazione del Reg. OPC l'individuazione del contenuto della clausola di correttezza rimane un tema delicato; anzi, la Commissione ha modificato, e quindi complicato, la formulazione letterale della stessa, rendendola di conseguenza ancora più enigmatica⁸². A tal proposito, se è pur vero che il Reg. OPC disciplina l'adozione delle procedure da parte degli organi di amministrazione delle società aperte richiamando esattamente l'impostazione codicistica – richiedendo che esse debbano essere volte ad assicurare «la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate» (art. 4) –, ciò non è però altrettanto riscontrabile qualora si prendano in considerazione le disposizioni, rilevanti sotto il profilo statico, relative alle procedure da seguire per l'approvazione di OPC di minore o maggiore rilevanza, che costituiscono il fulcro della normativa. Quest'ultime dispongono infatti che, a prescindere dalla tipologia di operazione, è necessario che prima dell'approvazione della stessa da parte dell'organo competente, un comitato composto esclusivamente da amministratori non esecutivi non correlati, per la maggior parte indipendenti (per le OPC di minor rilevanza) ovvero esclusivamente indipendenti (per le OPC di maggior rilevanza), esprima un parere «sull'interesse della società al compimento dell'operazione nonché sulla convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni» [artt. 7, co. 1, lett. a) e 8, co. 1, lett. c) Reg. OPC]. Se si considera che Consob non ha fornito indicazioni volte a chiarire il significato dei singoli elementi su cui il comitato è chiamato a esprimersi nel parere, si capisce allora perché i dubbi interpretativi emersi con riferimento alla norma di legge si siano moltiplicati a seguito dell'intervento regolamentare.

Ciò posto, il *focus* di questo paragrafo è relativo ai temi più strettamente attinenti alla prospettiva assunta in questo lavoro, ossia quelli concernenti l'individuazione del contenuto della valutazione di «correttezza sostanziale delle condizioni dell'operazione» e del suo rapporto con quella di «convenienza», rimandando oltre per quanto riguarda la questione attinente a quale tipo di valutazione sull'interesse sociale dell'operazione siano tenuti gli amministratori indipendenti⁸³. Per la verità, quest'ultima problematica, nonostante sia forse ritenuta essere quella più spinosa da parte della letteratura, a parere

⁸² SEMEGHINI, *Valutazioni preventive e retrospettive sulle operazioni con parti correlate*, cit., 182.

⁸³ V. *ultra*, cap. 1, § 2.4.

di chi scrive è utile non tanto al fine di comprendere quale sia il contenuto della correttezza, ma per affrontare l'altra complessa questione, che qui resta sullo sfondo, del ruolo degli amministratori indipendenti in un ambito in cui a essi sono stati attribuiti compiti al di là di quelli tipici degli amministratori non esecutivi *ex art. 2381 c.c.*

Tornando alla correttezza, la prima questione da affrontare concerne il motivo del mancato richiamo, nella norma secondaria, della correttezza procedurale di cui all'art. 2391-*bis* c.c. Sul punto, la dottrina ha spiegato l'assenza di tale riferimento ritenendo che la correttezza procedurale di cui alla norma primaria, che significa rispetto dell'*iter* di approvazione dell'operazione, verrebbe specificata e garantita dalle singole disposizioni relative alle procedure previste del Reg. OPC, sicché una tale previsione non risulta più necessaria⁸⁴. Altra parte della dottrina ha, invece, motivato la scelta della Commissione facendo leva sul rapporto di strumentalità tra correttezza sostanziale e procedurale, per cui il riferimento alla sola correttezza sostanziale delle condizioni dell'operazione si rivolgerebbe, in verità, sia al momento sostanziale in senso stretto che a quello procedurale, che viene pertanto inglobato nel primo⁸⁵.

Un secondo problema, decisamente più controverso, attiene al chiarimento del rapporto tra gli elementi oggetto di valutazione nel parere, e cioè tra la «correttezza sostanziale» e la «convenienza» delle condizioni dell'operazione. A tal proposito, si registrano due orientamenti contrapposti: quello minoritario, valorizzando la regola interpretativa per cui bisogna dare a ognuna delle espressioni usate dalla norma un proprio significato, ritiene che vi sia una totale autonomia tra i due requisiti⁸⁶. E infatti, la correttezza sostanziale riguarderebbe il pieno rispetto delle previsioni regolamentari e delle procedure in concreto adottate dalla società, mentre la convenienza interesserebbe più precisamente una valutazione di carattere economico, atta a verificare che il prezzo di trasferimento sia in linea con le condizioni di mercato o che, nel caso se ne discosti, vi sia una giustificazione in virtù di altre variabili⁸⁷.

⁸⁴ SEMEGHINI, *Valutazioni preventive e retrospettive sulle operazioni con parti correlate*, cit., 182.

⁸⁵ RIMINI, *Gli assetti e le operazioni con parti correlate*, cit., 566; PUCCI, *Il parere degli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate: profili funzionali*, in *Riv. soc.*, 2014, 336 ss.

⁸⁶ MAZZONI, *Operazioni con parti correlate e abusi*, cit., 208.

⁸⁷ PUCCI, *Il parere degli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate*, cit., 358; LIACE, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 107.

Di contro, l'orientamento maggioritario – critico nei confronti dell'altro in quanto esso ripropone di fatto, nei contenuti, la stessa distinzione che a livello di norma primaria si faceva tra correttezza procedurale e correttezza sostanziale – afferma che la convenienza vada ricompresa nella correttezza, atteso che la prima non è espressamente contemplata nell'art. 2391-*bis* c.c. Più precisamente, tra i due elementi vi sarebbe «un'endiadi reciprocamente esplicativa»⁸⁸, ove la convenienza è precisazione della correttezza⁸⁹. In tal prospettiva, per alcuni autori ciò comporterebbe che al comitato parti correlate sia imposto di valutare, in ottica più ampia, non solo se i termini economici dell'affare sono equiparabili a quelli che si sarebbero ottenuti qualora questo fosse stato concluso con terzi, ma anche se da esso la società possa trarre un valore aggiunto maggiore⁹⁰. Una siffatta impostazione, seppur anch'essa non spieghi in termini positivi il contenuto della clausola di correttezza, rinforza da un altro punto di vista la posizione secondo cui al fine di valutare la correttezza complessiva di una certa OPC non ci si possa fermare alla considerazione del rispetto delle condizioni di mercato della stessa.

Pur risultando di fatto ancora una volta irrisolto il quesito relativo all'individuazione del contenuto della correttezza e, ora, anche della convenienza, è tuttavia il terzo profilo che più ha fatto discutere gli autori: ci si riferisce, in particolare, al quesito se la valutazione sulla «convenienza delle condizioni dell'operazione» da parte del comitato parti correlate imponga agli stessi di entrare nel merito dell'operazione. Il tema si pone anche in prospettiva di quel differente filone problematico già citato che, su tale aspetto, si interseca con quello in esame, concernente il ruolo *sui generis* attribuito agli amministratori indipendenti con la predisposizione del parere. Una tale scelta è particolarmente delicata nelle OPC di maggiore rilevanza, là dove gli amministratori indipendenti, per definizione non esecutivi, dapprima sono chiamati a esprimere un parere (anche) sulla convenienza delle condizioni dell'operazione e poi, nel caso di esito positivo, a dover votare sulla medesima operazione in consiglio di amministrazione. Ciò

⁸⁸ Così espressamente il Trib. Milano, 20 dicembre 2013, disponibile in *giurisprudenzadelleimprese.it*, 18, secondo cui «convenienza e correttezza sostanziale, in quanto unitariamente riferite alle condizioni dell'operazione, costituiscono un'endiadi reciprocamente esplicativa».

⁸⁹ MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 319 ss.; ID., *Le operazioni con parti correlate: questioni sistematiche e problemi applicativi*, cit., 70; SEMEGHINI, *Valutazioni preventive e retrospettive sulle operazioni con parti correlate*, cit., 184; MAUGERI, *Le operazioni con parti correlate nei gruppi societari*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, I, 910.

⁹⁰ SEMEGHINI, *Valutazioni preventive e retrospettive sulle operazioni con parti correlate*, cit., 184.

ha portato la dottrina a interrogarsi se gli amministratori indipendenti potessero o meno anticipare la propria valutazione di opportunità sull'operazione (comunque dovuta, in quanto membri a tutti gli effetti del consiglio di amministrazione) già al momento della valutazione sulla convenienza espressa nel parere. Tale questione, tuttavia, è cruciale anche alla luce della presente indagine, in quanto attinente non solo al problema, di vertice, di comprenderne il contenuto al fine, poi, di chiarirne il rapporto con la correttezza, ma altresì pregevole di conseguenze relative all'applicabilità o meno della c.d. «business judgment rule» (si seguito, «bjr») al parere del comitato nel suo complesso⁹¹.

Su di essa, la dottrina si è spaccata; per un verso, vi sono gli autori dell'orientamento maggioritario che negano che la valutazione di convenienza possa attenere a profili di merito pieno, mentre, per altro verso, una dottrina minoritaria ritiene che questa si risolva necessariamente nel vaglio dell'opportunità della proposta OPC da parte del comitato.

I primi⁹², ritenendo di trarre conferma della propria impostazione dalla lettera delle disposizioni regolamentari – che richiedono agli amministratori indipendenti una valutazione sulla convenienza «delle condizioni dell'operazione» e non «dell'operazione» in generale⁹³ – affermano che il comitato parti correlate debba limitarsi a valutare la congruità dei prezzi, delle forme di pagamento e dell'impatto finanziario dell'operazione, al fine di fornire elementi utili all'analisi della sua ragionevolezza ed economicità complessiva la quale viene, però, svolta dal *plenum*⁹⁴. Ciò tuttavia con l'ulteriore precisazione che, se noti, gli amministratori indipendenti potranno e dovranno

⁹¹ MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate: questioni sistematiche e problemi applicativi*, cit., 70.

⁹² Per un confronto tra posizioni più rigorose e altre secondo cui si tratterebbe di una valutazione di opportunità limitata o funzionale: cfr. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate: questioni sistematiche e problemi applicativi*, cit., 70; POMELLI, *La disciplina Consob delle operazioni con parti correlate*, cit., 1359 ss.; MICHIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., 159; LIACE, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 106; GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi. Trasparenza, ponderazione e imparzialità nell'amministrazione delle s.p.a.*, Milano, 2014, 85 s.; REGOLI, *Gli amministratori indipendenti: alcune condizioni per un più efficace funzionamento di questo strumento di governance nel sistema dei controlli sulla gestione*, in *Dialogo sul sistema dei controlli delle società*, a cura di Abbadessa, Torino, 2015, 61; VALENSISE, *Conflitti d'interessi e parti correlate*, cit., 1998 ss. In giurisprudenza, v. Trib. Milano 20 dicembre 2013, cit., 43, secondo cui il comitato «non può certamente sostituirsi al c.d.a. esprimendo senz'altro un giudizio di opportunità/inopportunità dell'operazione, che spetta solo all'organo gestorio competente».

⁹³ MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate: questioni sistematiche e problemi applicativi*, cit., 70.

⁹⁴ MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate: questioni sistematiche e problemi applicativi*, cit., 71; POMELLI, *La disciplina Consob delle operazioni con parti correlate*, cit., 1361; MICHIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., 159.

valutate la coerenza dell'operazione rispetto ai piani strategici, industriali e finanziari approvati dalla società⁹⁵. Una tale ricostruzione, postulando il divieto per gli amministratori indipendenti di formulare una propria autonoma valutazione nel merito di una OPC, viene ritenuta dalla dottrina di questo filone essere l'unica compatibile con le funzioni attribuibili agli stessi in quanto, altrimenti facendo, questi si sostituirebbero al consiglio di amministrazione nell'individuazione dell'indirizzo strategico⁹⁶. Di tal che, gli amministratori indipendenti sarebbero tenuti a sopportare questa sorta di "sdoppiamento" tra le proprie competenze in sede di comitato e quelle in consiglio di amministrazione e l'affermazione che il parere non attenga il merito troverebbe ulteriore conferma nella circostanza che il Reg. OPC prevede che nel caso in cui non sia possibile formare un comitato di amministratori indipendenti questo possa essere reso – in quanto «presidio equivalente» [artt. 7, co. 1, lett. d) e 8, co. 1, lett. d), Reg. OPC]⁹⁷ – dal collegio sindacale, che secondo l'impostazione tradizionale, ancor oggi largamente maggioritaria, è un organo che esprime un giudizio sulla legalità sostanziale, ma non sul merito⁹⁸. Conseguenza logica di tale impostazione è che agli amministratori indipendenti è fatto divieto di ricercare soluzioni alternative all'operazione proposta⁹⁹, potendo, al più,

⁹⁵ POMELLI, *La disciplina Consob delle operazioni con parti correlate*, cit., 1359; MICIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., 159.

⁹⁶ Il tema si pone, per verità, seppur con meno evidenza, anche nelle operazioni di minor rilevanza: in queste, il parere espresso dal comitato è dovuto ma non vincolante e la scelta se concludere o meno l'OPC è rimessa all'organo individuato come competente dalle procedure adottate. In questa tipologia di operazioni, pertanto, viene meno il profilo problematico attinente al doppio coinvolgimento degli amministratori indipendenti prima nel parere e poi in consiglio di amministrazione, ma resta quello per cui ammettere che il comitato parti correlate possa esprimere una valutazione di merito significherebbe di fatto affermare la sostituzione della valutazione dell'organo esecutivo nell'esercizio della propria discrezionalità con quella operata dagli amministratori indipendenti. Così POMELLI, *La disciplina Consob delle operazioni con parti correlate*, cit., 1361.

⁹⁷ Nella Comunicazione OPC l'Autorità ha infatti indicato quali «presidi equivalenti» – ferma restando la facoltà per le società di individuare altre soluzioni – la redazione di un parere da parte di un esperto indipendente, di un amministratore indipendente non correlato eventualmente presente o del collegio sindacale a condizione che qualora i sindaci abbiano un interesse (per conto proprio o di terzi) nell'operazione questi ne diano comunicazione al collegio medesimo precisandone la natura, i termini, l'origine e la portata (p. 24 ss.).

⁹⁸ MICIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., 161; VALENSISE, *Conflitti d'interessi e parti correlate*, cit., 2002.

⁹⁹ REGOLI, *Gli amministratori indipendenti: alcune condizioni per un più efficace funzionamento*, cit., 61.

procedere a un esame comparato con altre operazioni simili solo nel caso in cui la diseconomicità della OPC sotto esame sia manifestamente rilevante¹⁰⁰.

Il secondo orientamento¹⁰¹, per converso, *da un lato*, dà risalto alla lettera delle norme regolamentari che richiedono espressamente un giudizio di convenienza che, per definizione, significa merito e opportunità¹⁰² e, *dall'altro lato*, rimarcando la posizione degli amministratori indipendenti quali membri effettivi del *plenum*, reputa del tutto illogico il riferito sdoppiamento del giudizio dovuto da essi essendo ragionevole, invece, che questi anticipino il proprio giudizio di merito già nel parere¹⁰³. In senso contrario a ciò non deporrebbe neppure la circostanza che, in mancanza del comitato parti correlate, il parere possa essere reso dal collegio sindacale, atteso che nel caso di ricorso a «presidi equivalenti» il parere andrebbe limitato al solo profilo di correttezza sostanziale [come si desume dagli artt. 7 co, 1, lett. *d*) e 8, co. 1, lett. *d*), Reg. OPC]¹⁰⁴. I sostenitori di tale ricostruzione non negano poi che nella materia delle OPC agli amministratori indipendenti venga effettivamente attribuita una competenza gestoria inedita, ma ciò risulterebbe essere una ricaduta inevitabile della impostazione seguita a monte dal legislatore, il quale nelle OPC di maggiore rilevanza richiede necessariamente l'intervento del *plenum*¹⁰⁵.

Per alcuni, un precipitato di tale visione è che nel parere sulla convenienza rientrerebbe anche una comparazione tra le condizioni della OPC oggetto di valutazione e quelle di altre eventuali operazioni realizzabili con soggetti terzi non correlati¹⁰⁶. Al contrario, per altri, configurare il giudizio sulla convenienza nel parere come di merito non può spingere fino a riconoscere agli amministratori indipendenti il potere di suggerire una operazione

¹⁰⁰ MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate: questioni sistematiche e problemi applicativi*, cit., 71, il quale ritiene che, entro questi limiti, la valutazione non sconfini nel merito.

¹⁰¹ Cfr. MAZZONI, *Operazioni con parti correlate e abusi*, cit., 208; PRESTI, *Art. 2391-bis c.c.*, cit., 1371 s.; CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 109 ss.

¹⁰² CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 109.

¹⁰³ MAZZONI, *Operazioni con parti correlate e abusi*, cit., 208.

¹⁰⁴ PRESTI, *Art. 2391-bis c.c.*, cit., 1371.

¹⁰⁵ MAZZONI, *Operazioni con parti correlate e abusi*, cit., 208.

¹⁰⁶ RIMINI, *Gli assetti e le operazioni con parti correlate*, cit., 566; PUCCI, *Il parere degli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate*, cit., 336 ss. In giurisprudenza, v. Trib. Parma, 29 marzo 2013, in *Giur. comm.*, 2014, II, 105, secondo cui «appare del tutto logico richiedere un maggior impegno esplicativo a fronte di un'operazione – quale quella in esame – di primaria rilevanza tanto in un'ottica strategica che per l'esborso richiesto, a titolo meramente esplicativo, esplicitando verosimili operazioni alternative o l'impossibilità di addivenire, mediante soluzioni differenti, a risultati assimilabili sotto il profilo economico».

alternativa rispetto a quella esaminata, una diversa controparte o addirittura di indicare una differente strategia imprenditoriale, perché così facendo si sovvertirebbero i principi dell'amministrazione delegata, operando una sostituzione del consiglio di amministrazione con gli amministratori indipendenti¹⁰⁷.

Alla luce di tutti questi dubbi interpretativi si aggiunga che, sul piano dell'analisi empirica dei pareri pubblicati, vale a dire quelli relativi alle OPC di maggior rilevanza, si evidenzia una scarsa consapevolezza dei comitati parti correlate, i quali spesso si sono limitati a valutazioni estremamente sintetiche, scarsamente rappresentative dei profili di criticità delle proposte OPC, in cui ci si è limitati a dichiarare la convenienza e la correttezza delle condizioni dell'operazione (oltre ad affermare di aver valutato l'interesse della società) senza tuttavia fornire argomentazioni al riguardo¹⁰⁸.

2.2.1. Segue. *Parere del comitato parti correlate e bjr*

Quanto più le diverse impostazioni dottrinali richiamate si spingono a configurare il parere degli amministratori indipendenti sulla convenienza delle condizioni dell'operazione quale giudizio di opportunità, tanto più si pone il tema di comprendere se la medesima valutazione sia coperta o meno da *business judgment rule*, vale a dire da quella regola di matrice giurisprudenziale, coniata dalle corti statunitensi, che, come è risaputo, è stata recepita in Italia come l'insindacabilità, da parte del giudice, nel merito della scelta gestoria, salvo la manifesta irragionevolezza o irrazionalità della stessa¹⁰⁹. E

¹⁰⁷ CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 113.

¹⁰⁸ Così PUCCI, *Il parere degli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate*, cit., 336 ss., la quale ha analizzato tutti i pareri pubblicati delle OPC di maggiore rilevanza operate nel biennio 2011-2012.

¹⁰⁹ Sul punto, di recente, Trib. di Roma, 16 ottobre 2019, n.19881, in banca dati *DeJure*, secondo cui «[i]l principio dell'insindacabilità delle scelte di gestione (*business judgement rule*) non è assoluto: la scelta di gestione si ritiene insindacabile se sia stata legittimamente assunta e se non è irrazionale»; conf. Trib. Genova, 18 maggio 2018, n.1542, in banca dati *DeJure*; Trib. Latina, 21 marzo 2018, n.777, in banca dati *DeJure*; Cass. Civ., 31 agosto 2016, n.17441; Trib. Napoli, 20 giugno 2008, in banca dati *DeJure*. Tuttavia, secondo un diverso orientamento giurisprudenziale, ammesso e non concesso che si tratti di una questione meramente terminologica, la *bjr* si disapplica non solo qualora la scelta gestoria sia manifestamente "imprudente" o "irrazionale", ma anche nel caso in cui questa sia "irragionevole": v. Trib. Bologna, 29 dicembre 2017, n. 2879, in banca dati *DeJure*, secondo cui «[i]n tema di responsabilità degli amministratori di società di capitali per danni cagionati alla società amministrata, l'insindacabilità delle scelte di gestione (c.d. *business judgement rule*) trova un limite nella valutazione della ragionevolezza delle stesse, da compiersi sia *ex ante*, [...] sia tenendo conto della mancata adozione delle cautele, delle verifiche e delle informazioni preventive, normalmente richieste per scelte analoghe»; conf. Trib. Milano, 15 novembre 2018, in *giurisprudenzadelleimprese.it*; Trib. Bologna, 01 settembre 2018, in *giurisprudenzadelleimprese.it*; Cass. Civ., 22 giugno 2017, n.15470.

infatti, se si ritenesse che agli amministratori indipendenti sia del tutto preclusa una valutazione di merito non sarebbe necessario affrontare la presente questione che, al contrario, acquista importanza qualora si apra invece alla possibilità, anche limitata, che il comitato parti correlate possa esprimersi sull'opportunità dell'operazione¹¹⁰.

A quanto consta, sul tema si sono sviluppati due contrapposti orientamenti; il primo, anche a prescindere da come si voglia risolvere il rapporto tra convenienza e opportunità, è dell'avviso che il *safe harbor* della *bjr* non si possa in ogni caso applicare perché il parere fornito dal comitato parti correlate, per quanto risulti essere un momento cruciale delle procedure regolamentari, resta pur sempre un atto endoprocedimentale, atteso che l'organo deputato all'effettiva assunzione di una deliberazione a contenuto gestorio resta unicamente il consiglio di amministrazione (nelle OPC di maggior rilevanza) ovvero l'organo individuato dalle procedure (in quelle di minor rilevanza)¹¹¹. Sicché, secondo questa impostazione, il parere fornito dagli amministratori indipendenti è solamente (ed eventualmente) funzionale all'applicazione della *bjr* sulla decisione finale dell'organo competente.

Il secondo approccio, al contrario, ritiene che la *bjr* si possa applicare anche al parere del comitato parti correlate¹¹². All'interno di quest'ultimo filone bisogna operare però un ulteriore distinguo tra coloro i quali ritengono che la *bjr* operi con riferimento al parere nel suo complesso, in quanto la valutazione sulla convenienza delle condizioni dell'operazione forma un'endiadi con la correttezza e, pertanto, non è scorporabile da quest'ultima¹¹³, e coloro i quali, invece, affermano che la regola in parola si applichi con

¹¹⁰ Tra gli autori riconducibili al primo orientamento indicato, e cioè quello che nega che il parere sulla convenienza attenga a una valutazione di merito piena, si annovera infatti anche chi ritiene, in senso restrittivo, che in tale giudizio il comitato parti correlate si debba limitare esclusivamente a tener conto, se noti, degli obiettivi imprenditoriali posti dagli amministratori esecutivi nei piani strategici, industriali e finanziari: POMELLI, *La disciplina Consob delle operazioni con parti correlate*, cit., 1359 ss.

¹¹¹ Cfr. POMELLI, *La disciplina Consob delle operazioni con parti correlate*, cit., 1361; REGOLI, *Gli amministratori indipendenti e i codici di autodisciplina*, in *La governance nelle società di capitali. A dieci anni dalla riforma*, diretto da Vietti, Milano, 2013, 150; RIMINI, *Gli assetti e le operazioni con parti correlate*, cit., 570; LIACE, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 165; CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 144.

¹¹² Cfr. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate: questioni sistematiche e problemi applicativi*, cit., 73; PRESTI, *Art. 2391-bis c.c.*, cit., 1380; PUCCI, *Il parere degli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate*, cit., 336 ss.; HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*², Milano, 2020, 127.

¹¹³ MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate: questioni sistematiche e problemi applicativi*, cit., 73.

riferimento alle sole parti del parere che attengono all'opportunità, tra cui il giudizio sulla convenienza, mentre non si applicherebbe a quelle relative alla correttezza dell'operazione, e cioè riguardanti il rispetto delle procedure da parte del comitato parti correlate¹¹⁴.

2.3. *Decisione del consiglio di amministrazione (o dell'organo competente) e bjr*

Già dall'inquadramento, appena fornito, sul rapporto tra parere degli amministratori indipendenti e *bjr* emerge come quest'ultima venga in rilievo non solo in tale prospettiva, ma anche in quella relativa al diverso tema, sempre discendente dal mancato chiarimento della regola di correttezza, riguardante il quesito se, una volta rispettate le procedure previste dal Reg. OPC, nel riesame dell'operazione definitivamente conclusa da parte del giudice debba trovare applicazione la *bjr* o se, invece, l'operazione debba essere valutata sulla base del più stringente criterio di correttezza. È noto, infatti, che le Corti del Delaware, a fianco dello *standard review* costituito dalla *bjr* – tradizionalmente definita come la presunzione che gli amministratori abbiano agito «on an informed basis, in good faith and in the honest belief that the action taken was in the best interest of the company»¹¹⁵ e che, salvo la prova contraria fornita dall'attore, predica il divieto, rivolto al giudice, di entrare nel merito della scelta gestoria – ne hanno sviluppati altri¹¹⁶, tra cui si annovera il c.d. «entire fairness standard», vale cioè a dire lo *standard of review* più rigoroso, che si applica qualora un certo atto gestorio sia stato compiuto in odore di conflitto di interessi, proprio come avviene nelle OPC, e che impone al giudice di vagliare il merito della scelta gestoria.

Sulla base di questa distinzione e preso atto del silenzio del Reg. OPC sul punto, la dottrina si è pertanto divisa tra coloro i quali, sulla scorta dell'impostazione classica nordamericana, ritengono che nel caso di un conflitto di interessi, anche solo potenziale, il giudice debba sempre vagliare nel merito l'operazione¹¹⁷ e coloro i quali pensano che

¹¹⁴ PRESTI, *Art. 2391-bis c.c.*, cit., 1380.

¹¹⁵ Così nella celeberrima pronuncia *Aronson v. Lewis*, in 473 A.2d 805 (Del. 1984), 812.

¹¹⁶ Per un'ampia spiegazione dei differenti *standard of review* v. SEMEGHINI, *La Business Judgement Rule, diritto statunitense*, In *Digesto delle discipline privatistiche. Sezione commerciale*, Milano, 2015.

¹¹⁷ MAZZONI, *Operazioni con parti correlate e abusi*, cit., 206; in giurisprudenza, v. Trib. Parma, 29 marzo 2013, cit., sul celebre caso Parmalat-Lactalis, ove la Corte esclude «l'invocabilità del limite al sindacato giurisdizionale costituito dal merito delle scelte gestorie»; sulla vicenda, v. la nota di DEL LINZ, *Il nuovo caso Parmalat: considerazioni a margine di un decreto "eccessivamente creativo"*, in *Giur. comm.*, 2014, II, 126, il quale, sul punto, esprime parere contrario rispetto alla decisione della Corte. Per

nel caso in cui le procedure predisposte siano state effettivamente rispettate trovi applicazione la *bjr*¹¹⁸.

Per il primo filone, minoritario, bisognerebbe dare risalto all'orientamento giurisprudenziale tradizionale negli Stati Uniti¹¹⁹, secondo cui il fondamento giuridico della *bjr* sarebbe diverso da quello dell'*entire fairness*, tanto che essi costituirebbero parametri differenti e incompatibili, formulati proprio per affrontare problematiche tra loro alternative¹²⁰. E infatti, la prima sarebbe volta a proteggere la libertà del *manager*, che non abbia un interesse nell'operazione, di rischiare nell'assunzione delle scelte gestorie; essa, però, per definizione non è applicabile nel caso in cui, *ex ante*, sussista una situazione da cui derivi un interesse idoneo, anche solo in astratto, a influenzarne il giudizio. E sarebbe proprio nel caso in cui sussista questo potenziale fattore di pericolo che trova applicazione l'altro *standard*, l'*entire fairness*¹²¹.

Di contro, l'orientamento maggioritario afferma che il rispetto delle procedure – e su tutte, la valutazione positiva espressa nel parere dal comitato parti correlate sui requisiti richiesti – costituisce una garanzia del rispetto della correttezza dell'operazione, la quale rende applicabile la “regola generale” prevista in caso di assenza di conflitto di interessi, e cioè la *bjr*. Secondo tale approccio non si vede, infatti, il motivo per cui, a seguito dell'effettivo rispetto delle articolate procedure previste dal Reg. OPC, sul consiglio di amministrazione (o sull'altro organo competente) deputato a decidere nel merito l'operazione dovrebbe incombere un regime di responsabilità più aggravato di quello che

ulteriori commenti su questa pronuncia e sulla controversia nel suo complesso cfr. MICHELI, *Denuncia di gravi irregolarità di gestione e operazioni con parti correlate*, in *Giur. comm.*, 2015, II, 1027 ss.; POMELLI, *Related-Party Transactions and the Intricacies of Ex Post Judicial Review: The Parmalat/Lactalis Case*, in *European Company and Financial Law Review*, 2016, 73 ss.

¹¹⁸ Cfr. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate: questioni sistematiche e problemi applicativi*, cit., 72 ss.; MIOLA, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 663; RIMINI, *Gli assetti e le operazioni con parti correlate*, cit., 570; POMELLI, *La disciplina Consob delle operazioni con parti correlate*, cit., 1361; SEMEGHINI, *Valutazioni preventive e retrospettive sulle operazioni con parti correlate*, cit., 177 ss.; LIACE, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 165; CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 139; DEL LINZ, *Il nuovo caso Parmalat*, cit., 126.

¹¹⁹ Per una più approfondita ricostruzione della giurisprudenza del Delaware, SEMEGHINI, *Valutazioni preventive e retrospettive sulle operazioni con parti correlate*, cit., 139 ss.; v. anche *ultra* cap. 2, sez. I, § 4.

¹²⁰ V. MAZZONI, *Operazioni con parti correlate e abusi*, cit., 207, secondo cui costituisce una tesi giurisprudenziale minoritaria – in quanto tale, da non seguire – quella, affermata in alcuni *caselaw*, ove si riconosce che l'operazione in conflitto di interessi possa essere assistita da *bjr*, a patto che essa sia corredata da un preventivo parere positivo sulla correttezza dell'operazione; di contro, in assenza di tale parere, sempre secondo tali pronunce, la *bjr* resta inapplicabile.

¹²¹ MAZZONI, *Operazioni con parti correlate e abusi*, cit., 206.

graverebbe sugli stessi in assenza della correlazione. Negare l'applicabilità della *bjr* comporterebbe, invece, il rischio che gli amministratori siano sempre chiamati a rispondere, anche in caso di scelta meramente sfortunata¹²².

2.4. Altre questioni interpretative: il parere del comitato parti correlate sull'interesse della società al compimento dell'operazione

Seppur si collochi al di fuori della domanda di ricerca posta con questo lavoro, per completezza del quadro delle questioni interpretative che afferiscono alla redazione del parere da parte del comitato parti correlate, pare ora opportuno richiamare il dibattito relativo al giudizio da questo richiesto «sull'interesse della società al compimento dell'operazione». Come già detto, esso costituisce probabilmente il tema più discusso dalla dottrina, essendo difatti caratterizzato da problemi senz'altro spinosi: *da un lato*, infatti, esso evoca subito il più ampio e controverso dibattito su cosa sia l'interesse sociale, mentre, *dall'altro lato*, è stato da subito osservato come questo elemento costituisca lo “strappo” più evidente da parte della normativa regolamentare¹²³, atteso che l'art. 2391-*bis* c.c. nulla ha previsto in proposito, tanto che alcuni hanno addirittura avanzato l'ipotesi di un eccesso di delega sul punto da parte della Commissione¹²⁴. Prescindendo del tutto dall'analisi, in questa sede, del primo aspetto, in quanto trattasi, con tutta evidenza, di un dibattito troppo noto e troppo complesso¹²⁵, si pone, quindi, il

¹²² Sul punto, cfr. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate: questioni sistematiche e problemi applicativi*, cit., 73 ss.; ID., *Le operazioni con parti correlate*, cit., 319 ss.; POMELLI, *La disciplina Consob delle operazioni con parti correlate*, cit., 1361; SEMEGHINI, *Valutazioni preventive e retrospettive sulle operazioni con parti correlate*, cit., 178.

¹²³ PUCCI, *Il parere degli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate*, cit., 336 ss.

¹²⁴ ASSONIME, *La disciplina della Consob in materia di operazioni con parti correlate*, Circolare n. 38 del 6 dicembre 2010, in *Riv. soc.*, 2011, 151.

¹²⁵ Come è risaputo, il dibattito sull'interesse sociale ha a lungo occupato la dottrina nell'analisi della contrapposizione tra le teorie definite “istituzionalismo” e “contrattualismo” a partire dal lavoro di JAEGER, *L'interesse sociale*, Milano, 1964. Per un'analisi più attuale – che non può però essere qui affrontata – che ha impegnato gli interpreti sul fronte del tentativo di superare il dualismo, senza nessuna presunzione di completezza si rimanda a JAEGER, *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)*, in *Giur. comm.*, 2000, I, 795 ss.; AA. VV. *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders*, Milano, 2010; DENOZZA, *Verso il tramonto dell'interesse sociale?*, in Paciello, *La dialettica degli interessi nella disciplina delle società per azioni*, Napoli, 2011, 77 ss.; LIBERTINI, *Ancora in tema di contratto, impresa e società. Un commento a Francesco Denozza, in difesa dello “istituzionalismo debole”*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 669 ss.; ANGELICI, *Note sul «contrattualismo societario»: a proposito del pensiero di Francesco Denozza*, in *Riv. dir. comm.*, 2018, I, 191 ss. Ancor più di recente, per un'analisi del tema che tenga conto anche della prospettiva delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, cfr. TOMBARI, *“Potere” e “interessi” nella grande impresa azionaria*, Milano, 2019; VENTORUZZO, *Potere e interessi nella grande impresa azionaria*, commento al libro di Tombari, disponibile in *nedcommunity.com*.

problema di comprendere quale sia il perimetro della valutazione affidata al comitato sull'interesse della società: in altre parole, similamente a quanto già affrontato relativamente al giudizio sulla convenienza, si tratta di capire se questo coinvolga o meno profili di merito.

Sul punto si ripropongono quindi, innanzitutto, i due orientamenti già riferiti: per un verso, vi è chi ritiene che, in quanto reso da amministratori indipendenti e non esecutivi, il parere del comitato non possa attenere al merito e, di conseguenza, in esso ci si dovrà limitare a verificare che l'operazione in esame non sia condizionata da interessi particolari dei soggetti correlati tali da non renderla compatibile con l'interesse astratto della società, vale a dire con l'oggetto sociale, e strumentale alla creazione di valore per tutti gli azionisti¹²⁶.

Per altro verso, vi è invece chi sostiene che gli amministratori indipendenti non solo possono anticipare il loro giudizio di merito, atteso che essi sono a tutti gli effetti membri del *plenum*; ma, anzi, richiedere a questi una valutazione sull'interesse sociale produrrebbe addirittura risultati virtuosi – e non una illogica e dannosa confusione di ruoli tra esecutivi e non esecutivi – in quanto costituirebbe un importante strumento di trasparenza. Gli amministratori indipendenti sarebbero infatti così indotti a esigere, da quelli esecutivi, precisazioni e chiarimenti tali da rendere evidenti e conoscibili le ragioni che in concreto sono alla base della proposta operazione¹²⁷.

Su quest'ultimo orientamento si possono, inoltre, segnalare due ulteriori variazioni. La prima individua una via mediana, di compromesso, con le posizioni di chiusura rispetto al riconoscimento di una valutazione di merito, là dove postula che il giudizio sull'interesse della società non vada ricercato tanto nell'opportunità o meno di compiere una certa OPC, poiché si tratterebbe di competenza in ogni caso attribuita all'organo gestorio competente, quanto, piuttosto, nella valutazione dell'interesse dei c.d. «fictional shareholder»¹²⁸. Ciò significa che il comitato non sarebbe chiamato a svolgere, nel

Vale la pena, tuttavia, sottolineare che ai fini dell'indagine qui affrontata non pare rilevare se si adotti l'una o l'altra delle teorie.

¹²⁶ Cfr. POMELLI, *La disciplina Consob delle operazioni con parti correlate*, cit., 1360; MICIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate* op. cit., 135; con qualche dubbio, FERRO-LUZZI, *Parti correlate*, cit., 6.

¹²⁷ Cfr. MAZZONI, *Operazioni con parti correlate e abusi*, cit., 208; REGOLI, *Gli amministratori indipendenti e i codici di autodisciplina*, cit., 150; PRESTI, *Art. 2391-bis c.c.*, cit., 1371.

¹²⁸ PUCCI, *Il parere degli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate*, cit., 363, la quale, riprendendo quanto affermato da autorevole dottrina (ANGELICI, *La società per azioni. Principi e*

proprio parere, un esame completo che anticipi tutti i profili di merito, dovendosi di contro limitare a un'indagine volta ad analizzare le implicazioni di tipo finanziario, vale a dire a una valutazione sull'incidenza che l'OPC potrebbe avere, nella prospettiva dell'investimento dei soci non correlati, in termini di valore attuale e di redditività¹²⁹. Tuttavia, una tale impostazione presta il fianco alla critica che, così facendo, al comitato sarebbe preclusa la possibilità di prendere in considerazione se l'operazione sia coerente con gli obiettivi intermedi e strumentali che sono stati stabiliti dal consiglio di amministrazione nei piani strategici, finanziari e industriali¹³⁰.

Il secondo orientamento – che, a quanto consta, è quello formulatosi più recentemente – ritiene, invece, che la valutazione sull'interesse sociale implichi di verificare, in un'ottica più ampia, che l'OPC rientri tra le diverse possibili scelte in grado di assicurare l'efficienza della gestione dell'impresa¹³¹, da intendersi come raggiungimento di un punto di equilibrio «dei fattori produttivi interni ed esterni che le consentono di operare nel mercato»¹³² tenendo in considerazione che, poiché il mercato non risponde al modello della concorrenza perfetta, sussistono diversi punti di equilibrio, tutti in grado di realizzare una siffatta situazione di efficienza e tutti rispondenti all'interesse sociale, e tra i quali gli amministratori sono pertanto liberi di scegliere. Di tal che, il ruolo del comitato parti correlate sarebbe, innanzitutto, quello di svolgere, in via anticipata rispetto al *plenum*, la valutazione di corrispondenza dell'operazione rispetto a uno di essi. Solo una volta verificata la sussistenza in astratto di un interesse della società a quell'OPC, andrebbe poi vagliata, in concreto, dal medesimo comitato, la capacità dei termini negoziali dell'affare a realizzare i piani strategici, finanziari e industriali come individuati dall'organo collegiale. In altre parole, al comitato parti correlate spetterebbe, quale

problemi, Milano, 2012, 94), afferma che, nel tentativo di conciliazione delle visioni istituzionaliste e contrattualiste, se proprio si vuole ricorrere al concetto di “interesse” esso vada inteso quale il solo interesse «in quanto soci e in questo senso a tutti “comune”»; conf. RIMINI, *Gli assetti e le operazioni con parti correlate*, cit., 569.

¹²⁹ GUIZZI, *Interessi degli amministratori e operazioni con parti correlate*, in *La governance nelle società di capitali. A dieci anni dalla riforma*, diretto da Vietti, Milano, 2013, 195; ID., *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, cit., 85 s.

¹³⁰ SEMEGHINI, *Valutazioni preventive e retrospettive sulle operazioni con parti correlate*, cit., 189.

¹³¹ HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*, cit., 69.

¹³² L'espressione è di ANGELICI, *Note sul «contrattualismo societario»: a proposito del pensiero di Francesco Denozza*, cit., 204, ed è stata riportata altresì da HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*, cit., 70.

obiettivo finale, il compito di valutare l'interesse sociale così come è stato individuato dal *plenum*¹³³.

2.5. Segue. *La responsabilità degli amministratori e, in particolare, quella degli amministratori indipendenti*

L'ultimo profilo che s'intende analizzare è quello relativo alla responsabilità degli amministratori e, in particolare, di quelli che siano membri del comitato parti correlate. Anch'esso risulta essere un tema ampiamente affrontato dalla dottrina, e ciò in quanto né la legge, né la normativa regolamentare, si sono occupate di disciplinare la patologia delle OPC e le relative sanzioni, rendendo di conseguenza necessario ricorrere ai rimedi generali.

Invero, l'unica disposizione *ad hoc* in materia è di recente emanazione: è solo con il nuovo art. 192-*quinquies* t.u.f., introdotto dall'art. 4 del d. lgs. 49/2019, che si prevedono sanzioni amministrative sia in capo alle (sole) società quotate «che violano l'articolo 2391-*bis* del codice civile e le relative disposizioni di attuazione adottate dalla Consob ai sensi del medesimo articolo» (co. 1), sia, per le medesime violazioni, nei confronti «dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione e di direzione», sempre che la loro condotta abbia inciso in modo rilevante sulla complessiva organizzazione o sui profili di rischio aziendali, ovvero abbia provocato un grave pregiudizio per la tutela degli investitori o per la trasparenza, l'integrità e il corretto funzionamento del mercato (co. 2)¹³⁴. Per quanto riguarda quest'ultimi, essi si aggiungono quindi ora ai componenti del collegio sindacale che, come noto, erano già sanzionabili.

Al netto di tale novità, la prima questione da affrontare attiene comunque al chiarimento di quali siano gli strumenti a cui fare ricorso nel caso in cui le procedure non vengano adottate, ovvero vengano adottate ma non rispettate. In entrambe queste ipotesi la dottrina è allineata nel ritenere applicabili, in base al caso di specie, i rimedi consistenti nella revoca per giusta causa dell'amministratore, l'azione sociale di responsabilità qualora sia occorso un danno, oppure l'attivazione del rimedio *ex art. 2409 c.c.* in caso di

¹³³ HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*, cit., 70.

¹³⁴ Il comma 2 dell'art. 192-*quinquies* t.u.f. richiama infatti i casi previsti dall'articolo 190-*bis*, co. 1, lett. a), t.u.f. riportati nel testo.

danno potenziale¹³⁵. Si aggiunge, inoltre, il rimedio dell'impugnazione ex art. 2388 c.c. nel caso di deliberazione assunta dal consiglio di amministrazione in violazione delle procedure. Più dubbio è, invece, se in tema di azioni di responsabilità vi sia un rimedio esperibile oltre a quello ex art. 2392 c.c.: come puntualmente evidenziato, tale necessità sussiste in quanto l'azione di responsabilità verso la società costituisce uno strumento adatto solo nel caso di OPC concluse con un amministratore, in quanto l'affare produce effetti dannosi a carico di tutti i soci. Tuttavia, così non è nel caso in cui essa sia posta in essere con altro soggetto correlato, quale il socio di maggioranza, atteso che «se la parte correlata risente del danno come socio, neutralizza il pregiudizio attraverso il vantaggio individualmente ritratto tramite l'operazione»¹³⁶. Rilevata questa necessità, una parte di dottrina suggerisce pertanto di riconoscere la legittimazione all'azione risarcitoria non a tutti i soci, collettivamente, per il tramite della società, con conseguente ristoro del patrimonio sociale, bensì ai soli soci non correlati, e quindi individualmente, e con attribuzione diretta al loro patrimonio, abbracciando così una lettura estensiva dell'art. 2395 c.c.¹³⁷ la quale riconosca la risarcibilità, come danno diretto, del pregiudizio alla redditività e al valore della partecipazione¹³⁸.

Differente questione – di estremo interesse anche per quel filone di studio volto a indagare la funzione degli amministratori indipendenti nelle OPC – riguarda, invece, il problema se dalle procedure che prevedono, come momento fondamentale (in particolare modo nelle operazioni di maggior rilevanza), il parere da parte del comitato parti correlate discenda una differente modulazione del dovere di diligenza in capo ai membri di questo

¹³⁵ Cfr. VENTORUZZO, *Art. 2391-bis c.c.*, cit., 536; PRESTI, *Art. 2391-bis c.c.*, cit., 1379; CALANDRA BUONAURA, *L'amministrazione della società per azioni nel sistema tradizionale*, cit., 233. In giurisprudenza, per l'esercizio di un'azione di responsabilità v. Trib. Milano, 20 dicembre 2013, cit.; per un caso di denuncia al tribunale ex art. 2409 c.c. v. Trib. Parma, 29 marzo 2013, cit.

¹³⁶ GUIZZI, *Interessi degli amministratori e operazioni con parti correlate*, cit., 206.

¹³⁷ *Ivi*, 207; conf. VENTORUZZO, *Art. 2391-bis c.c.*, cit., 538. Per la menzionata lettura estensiva v. PINTO, *La responsabilità degli amministratori per «danno diretto» agli azionisti*, in *Il nuovo diritto delle società*, diretto da Abbadessa-Portale, Torino, 2006, II, 893 ss.

¹³⁸ GUIZZI, *Interessi degli amministratori e operazioni con parti correlate*, cit., 207. Tuttavia, l'Avv. precisa che, a questo punto, nel caso di *whitewash*, bisognerebbe però diversificare la posizione dei soci non correlati dissenzienti da quella dei soci non correlati che abbiano invece approvato l'operazione in tal sede, riconoscendo la legittimazione all'azione solo ai primi.

e, quindi, un diverso regime di responsabilità rispetto a quello previsto per gli altri amministratori che hanno votato a favore dell'operazione nel *plenum*¹³⁹.

A tal proposito, ci si è chiesto innanzitutto se il parere degli amministratori indipendenti possa configurare una «attribuzione propria», e quindi una delega, ovvero possa rientrare tra le «funzioni in concreto attribuite ad uno o più amministratori», così come previsto dall'art. 2392 co. 1 c.c., tali da parcellizzare la prestazione gestoria, rompendo così il vincolo della solidarietà, di regola altrimenti indivisibile.

Nel dibattito che ne è derivato tra gli interpreti, non risulta sia stato sostenuto che il parere possa qualificarsi come delega, da parte del consiglio di amministrazione, al comitato parti correlate, atteso che questa, *ex art* 2381, co. 2, c.c., presuppone l'affidamento da parte dell'organo collegiale di proprie attribuzioni delle quali, però, mantiene la titolarità. Al contrario, al comitato non viene mai delegato il potere di vincolare in positivo la società. Anzi, a ben guardare, ad attribuire ad esso il compito della redazione del parere non è affatto il *plenum*, ma le fonti regolamentari perciò, nel caso di specie, si tratta di una competenza originaria, e non derivata, come invece accade nel caso di delega¹⁴⁰.

Se si restringe pertanto l'analisi al profilo delle «funzioni in concreto attribuite», l'orientamento maggioritario – dando risalto alla considerazione che il parere, quale semplice passaggio intermedio del processo decisorio, non permette di qualificare i membri del comitato parti correlate quali destinatari di una funzione qualificata tale da disapplicare la regola della solidarietà – ha concluso che l'aggravamento della responsabilità in capo agli amministratori indipendenti del comitato parti correlate rilevi solamente con riguardo ai rapporti interni. Ciò significa che, nel caso di un addebito di responsabilità, vi sarà una unica condanna solidale in capo a tutto il consiglio di

¹³⁹ Da più parti si precisa che la qualifica di amministratori indipendenti non è di per sé sufficiente ad attribuirgli più stringenti doveri di condotta e quindi un più rigoroso regime di responsabilità, ma ciò deriva dall'essere membri del comitato parti correlate, considerati i compiti a quest'ultimo attribuiti dal Reg. OPC: cfr. PUCCI, *Il parere degli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate*, cit., 336 ss.; MICHELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., 238; CALANDRA BUONAURA, *L'amministrazione della società per azioni nel sistema tradizionale*, cit., 236.

¹⁴⁰ HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*, 86.

amministrazione, cui seguirà azione di regresso che, nella redistribuzione della responsabilità, vedrà penalizzati i membri del comitato parti correlate¹⁴¹.

In ogni caso, va precisato che l'esistenza di un parere positivo non esime di per sé il consiglio di amministrazione dalle proprie responsabilità¹⁴²; posto ciò, la dottrina di questo filone si è quindi occupata di individuare quanto più esattamente possibile la casistica completa di gradazione della responsabilità per le diverse tipologie di amministratori coinvolti nelle procedure adottate dalla società. Limitando l'analisi a quanto sostenuto per le OPC di maggior rilevanza¹⁴³, si è affermato che i membri del comitato parti correlate possono esser ritenuti pienamente responsabili sia nel caso di parere positivo che di parere negativo¹⁴⁴. Invece, come s'è detto, sarà senz'altro più lieve la responsabilità dei membri non esecutivi del consiglio di amministrazione in buona fede che abbiano fatto legittimo affidamento sul parere ricevuto per esprimere il proprio voto, qualora questo non fosse risultato manifestamente inattendibile o incompleto¹⁴⁵. Di contro, al pari degli amministratori indipendenti, i membri del consiglio di amministrazione che hanno partecipato al procedimento di formulazione dell'operazione – partecipando alla fase istruttoria e alle trattative – non potranno godere di un alleggerimento della propria responsabilità¹⁴⁶.

Esiste però un diverso orientamento, formulato di recente, il quale al contrario sostiene che la redazione del parere è assimilabile a una «funzione in concreto attribuita» ex art. 2392, co. 1, c.c., atteso che tale concetto sarebbe da interpretarsi non solo con riferimento a compiti gestori¹⁴⁷, ma anche alle attività consultive o istruttorie in grado di

¹⁴¹ PUCCI, *Il parere degli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate*, cit., 336 ss.; PRESTI, *Art. 2391-bis c.c.*, cit., 1380; MICHIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., 244.

¹⁴² POMELLI, *La disciplina Consob delle operazioni con parti correlate*, cit., 1391.

¹⁴³ Per una analisi della casistica sulle operazioni di minor rilevanza, i cui risultati sono parzialmente diversi, cfr. PRESTI, *Art. 2391-bis c.c.*, cit., 1380; POMELLI, *La disciplina Consob delle operazioni con parti correlate*, 1391.

¹⁴⁴ E infatti, in caso di parere positivo, si configura responsabilità degli amministratori indipendenti se l'operazione è "illegittima" e da questa è derivato un danno; nel caso di parere negativo a fronte di una operazione "legittima", il danno è invece qualificabile come perdita di *chance*: sul punto cfr. PRESTI, *Art. 2391-bis c.c.*, cit., 1380; LIACE, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 109.

¹⁴⁵ Cfr., con alcune differenze, POMELLI, *La disciplina Consob delle operazioni con parti correlate*, cit., 1393; PRESTI, *Art. 2391-bis c.c.*, cit., 1380.

¹⁴⁶ POMELLI, *La disciplina Consob delle operazioni con parti correlate*, cit., 1393.

¹⁴⁷ In questo senso invece CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 170 ss.

procedimentalizzare l'assunzione della decisione finale¹⁴⁸. Questa dottrina sostiene che la redazione del parere – il quale rappresenta un'attività che va oltre a quelle strettamente istruttorie e consultive appena indicate, in quanto costituisce una condizione prodromica e necessaria all'assunzione della scelta amministrativa idonea a generare anche ulteriori effetti sull'azione societaria (su tutte, si pensi al parere negativo su una OPC di maggiore rilevanza, che determina un vero e proprio blocco all'affare, superabile solo tramite il ricorso al *whitewash* o con la modificazione dei termini dello stesso e la sua riproposizione al comitato) –, pur senza rappresentare un compito gestorio, si configura come un'attribuzione normativa che integra la prestazione dovuta dai membri del comitato parti correlate ed è pertanto idonea a modificare il loro regime di responsabilità, rompendo di conseguenza il vincolo di solidarietà¹⁴⁹.

3. *Impostazione dell'indagine*

La ricognizione delle questioni interpretative sulle procedure individuate e affrontate dalla dottrina in questi primi dieci anni di regolamentazione in materia di OPC consente, alla luce delle sue risultanze, di indicare con esattezza la domanda di ricerca proposta in questo lavoro. Ciò che ci si propone, come già dichiarato, è il tentativo di chiarimento della clausola di «correttezza», nella sua doppia accezione di «correttezza sostanziale» e «correttezza procedurale», la quale impone allora anche di spiegare quali siano i rapporti e le influenze tra le due.

A tal scopo è però preventivamente necessario porsi un'ulteriore domanda di ricerca intermedia, in quanto ad essa funzionale, volta alla precisazione di quale sia innanzitutto il metodo alla luce del quale leggere le OPC. Essa è una scelta che comporta, quale ricaduta, l'individuazione di diverse possibili funzioni della materia. Il successivo capitolo è pertanto dedicato, *in primis*, proprio a chiarire se la normativa in parola vada letta, in accordo con un'autorevole dottrina giuscommercialistica, quale disciplina posta al fine di garantire una scelta ben ponderata e imparziale da parte dell'organo amministrativo o se, seguendo una visione diversa, maggiormente improntata a una lettura economica del fenomeno ad essa sotteso, la ragione della stessa risieda nella

¹⁴⁸ HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*, cit., 87; CALANDRA BUONAURO, *L'amministrazione della società per azioni nel sistema tradizionale*, cit., 272.

¹⁴⁹ HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*, cit., 88 s.

necessità di assicurare che il meccanismo di “affidamento” di risorse alle società che fanno ricorso al mercato di capitale di rischio funzioni. In caso di adesione a questa impostazione, le OPC andranno quindi lette dalla duplice prospettiva della tutela di coloro i quali affidano i propri beni, che non devono essere traditi, e di quella di garanzia che chi riceva i beni affidati sia messo nelle condizioni effettive di poter esercitare un potere sugli stessi, anche nel caso in cui egli stesso sia la parte correlata in una data operazione. Si aggiunga che sull’esatta individuazione di chi siano, all’interno della società, i soggetti espressione di tale seconda categoria, incide in maniera rilevante la conformazione degli assetti proprietari di una certa società e, in ottica più ampia, degli assetti proprietari tipici in un dato mercato. Ai fini di dimostrare la tenuta della strada prescelta, che si annuncia fin da subito essere la seconda delle letture presentate, si procederà anche con un’analisi comparata delle scelte operate da altri ordinamenti (cap. 2, sez. I).

Una volta conclusa l’indagine su tale aspetto, l’analisi proseguirà attraverso l’esame di un secondo problema posto dalla materia, anch’esso avente carattere economico al pari del metodo adottato. Più precisamente, si tenterà comprendere se, posta la duplicità delle esigenze tenute in considerazione dalla disciplina, la normativa OPC sia indirizzata verso una maggior tutela di coloro i quali affidano ad altri le proprie risorse, o se invece propenda verso le ragioni di chi è destinatario della fiducia altrui. Si tratta, in particolare, di capire fino a che punto la regolamentazione sulle OPC sia volta a evitare il fenomeno dell’estrazione, da parte del fiduciario-parte correlata, dei c.d. «benefici privati del controllo». In prima battuta, essi sono dei benefici di cui gode, senza dividerli con altri, solo il soggetto che riesce ad estrarli, che nel caso delle OPC è per l’appunto la parte correlata, atteso che essa si trova da entrambi i lati dell’affare. Al proposito, si potrebbe infatti rilevare che il Reg. OPC miri a vietare tale appropriazione, salvo il caso in cui l’affare sia senz’ombra di dubbio positivo per la società, o che, invece, una parziale estrazione (di almeno alcuni) degli stessi da parte (di qualche, o di ognuno) dei soggetti in grado di farlo anche al di là di tale specifica ipotesi debba essere tollerata – se non addirittura auspicata – in quanto risulta comunque minore rispetto ai benefici complessivi che derivano a favore di tutti i soci dal coinvolgimento degli stessi soggetti nella *governance* societaria. Quale sia tra le due la soluzione, si dovrà allora proseguire la ricerca spiegando i motivi per cui un tale divieto sussista espressamente solo nelle società quotate e ad azionariato diffuso o se, in una prospettiva *de jure condendo*, sarebbe invece

preferibile anche in Italia la scelta di estendere, sulla scorta dell'esempio fornito da altri legislatori nazionali, tale divieto anche alle altre società di capitali (cap. 2, sez. II).

Solo una volta fatto ciò saranno poste tutte le basi necessarie per affrontare compiutamente l'indagine sul tema principale individuato. A tal proposito, il presente lavoro si svilupperà attorno a due direttrici principali, vale a dire: *i*) su un piano sistematico, si tornerà sul tema – già affrontato dalla dottrina e richiamato nelle scorse pagine – della riconducibilità o meno della clausola di correttezza nelle OPC ad altri principi dell'ordinamento, nel tentativo di chiarire così la *ratio* dello stesso, a tal scopo servendosi anche dello strumento della comparazione con altri ordinamenti; *ii*) una volta chiarito ciò, quale ricaduta, si potranno allora affrontare le questioni applicative al riguardo ancora dibattute, in buona parte già indicate nel presente capitolo, quali il rapporto tra correttezza sostanziale e procedurale, il contenuto della valutazione sulla correttezza e sulla convenienza delle condizioni dell'operazione dovuta dal comitato parti correlate, nonché il rapporto tra disciplina OPC e quella sugli interessi degli amministratori (cap. 3).

CAPITOLO SECONDO

Le procedure nelle operazioni con parti correlate alla luce di un'analisi economica del diritto

Sommario: *Sezione Prima.* Le procedure nelle operazioni con parti correlate quale soluzione agli *agency problem*: un inquadramento comparato del fenomeno. -1. Le possibili letture delle OPC: la prospettiva giuridica classica e la prospettiva di un'analisi economica del diritto; -1.1. Le ragioni giustificatrici dell'impostazione dell'indagine alla luce dell'*agency theory* -2. Gli *agency problem* nelle OPC; -3. L'evoluzione del *duty of loyalty* nelle OPC: dal divieto di agire in conflitto di interessi alla procedimentalizzazione del dovere in parola; -4. *Agency* e *fiduciary duty* nelle OPC secondo la giurisprudenza del Delaware; -5. La compatibilità delle OPC quali *agency relationship* nell'ordinamento europeo. *Sezione Seconda.* -1. Classificazione dei benefici privati del controllo; -1.1. *Segue.* Estraibilità dei benefici privati del controllo: tra divieto d'espropriazione degli azionisti di minoranza e funzione di incentivo del *blockholder* e del socio di controllo; -1.2. *Segue.* Modalità di estrazione dei benefici privati del controllo; -2. I benefici privati del controllo nella disciplina OPC tra tentativo di riduzione del fenomeno ai minimi termini ovvero una estrazione "controllata"; -2.1. Comitato parti correlate, *majority of the minority rule* e sindacato *ex post* garantiscono un diverso grado di tutela al fiduciante?; -2.2 Benefici privati del controllo alla luce del rapporto tra disciplina OPC e quella dei gruppi di società; -3. Emersione del potenziale carattere positivo dei benefici privati del controllo dalla disciplina OPC; -3.1. Benefici privati estraibili dal solo socio di controllo ovvero anche dalle diverse tipologie di fiduciari; -3.2. Benefici privati del controllo v. «*idiosyncratic vision*»; -4. La mancata regolamentazione nelle società c.d. «chiuse».

Sezione I

Le procedure nelle operazioni con parti correlate quale soluzione agli *agency problem*: un inquadramento comparato del fenomeno

1. Le possibili letture delle OPC: la prospettiva giuridica classica e la prospettiva di un'analisi economica del diritto

A tutte le contrapposizioni di orientamenti sulle questioni già analizzate, in letteratura si può identificare un ulteriore sdoppiamento di posizioni relativo all'identificazione della *ratio* delle procedure, anzitutto nel metodo: in buona approssimazione, si potrebbe dire che *da un lato* si pongono, infatti, gli autori che hanno analizzato nel dettaglio la normativa OPC unicamente da una prospettiva giuridica, mentre, *dall'altro lato*, vi sono quegli autori che hanno affrontato la materia approfondendo altresì il fenomeno economico ad essa sotteso¹.

Per quanto riguarda i primi, l'attenta esegesi operata sulla disciplina ha portato alla conclusione che il ruolo attribuito alle procedure sarebbe quello di assicurare che le operazioni siano strutturate, negoziate e approvate in modo tale da garantire che la decisione finale sia pienamente «ponderata» e «neutrale» (o anche «imparziale»). Una tale funzione viene sostenuta tanto nel momento in cui la dottrina fornisce una definizione di correttezza procedurale², quanto in quello in cui si appresta ad analizzare nel dettaglio le procedure e, in particolare, il ruolo affidato agli amministratori indipendenti, membri del comitato parti correlate, chiamati a rendere il parere: in quest'ultima prospettiva, si dice infatti che il parere costituisca un vero e proprio presidio ulteriore ai fini del raggiungimento dell'obiettivo della maggior ponderatezza e imparzialità della scelta gestoria «che costituisce la *ratio* ispiratrice dell'intera disciplina»³. Qualora si adotti tale

¹ Per essere più precisi, ciò non significa che gli autori riconducibili al primo dei filoni individuati si siano del tutto disinteressati del contenuto economico della materia, ma che l'hanno considerato unicamente nei limiti del perimetro applicativo della disciplina OPC, cioè nell'ottica – posta dal dato giuridico – della singola transazione.

² Cfr. POMELLI, *La disciplina Consob delle operazioni con parti correlate*, cit., 1358; MICIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., 157; CALANDRA BUONAURO, *L'amministrazione della società per azioni nel sistema tradizionale*, cit., 227; in giurisprudenza, Trib. Milano (ord.), 20 febbraio 2015, cit., 17.

³ Così GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, cit., 83; espressione ripresa anche da RIMINI, *Gli assetti e le operazioni con parti correlate*, cit., 564.

visione, nella stessa direzione andrebbe letta anche la riserva di competenza a deliberare in capo al consiglio di amministrazione nelle OPC di maggior rilevanza⁴.

Per verità, l'affermazione che – in una prospettiva più ampia – la legge imponga la deliberazione, e quindi il metodo collegiale, all'organo amministrativo proprio per assicurare la ponderatezza della scelta non è nuova e, anzi, è ricorrente in dottrina, là dove si dice che tale strumento è funzionale al perseguimento dell'interesse sociale da parte dei gestori⁵. Un tale *refrain* poggia le basi sull'autorevolissima opinione di chi, per primo, ha rilevato che, a differenza di quanto accade con l'assemblea, l'organo amministrativo non si esprime tipicamente con la deliberazione e, pertanto, quest'ultima non assume un ruolo essenziale e caratterizzante della funzione gestoria⁶: perciò, la sua ragion d'essere va necessariamente ricercata altrove⁷.

Sempre in termini generali, si è evidenziato come l'esigenza di assicurare l'imparzialità, ovvero la neutralità, della decisione gestoria costituisca uno dei cardini in tema di norme di comportamento a cui sono tenuti i gestori, non solo nelle OPC, ma in tutte quelle situazioni – come negli interessi degli amministratori *ex art. 2391 c.c.* o nella disciplina dei gruppi *ex art. 2497 e ss. c.c.* – in cui sussiste il rischio, più o meno concreto, che essi perseguano i propri personali interessi in luogo di quelli della società. Tale principio, infatti, è teso ad assicurare che la gestione possa attuarsi in maniera disinteressata nonostante l'esistenza del conflitto, al riparo cioè da condizionamenti e da influenze esterne⁸: tutto ciò, al fine di tutelare le minoranze, e cioè quei soci del tutto estranei al conflitto – che, come si dirà meglio *ultra*, a seconda della fattispecie concreta, possono essere solo alcuni, ma anche la totalità di essi – e che, quindi, da esso non

⁴ GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, cit., 83.

⁵ Da ultimo DELLA TOMMASINA, *Informazione preassembleare e tutela dell'investimento*, Milano, 2018, 67.

⁶ FERRO-LUZZI, *La conformità delle deliberazioni assembleari alla legge ed all'atto costitutivo*, Milano, 1993, 187.

⁷ DELLA TOMMASINA, *Informazione preassembleare e tutela dell'investimento*, cit., 64 ss., secondo cui, al contrario, non si può dire che il metodo collegiale, che costituisce inderogabilmente il metodo assembleare, svolga anche nell'assemblea il ruolo di strumento di ponderazione della scelta di governo della società: e ciò, in quanto questa impostazione presuppone una strumentalità all'interesse sociale che, invece, in quest'ultimo caso non sussiste. Come è noto, infatti, l'art. 2373 c.c. consente al socio di esercitare il proprio voto anche là dove esso sia in conflitto di interessi e limita l'impugnabilità della delibera approvata con il voto determinante del socio in conflitto al solo caso in cui questa possa arrecare un danno alla società. In altre parole, i soci non sono tenuti a perseguire l'interesse sociale, il quale rappresenta solo un limite esterno alla libertà dell'azionista.

⁸ GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, cit., *passim* e spec. 68.

possono che risultare indirettamente pregiudicati a causa del danno cagionato alla società⁹.

Negli ultimi anni la dottrina italiana, sulla scorta di quella straniera, ha tuttavia iniziato ad analizzare le OPC – e quindi, anche il ruolo attribuito dalla relativa disciplina alle procedure – da una differente prospettiva, che tenesse conto del fenomeno economico sottostante al rapporto tra le parti coinvolte, vale a dire alla luce della c.d. «agency theory»¹⁰. Questa rappresenta una teoria aziendalistica, di formulazione statunitense, che ha raccolto moltissimi consensi tra gli interpreti, in quanto poggia le proprie basi su assunti piuttosto semplici e intuitivi, pressoché a tutti noti: le c.d. *agency relationship* si caratterizzano per la presenza di un soggetto (c.d. «principal»), che affida una certa attività ad un altro soggetto (c.d. «agent»), che la deve svolgere per conto del primo e ciò sulla base della convinzione che il secondo possieda certe qualità o competenze che lo rendano in grado di portare a compimento l'attività affidatagli con risultati più proficui di quelli che avrebbe potuto ottenere il *principal* nel caso in cui quest'ultimo l'avesse svolta in autonomia. Nonostante il *principal* sia a sua volta legittimato ad esercitare un'attività di controllo sull'attività svolta dall'*agent*, un siffatto rapporto risulta però caratterizzato da un certo squilibrio, allo stesso connaturato, in quanto il *principal* non è

⁹ BARACHINI, *Tutela delle minoranze e funzione gestoria*, in *Giur. comm.*, 2018, I, 576.

¹⁰ Questa affonda le sue radici nel lavoro di BERLE-MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, 1932, i quali per primi hanno individuato le caratteristiche della fattispecie e coniato la locuzione «agency problems». Per la copiosa applicazione della teoria all'ambito del conflitto degli interessi degli amministratori e delle OPC: cfr. ATANASOV-BLACK-CICCOTELLO, *Law and Tunneling*, in *The Journal of Corporation Law*, 2011, 1 ss.; ID., *Unbundling and Measuring Tunneling*, in *University of Illinois Law Review*, 2014, 1697 ss.; HERTIG-KANDA, *Operazioni con parti correlate*, in Kraakman-Davies-Hansmann-Hertig-Hopt-Kanda-Rock, *Diritto societario comparato*, Bologna, 2006, 125 ss.; ENRIQUES, *Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges (With a Critique of the European Commission Proposal)*, ECGI Working Paper Series in Law n. 267, 2014, disponibile in SSRN, 1 ss.; ID., *The Law on Company Directors' Self-Dealing: A Comparative Analysis*, in *International and comparative Law Journal*, 2000, 297 ss.; ENRIQUES-TRÖGER, *The Law and (Some) Finance of Related Party Transactions: An Introduction*, in Enriques-Tröger (edited by), *The Law and Finance of Related Party Transactions*, Cambridge, 2019, 3 ss.; GORDON-HENRY-PALIA, *Related Party Transactions: Associations with Corporate Governance and Firm Value*, EFA Maastricht Meetings Paper n. 4377, 2004, disponibile in SSRN, 1 ss.; LI, *Do Greater Shareholder Voting Rights Reduce Expropriation? Evidence from Related Party Transactions*, Columbia Business School Research Paper n.18-26, 2018, disponibile in SSRN, 1 ss. In letteratura (economica e giuridica) italiana con riferimento alle OPC: cfr. MOSCARELLO, *Le operazioni tra "parti correlate" nella comunicazione d'azienda*, Padova, 2007, 30 ss.; MICIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., 16 ss.; CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 5 ss.; HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e operazioni con soggetti collegati*, cit., 447 ss.; ID., *Operazioni con parti correlate e governo societario*, cit., 3 ss.; BIANCHI- CIAVARELLA-ENRIQUES-NOVEMBRE-SIGNORETTI, *Regulation and self-regulation of related party transactions in Italy. An empirical analysis*, ECGI Finance Working Paper, n. 415, 2014, disponibile in SSRN, 7.

in possesso di particolari competenze per valutare l'attività affidata; e ciò, al contrario dell'*agent*, il quale è solitamente un soggetto dotato di un certo grado di professionalità. Tale situazione costituisce pertanto un terreno favorevole all'insorgere di *agency problem*, i quali sono tradizionalmente individuati nel rischio che gli interessi di *principal* e *agent* divergano tra loro ciò implicando, per un verso, il rischio che il secondo persegua il proprio interesse personale in luogo di quello del primo e che, per altro verso, che l'*agent* si disinteressi dell'attività affidatagli. Al fine di risolverli, la dottrina ha individuato una casistica di possibili soluzioni le quali implicano, tuttavia, l'insorgere di *agency cost* al fine della loro attuazione: la soluzione individuata sarà pertanto efficiente solo nel caso in cui i costi connessi all'adozione della stessa siano inferiori rispetto al valore negativo che si creerebbe nel caso in cui non venga assunta affatto¹¹.

La teoria, pensata dapprima per analizzare e trovare soluzioni agli *agency problem* connessi al rapporto intercorrente tra *shareholder* e *manager* nelle grandi *public corporation* statunitensi¹², ha però avuto (e ancora sta avendo) una forte espansione, innanzitutto nell'ambito della *corporate governance* – su tutti, con riferimento allo studio del rapporto tra socio di controllo e soci di minoranza –, sconfinando poi anche al di là di

¹¹ JENSEN-MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*, in *Journal of Financial Economics*, 1976, 308, i quali considerano il monitoraggio da parte dei soci sull'operato dei gestori il principale *agency cost*.

¹² V. EISENHARDT, *Agency Theory: An Assessment and Review*, in *Academy of Management Review*, 1989, 59 ss., che sottolinea come l'*agency theory* si sia sviluppata lungo due binari distinti, di cui quello storicamente più risalente è quello costituito dalla c.d. «positivist agency theory», la quale si è concentrata sull'identificazione delle situazioni di *corporate governance* in cui il *principal* e l'*agent* abbiano obiettivi confliggenti, occupandosi, di conseguenza, di descrivere i meccanismi societari che possono limitare l'agire di quell'*agent* che anteponga il proprio interesse a quello del proprio *principal*. Quale ambito applicativo principe di tale teoria gli autori "positivisti" hanno indagato pressoché esclusivamente il rapporto tra soci e amministratori nelle grandi *public corporation* americane; in questo filone, si menzionano, su tutti, i celeberrimi lavori di JENSEN-MECKLING, *Theory of the Firm*, cit., 305 ss., i quali per primi hanno analizzato tale rapporto in termini di agenzia: «since the relationship between the stockholders and manager of a corporation fit the definition of a pure agency relationship, it should be no surprise to discover that the issues associated with the "separation of ownership and control" in the modern diffuse ownership corporation are intimately associated with the general problem of agency»; e quelli di FAMA-JENSEN, *Separation of Ownership and Control*, in *Journal of Law and Economics*, 1983, 301 ss.; ID., *Agency Problems and Residual Claims*, in *Journal of Law and Economics*, 1983, 327, in cui si tratta il tema degli *agency problem* che insorgono nelle società di capitali, ove la già di per sé formalizzata separazione tra proprietà e controllo diventa ancora più forte nel caso in cui la proprietà delle azioni sia parcellizzata tra un gran numero di azionisti.

questo e arrivando a trovare applicazione a tutti i casi caratterizzati da un rapporto riconducibile al modello *principal - agent*^{13 14}.

A ben vedere, si deve però ulteriormente rilevare che le sfaccettate ipotesi in cui si declinano i rapporti di *agency* possono essere ulteriormente ricondotte a una categoria più ampia, la quale è costituita da tutti gli istituti – quali l'*agency*, il *trust*, la *partnership* –

¹³ EISENHARDT, *Agency Theory: An Assessment and Review*, cit., 60, rileva che il secondo binario su cui si è sviluppata l'*agency theory* è quello della c.d. «principal-agent research», vale cioè a dire un filone di ricerca il cui oggetto di studio è costituito da tutti rapporti di agenzia che si possono configurare all'interno della fattispecie societaria (al di là quindi del rapporto tra *shareholder* e *manager*), fino addirittura a tutti i rapporti tra due soggetti che possano essere ricondotti al modello di *agency*. A titolo meramente esemplificativo, per comprendere la vastità di rapporti analizzati alla luce della teoria in esame (e sempre, però, limitandosi a considerare ambiti afferenti al diritto societario) cfr.: sul tema dei problemi d'agenzia tutti interni ai soci GILSON-GORDON, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, in *Columbia Law Review*, 2013, 863 ss., i quali affermano che negli Stati Uniti sia avvenuto il superamento della separazione tra proprietà e controllo, in quando è avvenuta una riconcentrazione delle partecipazioni nelle mani degli azionisti di investimento, per cui, oltre che alla relazione tra *manager* e *shareholder*, è ora necessario occuparsi anche della divergenza di interessi tra investitore istituzionale, che possiede le azioni, e il *beneficial owner* delle stesse; sul rapporto di *agency* tra socio di maggioranza e soci di minoranza; BEBCHUCK-KRAAKMAN-TRIANANTIS, *Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Mechanism and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights*, in Mork (editor), *Concentrated Corporate Ownership*, Chicago, 2000, 295 ss., i quali si occupano dell'analisi degli *agency problem* in quelle società in cui, benché non vi sia un socio di controllo di diritto, vi è tuttavia un socio che, per il tramite di strumenti quali *dual class share structure*, *stock pyramid*, o *cross-ownership ties* eserciti il controllo nonostante la piccola partecipazione posseduta. Ancora in ambito di *corporate governance*, ma su una diversa *agency relationship*; SHI-CONNELLY-HOSKISSON, *External Corporate Governance and Financial Fraud: Cognitive Evaluation Theory Insights on Agency Theory Prescriptions*, in *Strategic Management Journal*, 2017, 1268 ss., i quali indagano se e come gli *stakeholder* di una certa società possano influenzare i *manager*, indebolendo la loro attitudine o convinzione di agire nell'interesse degli *shareholder*; PARCHOMOVSKY-ECKSTEIN, *The Agent's Problem*, in *Duke Law Journal*, 2020 (forthcoming), 1 ss., in cui l'analisi si spinge fino a considerare il problema opposto rispetto a quello tradizionalmente considerato dalla teoria, vale a dire il c.d. *reverse agency problem*, il quale consiste nell'analisi della fattispecie in cui è la società *principal* che per perseguire i propri interessi preferisce sacrificare i propri *agent* (lo studio riguarda in particolare quei casi in cui le società raggiungono un accordo con il pubblico ministero avente ad oggetto l'ammissione di illeciti di vario tipo ad opera dei propri *manager*).

¹⁴ Si badi, però, che l'*agency theory* ha anche ricevuto feroci critiche da parte di altra dottrina, che le ha imputato, stante la sua pervasiva accettazione, le gravi problematiche di funzionamento delle grandi *corporation* riscontrate negli ultimi decenni (su tutte, lo *short-termism*), dovute a una visione meramente "egoistica" degli interessi in gioco, atteso che essa postula il dovere degli amministratori di perseguire l'interesse dei soci, ossia dei "proprietari" delle risorse [per l'idea generale secondo cui l'impresa dovrebbe essere condotta mediando tra le istanze dei vari *stakeholder* coinvolti: cfr. STOUT, *The shareholder value myth. How putting shareholders first harms investors, corporations and the public*, San Francisco, 2012, 28 ss. spec. 32 ss.; CLARKE, *Deconstructing the Mythology of Shareholder Value: A Comment on Lynn Stout's "The Shareholder Value Myth"*, in *Accounting, Economics, and Law: A Convivium*, 2013, 15 ss.]. Tuttavia, l'affermazione che gli amministratori siano gli *agent* dei soci non è incompatibile con l'idea, già richiamata nel testo, che la società sia legata a soggetti terzi mediante un ulteriore rapporto di agenzia (rapporto società-*stakeholder*). Ciò significa non solo che la teoria della c.d. «corporate social responsibility» è allora conciliabile con l'*agency theory*, ma, più in generale, che quest'ultima è neutra rispetto al tema dilemmatico dell'identificazione di cosa sia l'interesse sociale, dato che essa si limita a sancire il dovere dell'*agent*, difficilmente contestabile, di non utilizzare i beni affidatigli in maniera "deviata": sul punto, PRESCIANI, *La trasparenza degli azionisti istituzionali di società quotate*, Torino, 2020, 66 nt. 13, ove anche ulteriori riferimenti.

che si caratterizzano per l'esistenza di un affidamento: ed è proprio questo macro-settore ad essere l'unità di analisi di una certa dottrina giuridica, sviluppatasi soprattutto negli ordinamenti di *common law*, denominata «fiduciary law»¹⁵. Quest'ultima, astruendo rispetto alle regole elaborate dalle Corti angloamericane nelle menzionate materie, ha riconosciuto che vi sia una posizione *lato sensu* fiduciaria di un soggetto c.d. «fiduciario» rispetto a un soggetto c.d. «fiduciante» tutte le volte in cui «un soggetto si presti ad essere affidatario di un potere privato discrezionale incidente sulla sfera di altri, dimodoché quest'ultimo si venga correlativamente a trovare, in virtù della *special confidence* riposta nell'altro, in una situazione di soggezione rispetto all'esercizio di quel potere»¹⁶.

Tralasciando quali siano gli approdi a cui giunge la dottrina riferita, che in questa sede non paiono rilevare (non essendo pertanto necessaria un'adesione a questa al fine di poter procedere nel ragionamento)¹⁷, quel che qui preme evidenziare è più semplicemente che qualora si sia in presenza di una situazione fiduciaria, qualunque essa sia – e, quindi, nel caso di *agency*, non solo di quella intercorrente tra amministratori e soci, ma tra chiunque si trovi nella specifica posizione appena richiamata (e su tutte, si tenga in considerazione la dinamica tra socio di maggioranza e soci di minoranza) – è pacificamente riconosciuto

¹⁵ Per la formulazione di tale teoria: cfr. FRANKEL, *Fiduciary Law*, in *California Law Review*, 1983, 795 ss.; ID., *Fiduciary Duties as default Rules*, in *Oregon Law Review*, 1995, 1209 ss.; ID., *Fiduciary Law*, New York, 2011; DEMOTT, *Breach of Fiduciary duty: On Justifiable Expectations of Loyalty and Their Consequences*, in *Arizona Law Review*, 2006, 925 ss.; ID., *Disloyal Agent*, in *Alabama Law Review*, 2007, 1049 ss.; ID., *Beyond Metaphor: An Analysis of Fiduciary Obligation*, in *Duke Law Journal*, 1988, 879; FLANNIGAN, *The Economics of Fiduciary Accountability*, in *Delaware Journal of Corporate Law*, 2007, 393 ss.; FINN, *The fiduciary principle*, in Youdan (edited by), *Equity, fiduciary and Trust*, Carswell, 1989. Si badi che essa è stata sviluppata, in particolare, dallo studio del *trust*: sul punto, v. WATT, *Trust&Equity*, Oxford, 2016, 324. In dottrina italiana, sulla compatibilità di tale dottrina nel nostro ordinamento, in termini generali v. GINEVRA, *La partecipazione fiduciaria in s.p.a.*, Torino, 2012, 109 ss.; ID., *La fiducia: il fenomeno e le tipologie. Fiducia "romanistica", "germanistica", "anglosassone"*, in *La fiducia e i rapporti fiduciari tra diritto privato e regole del mercato finanziario*, a cura di Ginevra, Milano, 2012, 107 ss.; più recentemente, con specifico riferimento ai rapporti fiduciari nel settore dei servizi di investimento, v. ID., *Il problema della responsabilità fiduciaria degli intermediari finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 2019, I, 569 ss. già in ID., *Il problema della responsabilità fiduciaria degli intermediari finanziari*, in *Efficienza del mercato e nuova intermediazione*, a cura di Ginevra, Torino, 2019, 99 ss.

¹⁶ Così GINEVRA, *La partecipazione fiduciaria in s.p.a.*, cit., 111.

¹⁷ Si fa riferimento, in particolare, alla circostanza che, secondo la *fiduciary doctrine*, i doveri fiduciari deriverebbero direttamente dalla legge in virtù dell'esistenza in sé di una certa situazione di affidamento e non in virtù del richiamo contrattuale; perciò, la sussistenza di un rapporto contrattuale tra fiduciante e fiduciario non solo è meramente eventuale ma, qualora vi sia, si affianca, ma non si sostituisce, alla fattispecie fiduciaria e, di conseguenza, sarebbero comunque sempre attivabili i rimedi fiduciari i quali, a differenza di quelli previsti in tema di contratto, sono rimedi restitutori: in tal prospettiva, v. GINEVRA, *Il problema della responsabilità fiduciaria degli intermediari finanziari*, cit., 573 s.

che in capo al fiduciario insorgano due penetranti doveri, detti *fiduciary duty*¹⁸, vale a dire quello di lealtà (c.d. «duty of loyalty») nei confronti del titolare dell'interesse sostanziale cui il potere è funzionale – che nell'*agency relationship* coincide con il fiduciante – e quello di cura diligente dell'interesse in parola (c.d. «duty of care»)¹⁹. Sui due doveri fiduciari, la cui formulazione è dovuta in ambito societario soprattutto alla giurisprudenza del Delaware, si tornerà più approfonditamente oltre ma, in prima approssimazione, bastino ora un paio di brevi rilievi: il primo, è che questi assumono diverse configurazioni, ossia diversa ampiezza, in quanto diventano maggiormente pervasivi all'aumentare dell'affidamento²⁰. Il secondo, invece, concerne l'affermazione di una loro, seppur iniziale, definizione: se il *duty of care* può essere tradotto nel comando, rivolto al fiduciario, di amministrare i beni affidatigli con prudenza al fine di farli fruttare, il *duty of loyalty* è sintetizzabile nel divieto per lo stesso di porsi in una situazione di conflitto di interessi con quella del proprio *principal*.

¹⁸ Giova a questo punto precisare che non infrequentemente l'*agency theory* e la *fiduciary doctrine* siano state tra di loro contrapposte, posta la costruzione di matrice “contrattuale” della prima (*ex multis*, AA. VV., *The Anatomy of Corporate Law: a Comparative and Functional Approach*, Oxford, 2017) contro quella “reale” della seconda (v. le due note precedenti), che le renderebbe tra di loro distanti, se non addirittura inconciliabili (per un resoconto di tale dibattito, v. FLANNIGAN, *The Economics of Fiduciary Accountability*, cit., 393 ss., e le relative riflessioni fortemente critiche). Il tema è evidentemente articolato, oltre che di vertice. Per quanto interessa ai fini del proseguimento del presente lavoro, basti notare come l'affidamento che esiste nella relazione di *agency* possa al contempo rilevare sia in un'ottica contrattuale, sia in una reale. Sul punto, v. la metafora suggerita da GINEVRA, *Sintesi finale*, in *La fiducia e i rapporti fiduciari tra diritto privato e regole del mercato finanziario*, a cura di Ginevra, Milano, 2012, 512 s., secondo cui nel «sostituire il ruolo dell'interprete che deve valutare la rilevanza dei fatti osservati con quello del regista ... [o]ccorre [...] immaginare di avere due diverse telecamere, che inquadrano la stessa scena da due diversi angoli visuali, ed evidenziano dello stesso fatto al regista aspetti diversi a seconda della visuale assunta. Sicché, potremmo immaginare che ad es. certi comportamenti possano, se ripresi da una telecamera che magari evidenzia il lato in osservazione con un alone azzurro, essere colti nella loro natura di *contratti* [...] Allo stesso tempo gli stessi comportamenti, guardati da un'altra telecamera che evidenzia tutto con un alone rosso, possono essere colti sotto altro profilo, mettendosi in risalto in sé la relazione delle parti di quel contratto nei confronti di un *dato bene*, cioè l'efficienza del comportamento sul piano dell'*oggettivo utilizzo delle risorse in gioco* [...] Mi sembra che una tale immagine [...] [m]ostrare che lo stesso comportamento può avere diverse 'rilevanze', le quali non possono non imporsi all'osservatore allorché questi accetti di porsi davanti al fatto da diversi angoli visuali». Sicché, in presenza di un rapporto fiduciario, l'esistenza dell'affidamento può rilevare sotto una duplice prospettiva.

¹⁹ La terminologia adottata risulta necessaria in quanto, come è noto, nel *trust* la figura del fiduciante, ossia del *settlor*, di regola non coincide con quella del soggetto nei cui confronti il fiduciario, e cioè il *trustee*, deve dimostrarsi leale e diligente, atteso che il soggetto titolare dell'interesse sostanziale sui beni affidati, vale a dire dell'*equitable title*, è un soggetto, chiamato *beneficial owner*, solitamente diverso rispetto al *settlor*.

²⁰ Per esempio, nel *trust* i doveri fiduciari imposti al *trustee* risultano più pregnanti di quelli imposti all'*agent*, atteso che in esso l'affidamento è maggiore in quanto manca, sia per il *settlor* che per il *beneficial owner*, la possibilità di esercitare un controllo sul fiduciario (ad esempio, revocandolo): sul punto, v. Restatement (Third) of Trust, secondo cui «the duties of a trustee are more rigorous than those of most other fiduciaries».

Al fine di un corretto inquadramento dei doveri in parola, si badi bene che questi – e in particolare il *duty of loyalty*²¹ – sono posti in capo al fiduciario non solo per fornire uno strumento idoneo sulla base del quale fondare le sanzioni in caso di loro violazione, ma anche a quello, più generale, di *public policy*, e cioè di deterrenza, al fine di incoraggiamento al buon comportamento da parte di tutti coloro che occupano una posizione di fiduciario²². Proseguendo nel ragionamento, ciò significa che i *fiduciary duty* svolgono un ruolo di «deterrenza dell'affidatario dal tradimento della fiducia in lui riposta»²³ al fine di consentire il corretto funzionamento del meccanismo fiduciario – in quanto essi sono strumentali a far sì che i *principal* affidino, e continuino ad affidare, i propri beni agli *agent* – che in certi specifici settori, ove è coinvolto il risparmio, contempla un passaggio ulteriore: per esempio, nel mercato finanziario si è infatti dimostrato come essi sono posti non tanto per la protezione degli investitori individualmente intesi, ma proprio per evitare i fallimenti del mercato indotti dal tradimento di tali soggetti²⁴.

Qualora si abbracciasse tale impostazione, calandola nella disciplina OPC ciò comporta che, con specifico riferimento al contesto in cui questa si applica, vale a dire quello di mercato, i doveri fiduciari sono dati a tutela del meccanismo fiduciario in sé, e quindi (anche) dei soci (e in particolare, come si dirà *ultra*, dei soci di minoranza) in tale dato ambito, da intendersi non solo quali i soci di una certa società in un certo momento, ma anche come tutti i potenziali soci che possano essere interessati a investire nel mercato, atteso che i doveri fiduciari sono posti anche al fine di direzionare gli investimenti di questi nei confronti delle società più meritevoli²⁵.

Oltre a ciò, ovvero in combinazione, si dovrà poi ulteriormente approfondire se tali doveri, essendo imposti anche al fine di prevenire e contrastare le inefficienze e i fallimenti del mercato, siano funzionali anche a garantire la tutela degli *stakeholder*,

²¹ Cfr. FLANNIGAN, *Fiduciary and Contractual Accountability*, in *La fiducia e i rapporti fiduciari*, a cura di Ginevra, Milano, 2012, 171 ss.; con specifico riferimento ai doveri fiduciari dei *corporate director* v. DEMOTT, *Beyond Metaphor: An Analysis of Fiduciary Obligation*, cit., 925 ss.

²² SITKOFF, *Trust Law as Fiduciary Governance Plus Asset Partitioning*, in AA. VV., *The Worlds of the Trust*, Cambridge, 2013, 428 ss., secondo cui «the functional core of fiduciary law is deterrence».

²³ Così GINEVRA, *Il problema della responsabilità fiduciaria degli intermediari finanziari*, cit., 575.

²⁴ *Ibidem*.

²⁵ HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*, cit., 37, là dove individua in tali elementi la *ratio* della SHRD II.

costituendo di conseguenza uno strumento finalizzato a ri-bilanciare l'*agency relationship* tra società e terzi²⁶.

1.1. Le ragioni giustificatrici dell'impostazione dell'indagine alla luce dell'*agency theory*

Una volta chiariti i contorni delle due impostazioni che permettono di inquadrare il fenomeno delle OPC, al fine di comprendere quale tra le due sia preferibile per la lettura dello stesso è preliminarmente necessario capire se effettivamente una tale possibilità di scelta sussista, atteso che non è scontato che la teoria aziendalistica dell'*agency theory* sia compatibile con l'ordinamento giuridico italiano – mentre, chiaramente, nessun problema pone l'impostazione classica che, s'è detto, è una teoria coniata dalla dottrina giuscommercialistica, nata e sviluppatasi tutta all'interno dell'ordinamento giuridico.

Al riguardo, si deve rilevare come, in materia di *corporate governance*, la riforma del 2003 abbia adottato un'impostazione che, a chi scrive, pare fortemente conciliabile con l'*agency*. Sul punto, non si può non menzionare la disposizione di cui all'art. 2380-*bis* c.c. la quale, come è noto, affidando «esclusivamente» agli amministratori la gestione della società per azioni – e di conseguenza, negandola ai soci –, può essere letta nel senso di una preferenza del legislatore all'incentivazione dell'affidamento delle risorse a certi soggetti fortemente professionalizzati, riconoscendo ai soci solo un potere di controllo sull'operato dei gestori (esercitabile, innanzitutto, tramite la revoca degli stessi); e ciò, a differenza del modello precedente in cui ai soci, se statutariamente previsto, era riconosciuta una funzione di co-gestione²⁷. Proseguendo per tal via, al fine di meglio garantire il rispetto dei *fiduciary duty* da parte degli amministratori, il legislatore della

²⁶ Per tale duplicità della funzione della normativa OPC sembra HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*², cit., 41. Su tale aspetto, si rinvia *ultra* al cap. 3, §§ 3 e 3.1.

²⁷ Tale ricostruzione non pare possa essere contraddetta neppure a seguito della recente modifica dell'art. 2380-*bis*, co. 1, c.c. dovuta dal decreto correttivo (d. lgs. 26 ottobre 2020, n. 147) che ha aggiunto l'ultimo periodo al menzionato comma, che era già stato sostituito dal d. lgs. 12 gennaio 2019, n. 14. La norma ora recita: «La gestione dell'impresa si svolge nel rispetto della disciplina di cui all'articolo 2086, secondo comma, e spetta esclusivamente agli amministratori, i quali compiono le operazioni necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale. L'istituzione degli assetti di cui all'articolo 2086, secondo comma, spetta esclusivamente agli amministratori» (enfasi aggiunta). Ciò detto, si precisa che, in merito al celebre dibattito sviluppatosi circa l'esistenza o meno in capo all'assemblea di s.p.a. di «poteri impliciti» che si attiverebbero qualora vengano toccati gli «interessi primordiali» dei soci, qualora si accolga la tesi secondo cui la *ratio* dell'art. 2380-*bis* c.c. sarebbe quella di incentivare l'affidamento da parte dei fiduciari ai fiduciari appare allora chiaro che, quale ricaduta, ciò comporta che si debba concludere negativamente al riguardo: come noto, a favore dei poteri impliciti v. PORTALE, *Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in *Il nuovo diritto delle società*, diretto da Abbadessa-Portale, Torino, 2006, vol. II, 1 ss.; *contra*, ABBADESSA-MIRONE, *Le competenze dell'assemblea nelle s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2010, 269 ss.

riforma avrebbe inoltre introdotto la c.d. «procedimentalizzazione»²⁸ dell'attività dell'organo gestorio ex art. 2381, commi 3 e 5, c.c., là dove si prevede il controllo sull'attività dei delegati (chiamati a «curare» gli assetti organizzativo, amministrativo e contabile) da parte del consiglio di amministrazione (il quale li deve invece «valutare»). Infine, sono rinvenibili svariate norme di condotta che sono chiara espressione del contenuto dei *fiduciary duty*, per quanto quest'ultimi non siano stati espressamente codificati dal nostro legislatore: a titolo esemplificativo, in tal senso possono essere letti l'art. 2390 c.c., sul divieto di concorrenza, e l'art. 2391 c.c., considerato sia dal punto di vista del tema generale degli interessi degli amministratori sia da quello, più specifico, delle *corporate opportunities*²⁹.

Posta l'astratta compatibilità dell'*agency theory* rispetto all'ordinamento giuridico italiano, tale impostazione risulta preferibile rispetto a quella classica, e quindi, deve essere adottata in questo lavoro: e ciò, non tanto perché si tratta di per sé di un approccio più nuovo, in linea con una lettura moderna del diritto societario alla luce dell'analisi economica del diritto quanto, piuttosto, perché esso è in grado di apprezzare il fenomeno a cui si indirizza la disciplina delle OPC nella sua interezza. In altre parole, l'approccio in commento consente di tenere conto del meccanismo fiduciario sottostante e cioè del rapporto tra *principal* e *agent* in una duplice prospettiva: *da un lato*, infatti, esso è rivolto a tutelare il fiduciante rispetto al rischio che il fiduciario violi i propri *fiduciary duty*, ma, *dall'altro lato*, si pone altresì l'obiettivo di garantire ai fiduciari, una volta che questi abbiano rispettato tali doveri, che essi non potranno essere ritenuti responsabili per l'esito delle scelte operate. Tale secondo aspetto implica, quale conseguenza, il riconoscimento ai fiduciari di un'effettiva ampia capacità discrezionale e, in prospettiva più ampia, l'incentivo alla creazione di una classe di fiduciari di professione, cui poter stabilmente

²⁸ L'espressione è condivisa e ricorrente nella letteratura: cfr. MARCHETTI, *Il potere decisionale gestorio nelle s.p.a.*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, a cura di Cian, Padova, 2004, 471 ss.; BUONOCORE, *Adeguatezza, precauzione, gestione, responsabilità*, cit., 5 ss.; ABBADESSA, *Profili topici della nuova disciplina della delega amministrativa*, in *Il nuovo diritto delle società*, diretto da Abbadessa-Portale, Torino, 2006, vol. II, 502; FERRO-LUZZI, *Dal conflitto di interessi agli interessi degli amministratori; profili di sistema*, in *Riv. dir. comm.*, I, 671 ss.

²⁹ Cfr. BARACHINI, *Tutela delle minoranze e funzione gestoria*, cit., 576; SPOLIDORO-SPOLAORE, *Art. 2390 c.c.*, in *Le società per azioni. Codice civile e leggi complementari*, Commentario Abbadessa-Portale, Milano, 2016, vol. I, 1326, secondo cui sussiste «un substrato comune caratterizzante, a livello di *ratio*, il divieto di concorrenza e la disciplina degli interessi degli amministratori (l'esigenza di tutelare il rapporto fiduciario tra soci e amministratori)». Per un approfondimento sulla lettura fiduciaria dell'art. 2391 c.c. v. *ultra*, cap. 3, § 5.

attribuire risorse altrui. Tale visione complessiva manca, di contro, seguendo l'impostazione classica: in particolare, essa non sembra prendere in considerazione la necessità di tutela del meccanismo anche dal lato dei fiduciari, tanto che, calando la teoria nelle OPC, la *ratio* di quest'ultima viene letta unicamente nel senso della necessità di garantire quanto più possibile una tutela adeguata degli interessi del *principal*³⁰. Come s'è detto, invece, seguendo la strada fiduciaria, le OPC non servirebbero affatto ad assicurare, per il tramite di una scelta gestoria ponderata e neutrale (o imparziale), esclusivamente la tutela del fiduciante – perché ciò sarebbe contraddittorio rispetto alla riferita duplicità connaturata a tale impostazione – ma, al contrario, sarebbero poste al fine di salvaguardare il funzionamento del meccanismo fiduciario nel suo complesso, cioè anche dal lato dei fiduciari, oltre eventualmente anche a quello ulteriore di tutelare i terzi.

La miglior adesione della teoria aziendalistica dei rapporti di agenzia alla normativa OPC risulta peraltro indirettamente confermata dallo stesso legislatore nei suoi interventi più recenti, là dove, come anticipato, nel nuovo art. 192-*quinquies* t.u.f. sono state previste delle sanzioni amministrative pecuniarie in capo agli amministratori per la violazione delle disposizioni in materia. E esso, con tutta evidenza, costituisce l'introduzione di una norma posta a fini di deterrenza generale, atteso che – come noto sulla base dell'esperienza maturata dalla giurisprudenza di legittimità sempre in tema di sanzioni amministrative addebitate, però, al collegio sindacale – in tali casi la Suprema Corte è solita confermare con maggior rigore le sanzioni amministrative pecuniarie inflitte dalle Autorità di vigilanza rispetto a quanto avviene nelle pronunce, sempre rese dalla Cassazione, sulle azioni di responsabilità³¹.

Adottata questa visione, si tratta ora di proseguire l'analisi con l'approfondimento di un paio di aspetti: innanzitutto, è necessario chiarire quali rapporti di *agency* siano in concreto rilevanti nella materia in esame e, di conseguenza, quali siano gli *agency problem* a questi connessi, per poi indagare in che modo i *fiduciary duty* si coniughino

³⁰ Così BARACHINI, *Tutela delle minoranze e funzione gestoria*, cit., 576 ss.

³¹ In generale, sulle sanzioni amministrative pecuniarie comminate ai sindaci, cfr. Cass., 22 gennaio 2018, n. 1529, in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, IV, 581; Cass., 7 gennaio 2019, n. 126, in *Foro it.*, 2019, I, 835; Cass., 12 marzo 2018, n. 5914; Cass., 7 marzo 2018, n. 5357, la quale precisa che l'irrogazione delle sanzioni amministrative si fonda «sull'omesso o inadeguato esercizio dell'attività di vigilanza, non qualificandosi dunque il danno come elemento costitutivo dell'illecito contestato» e che questo contribuirebbe così a differenziare l'illecito amministrativo dal regime dettato dall'art. 2407 c.c. Per due recentissimi esempi di sanzioni amministrative comminate ai sindaci per violazione delle disposizioni in materia di OPC, cfr. Cass. 26 gennaio 2021, n. 1601 e Cass. 10 luglio 2020, n. 14708.

nella materia, vale a dire in una fattispecie caratterizzata dalla presenza di un potenziale conflitto di interessi in grado di minare il rispetto del *duty of loyalty* da parte del fiduciario.

2. Gli agency problem nelle OPC

Con riferimento al primo punto, appena riferito, la dottrina ha individuato due diverse categorie di *agency relationship* rilevanti nelle OPC, accomunate dalla caratteristica che, in esse, il fiduciario è sempre potenzialmente in grado di causare un danno alla società per il tramite dell'appropriazione in favore di sé stesso, o di soggetti a lui prossimi, di *asset* sociali o di altre utilità. Nonostante entrambe le ipotesi possano rilevare pressoché in ogni tipologia di società regolata dalla disciplina, l'una ipotesi prevale però sull'altra (ovvero viceversa) in termini quantitativi a seconda della conformazione della compagine sociale di una certa società e, più in generale, della configurazione degli assetti proprietari nel contesto di mercato di riferimento³².

La prima di esse riguarda il classico rapporto tra soci e amministratori: nel caso di un'operazione conclusa dalla società con uno o più dei propri *manager*, vi è, infatti, il rischio che quest'ultimi siano tentati in vario modo di agire in maniera *disloyal* e che, in virtù della posizione ricoperta, siano in grado di porre in essere condotte opportunistiche volte a distrarre ciò che in vario modo spetterebbe agli *shareholder*. Questa dinamica viene particolarmente in rilievo nelle società ad assetti proprietari diffusi (o, addirittura, "polverizzati") – tipiche degli USA e del Regno Unito³³ –, ove non sussiste una partecipazione di controllo e in cui la moltitudine di azionisti minimi esistente è tendenzialmente disinteressata alle vicende societarie a causa dell'esigua partecipazione posseduta, sicché il potere degli amministratori è di fatto incontrastato, salvo per l'attività di *monitoring* che su di essi riescono effettivamente a svolgere i *blockholder*, e cioè gli

³² *Ex multis*, in dottrina italiana: cfr. MICHELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., 16 s.; CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 6 ss.; HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*, cit., 3 ss.; GILOTTA, *Interesse di gruppo e nuove regole sulle operazioni con parti correlate: una convivenza difficile*, in *Giur. comm.*, 2012, I, 254 ss.

³³ In termini generali, v. CHEFFINS, *Il diritto societario e la separazione di proprietà e controllo*, in *Banca impresa soc.*, 2001, 188 ss.; mentre, dal punto di vista empirico, v. BECHT-BOLTON-RÖELL, *Corporate Governance and Control*, ECGI, Working Paper Series in Law n. 2, 2002, disponibile in SSRN, 47. In dottrina italiana, cfr. MICHELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., 19; CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 7; ENRIQUES-VOLPIN, *Corporate Governance Reforms in Continental Europe*, in *Journal of Economic Perspective*, 2007, 118.

azionisti detentori di partecipazioni sufficientemente grandi da poter influenzare in maniera non trascurabile i meccanismi di *governance*³⁴.

Al netto delle due esperienze segnalate, numerosi studi empirici hanno però dimostrato che pressoché in tutte le altre realtà di mercato – sia europee³⁵ che asiatiche³⁶, tra le quali si colloca senz'altro anche l'Italia³⁷ – la proprietà è tendenzialmente concentrata nelle mani di uno o più azionisti, i quali esercitano il controllo sulla società in cui partecipano. Di tal che, la divergenza di interessi che può causare un *breach of loyalty* non si verifica nel rapporto fiduciario tra soci e amministratori e ciò per una duplice ragione: in questa tipologia societaria gli amministratori svolgono un ruolo, di fatto, meramente formale, consistente nell'approvazione di pressoché tutte le istanze favorevoli al socio di controllo (anche se non nell'interesse della società)³⁸ oppure perché è proprio quest'ultimo a

³⁴ Per un ricco approfondimento sulle diverse ragioni che concorrono all'assunzione di un atteggiamento di «rational apathy» da parte degli azionisti con partecipazioni minime (presenti in misura amplissima in un sistema ad assetti proprietari diffusi) e sul diverso comportamento dei *blockholder*, e cioè degli azionisti non controllanti ma detentori di una partecipazione rilevante, i quali, di converso, sono gli unici soggetti effettivamente in grado di esercitare un'attività di *monitoring* sul *board*, v. PRESCIANI, *La trasparenza degli azionisti istituzionali di società quotate*, cit., 67 ss.

³⁵ Il primo studio empirico, svolto su un campione di 27 Paesi, ha dimostrato come la struttura proprietaria della maggioranza delle società quotate sia caratterizzata dalla presenza di un socio di controllo: v. LA PORTA-LOPEZ DE SILANES-SHLEIFER, *Corporate Ownership around the World*, in *The Journal of Finance*, 1999, 471 ss.; successivamente, v. FACCIO-LANG, *The Ultimate Ownership of Western European Corporations*, in *Journal of Financial Economics*, 2002, disponibile in SSRN, 1 ss., in cui gli autori conducono un'indagine empirica su 13 diversi Stati europei continentali (5.232 società), dimostrando che circa nel 70% delle società analizzate il principale azionista detiene una partecipazione del 43% dell'intero capitale sociale.

³⁶ In tema di mercato asiatico v. CLAESSENS-DJANKOV-LANG, *The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations*, in *J. Financ. Econ.*, 2000, 365 ss., in cui gli A. rilevano che, su un campione di 2.980 società, circa in un terzo risulta presente un singolo azionista di controllo. Tuttavia, uno studio più recente ha dimostrato che in Giappone si è passati da assetti proprietari concentrati a un azionariato frammentato: sul punto, v. COFFEE, *Dispersed Ownership: the Theories, the Evidence, and the Enduring Tension Between 'Lumpers' and 'Splitters'*, *ECGI Working Paper Series in Law* n. 144, 2010, disponibile in SSRN, 1 ss.

³⁷ V. CONSOB, *Report on corporate governance of Italian listed companies*, 2019, disponibile in *consob.it*, 3, da cui emerge che «[a] fine 2018 la maggioranza delle società quotate italiane mostra, come di consueto, assetti proprietari concentrati, essendo controllate di diritto in 123 casi [n.d.r. sul complessivo numero di 231 società quotate], da un azionista che detiene una quota di capitale sociale inferiore al 50% in 57 casi e attraverso patti parasociali di controllo in 23 casi. Possono essere definiti a proprietà dispersa solo 13 emittenti, prevalentemente di grandi dimensioni e con una capitalizzazione complessiva pari a poco più di un quinto di quella di mercato». Più in particolare, si afferma che «[t]he average stake held by the largest shareholder is 48.3%, slightly higher than its 2010 level (46.2%) and in line with the value recorded in 1998 (48.7%). The market holds an average stake of 39.5%, three percentage points higher than its 1998 level» (p. 13).

³⁸ Ciò in ragione del fatto che nelle società con assetti proprietari concentrati gli amministratori corrono il rischio di essere revocati in qualunque momento dal socio che li ha nominati: cfr. MICHIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., 27; CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 6 ss.; HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*, cit., 10.

rivestire la carica di amministratore della società³⁹. Piuttosto, la violazione dei doveri fiduciari, in base a quanto appena evidenziato, è riscontrabile nella dinamica tra socio di maggioranza e soci di minoranza: si aggiunga, per concludere il quadro, che tra quest'ultimi, ai fini dell'esercizio dell'attività di *monitoring* sui primi, particolare importanza viene anche qui assunta dai *blockholder*, ora intesi, però, quali azionisti di minoranza rilevanti⁴⁰. In base a ciò, è pertanto nelle OPC concluse dalla società con il proprio socio di controllo che esiste maggiormente il rischio che quest'ultimo si appropri di risorse sociali, massimizzando il proprio profitto in danno della società – e, mediatamente, dei suoi azionisti di minoranza –, atteso che esso è titolare del potere di influenzare la conclusione di operazioni volte all'abusiva estrazione di benefici privati del controllo⁴¹.

Nonostante si tornerà più approfonditamente sull'ultimo tema segnalato, i benefici privati del controllo possono essere, per adesso, meglio definiti come tutte le utilità, innanzitutto economiche (ma non solo), diverse dalla mera partecipazione agli utili della società che gli azionisti di controllo sono in grado di trarre a proprio esclusivo vantaggio proprio grazie al controllo esercitato sulla stessa⁴². Come è stato opportunamente rilevato, infatti, per il socio di controllo «ciò che conta non è soltanto la valorizzazione nel mercato del proprio investimento, ma piuttosto un saldo complessivo, che include anche – e in taluni casi in misura amplissima – i benefici privati fuori mercato»⁴³. Negli ordinamenti ad assetti proprietari concentrati è frequente altresì il proliferare del fenomeno dei gruppi di società, in cui il tema dell'estrazione dei benefici privati del controllo da parte del socio di maggioranza è stato per la prima volta definito *tunneling*, il cui termine è stato coniato dalla dottrina aziendalistica proprio per identificare tutte quelle situazioni in cui il gruppo di controllo occulta, in un tunnel sotterraneo immaginario, le risorse sociali delle società sottostanti in favore dello stesso, il quale si appropria così di beni e profitti sociali⁴⁴.

³⁹ MICHELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., 27.

⁴⁰ PRESCIANI, *La trasparenza degli azionisti istituzionali di società quotate*, 70 ss.

⁴¹ *Ex multis*, LIBERTINI-MIRONE-SANFILIPPO, *Introduzione*, in Libertini-Mirone-Sanfilippo, *L'assemblea di società per azioni*, Milano, 2016, XXVI.

⁴² Per un primo inquadramento da un punto di vista empirico: DYCK-ZINGALES, *Private Benefits of Control: An International Comparison*, in *The Journal of Finance*, 2004, 537 ss.

⁴³ Così MAZZONI, *Gli azionisti di minoranza nella riforma delle società quotate*, in *Giur. comm.*, 1998, I, 485 ss.

⁴⁴ Tale termine è stato formulato per la prima volta da JOHNSON-LA PORTA-LOPEZ DE SILANES-SHLEIFER, *Tunneling*, in *American Economic Review*, 2000, 22 ss. Per un primo collegamento in dottrina

Nel tentativo di riassumere con parole diverse i termini del problema in questa seconda categoria, si potrebbe allora affermare che le società con assetti proprietari concentrati sono la dimostrazione di come il conflitto di interessi possa verificarsi non solo allorquando vi sia una divergenza di interessi tra *agent* e *principal*, ma anche qualora un medesimo soggetto, e cioè l'amministratore, sia *agent* di diversi *principal* – e cioè, *da un lato*, il socio di maggioranza e, *dall'altro*, i soci di minoranza – quest'ultimi titolari di *conflicting interest* (conflitto *principal-principal*)⁴⁵.

Per concludere, alla luce di quanto esposto, le OPC rappresentano uno degli strumenti normativi con cui il legislatore è intervenuto al fine di evitare le predette deviazioni delle risorse sociali; ciononostante, si deve rilevare che la regolamentazione in materia non esaurisce la casistica di tutte le deviazioni astrattamente configurabili e come, al contempo, essa trovi invece applicazione a fattispecie in cui una suddetta deviazione di risorse non sussiste, posto che alcune OPC – come si dirà meglio appena più avanti – possono essere non solo senz'altro favorevoli sia per il fiduciario sia per la società, ma addirittura più vantaggiose di un affare simile concluso con una parte terza⁴⁶.

3. *L'evoluzione del duty of loyalty nelle OPC: dal divieto di agire in conflitto di interessi alla procedimentalizzazione del dovere in parola*

Si è prima affermato che le procedure in materia di OPC sono volte a garantire il funzionamento del meccanismo fiduciario; tale assunto richiede ora però la precisazione, forse scontata e in parte già riferita, ma necessaria, di un suo presupposto. Si deve tenere a mente, infatti, che la scelta operata del legislatore non è l'unica soluzione fiduciaria

italiana tra fenomeno del *tunneling* e materia delle OPC v. MIOLA, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 623, il quale rileva che quest'ultime si configurano quali «condotte opportunistiche, con effetti depauperativi del patrimonio sociale, poste in essere in primo luogo dagli organi gestori e/o dai soci, specie di controllo, ovvero da altri soggetti assimilabili ai primi e configurabili nel loro insieme come parti correlate, meglio definite in termini economici come *tunneling* ed, in termini strettamente giuridici, appunto come *self-dealing*».

⁴⁵ Sul punto v. ABEGGLEN, *Investment Research: How to Solve Conflicts of Interest More Efficiently*, in Thevénoz-Bahar *Conflict of Interest: Corporate Governance and Financial Markets*, Alphen aan den Rijn, 2007, 175, secondo cui vi sarebbe conflitto non solo «if a person (agent) who is obliged to safeguard a third party's (principal) interests has incompatible interests of his own» ma anche quando «is obliged to safeguard the conflicting interests of another principal».

⁴⁶ ENRIQUES-TRÖGER, *The Law and (Some) Finance of Related Party Transactions*, cit., 5, i quali spiegano, anche attraverso l'utilizzo di grafici, come il fenomeno del *tunneling* e quello delle OPC si sovrappongano, ma solo parzialmente. In dottrina italiana, v. HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*, cit., 3.

astrattamente idonea a risolvere il problema del conflitto di interessi (di conseguenza, facendo sì che il meccanismo funzioni), ma risulta essere l'unica idonea a raggiungere tale scopo qualora si reputi che le OPC siano una tipologia di affari auspicabili per la stessa, nonostante la presenza di un conflitto di interessi a loro connaturato, dato dall'esistenza della correlazione potenzialmente in grado di danneggiare la società.

Alla luce della dottrina più recente, la quale si è occupata di sintetizzare i termini della questione⁴⁷, pare che le ragioni per cui una società potrebbe preferire una OPC in luogo di un'operazione con una parte terza siano almeno sei: *i*) la pregressa conoscenza tra le parti riduce le asimmetrie informative e, quindi, gli *agency cost* (sia in termini di tempo che di denaro)⁴⁸; *ii*) la conclusione dell'affare con un soggetto che vanta un interesse economico nella società aperta, soggetta alla materia, può consentire a questa di ottenere condizioni economiche migliori di quelle negoziabili sul mercato⁴⁹ (si pensi, ad esempio, al prestito concesso da un *insider* alla società che versi in una situazione di difficoltà); *iii*) l'esistenza di un legame stabile tra le parti può far sì che i termini dell'accordo siano più flessibili, ciò comportando – specialmente negli accordi di lunga durata – la possibilità che essi possano essere modulati nel tempo in base alle reciproche esigenze delle parti⁵⁰; *iv*) nelle realtà di gruppo, le OPC concluse con i soggetti rientranti nella “rete” consentono non solo un risparmio di tempo e denaro, ma anche la realizzazione di economie di scala e di integrazioni produttive⁵¹ (si pensi gli investimenti strategici in una *joint venture* finalizzati all'acquisto o alla vendita di prodotti a prezzi favorevoli); *v*) le OPC consentono poi di soddisfare interessi non prettamente di natura economica (come avviene nel caso in cui la conclusione della stessa in luogo di un'operazione con un terzo permetta di evitare di rendere pubblici i piani strategici e industriali della società, evitando

⁴⁷ HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*, cit., 5 ss.

⁴⁸ Sul punto cfr. GORDON-HENRY-PALIA, *Related Party Transactions*, cit., 9; ENRIQUES-TRÖGER, *The Law and (Some) Finance of Related Party Transactions*, cit., 6; in dottrina italiana, v. MIOLA, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 627.

⁴⁹ ENRIQUES-TRÖGER, *The Law and (Some) Finance of Related Party Transactions*, cit., 7.

⁵⁰ PACCES, *Controlling the corporate controller's misbehavior*, RILE Working Paper Series n. 1, 2011, disponibile in SSRN, 5.

⁵¹ ENRIQUES-TRÖGER, *The Law and (Some) Finance of Related Party Transactions*, cit., 8; RYNGART-THOMAS, *Related Party Transactions: Their Origins and Wealth Effect*, 2007, disponibile in SSRN, 7.

POMELLI, *La disciplina Consob delle operazioni con parti correlate*, cit., 1336.

così di avvantaggiare i *competitor*)⁵²; e infine vi) non bisogna scordare che alcune OPC sono inevitabili ai fini della gestione della società⁵³ (e.g. la remunerazione degli amministratori, la quale non solo è una attività necessaria, ma è anche indirizzata a individuare e a riuscire a far rimanere i soggetti più competenti).

Tutto ciò posto, prima di proseguire sia concessa una breve considerazione. Da quanto riportato emerge come la scelta del legislatore di consentire, a determinate condizioni, la conclusione di questa tipologia di operazioni, seppur sussista un problema di *loyalty*, non sia dovuta tanto a una sorta di inevitabile presa d'atto dell'esistenza di una certa conformazione degli assetti proprietari delle società italiane che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio – oltre che, in prospettiva più ampia, della presenza, seppur non pervasiva, di gruppi di società⁵⁴ – la quale renderebbe giocoforza necessario tollerarle, quanto piuttosto al riconoscimento, in termini positivi, che le OPC possano concorrere a creare un mercato efficiente. In altri termini, dal diverso angolo di visuale delle teorie coniate dalle scienza aziendali, in base a quanto detto fin ora si può affermare che, se è vero che l'*agency theory* costituisce il metodo principe al fine di una appropriata individuazione delle problematiche economiche sottese alla materia in esame, è altrettanto vero che, qualora una certa OPC ricada in una delle ipotesi appena delineate – e cioè in quella categoria di OPC efficienti per la società – essa non andrebbe letta alla luce di tale teoria, dovendo preferire l'applicazione della c.d. «teoria dei costi di transazione», secondo la quale la conclusione di un affare con una controparte “vicina” sarebbe vantaggiosa in quanto in grado, per l'appunto, di ridurre i costi di transazione ad esso connesso⁵⁵.

⁵² RYNGART-THOMAS, *Related Party Transactions*, cit., *passim*; PACCES, *Procedural and Substantive Review of Related Party Transactions (RPTs): The Case for Non-Controlling Shareholder-Dependent (NCS-Dependent) Directors*, ECGI Law Working Paper n. 399, 2018, disponibile in SSRN.

⁵³ ENRIQUES-HERTIG-KANDA-PARGENDLER, *Related Party Transactions*, in AA. VV., *The Anatomy of Corporate Law*, cit., 146 ss.

⁵⁴ V. CONSOB, *Report on corporate governance of Italian listed companies*, 2019, cit., 13 s., da cui emerge un *trend* di costante diminuzione della presenza delle realtà di gruppo nel mercato delle società quotate italiane: «At the end of 2018, 81% of the Italian listed firms do not belong to any group. This value is higher than both its long run (56% in 1998) and its medium run values (75.6% in 2010). The percentage of firms belonging to a pyramidal group is 12% (in line with the previous year), while the proportion of firms belonging to the vertical part of a mixed group is 3.5% (4.3% in 2017). Only 2.2% of companies belong to a horizontal group».

⁵⁵ Sulla differenza di risultati a seconda dell'applicazione delle due diverse teorie, cfr. MOSCARIELLO, *Le operazioni tra “parti correlate” nella comunicazione d'azienda*, cit., 27, il quale afferma che «[l]a teoria dell'agenzia [...] tende ad interpretare le transazioni tra parti correlate come una possibile occasione che

Tornando, ora, all'affermazione di poc'anzi per cui vi sarebbero diverse opzioni fiduciarie per affrontare il problema del conflitto di interessi, essa è confermata dall'osservazione, in termini generali, della differente modulazione del *duty of loyalty* nelle diverse fattispecie: nella relazione fiduciaria per eccellenza, e cioè nel *trust*, ove l'affidamento è più spiccato⁵⁶, un conflitto di interessi anche solo potenziale è di per sé idoneo a configurare un *breach of fiduciary duty*, atteso che il *duty of loyalty* impone al *trustee* il rispetto della c.d. «no conflict rule». Nel caso in cui il fiduciario dovesse ravvisare una situazione di conflitto di interessi, tale regola comporta che a questo sarà vietato di procedere, in quanto tenuto a perseguire il *sole interest* del proprio *beneficial owner* e, quindi, nel caso in cui la transazione venisse comunque conclusa, questa sarà annullabile in applicazione della presunzione di invalidità costituita dalla c.d. «no further inquiry rule».

Di contro, a causa di un affidamento meno marcato nella relazione classica di *agency*, dovuto dalla sussistenza del potere di controllo del socio-*principal* esercitabile sull'organo di amministrazione-*agent* (attività che rende l'asimmetria tra le parti del rapporto meno pronunciata rispetto al *trust*), si ritiene che il contenuto dei *fiduciary duty* si configuri di conseguenza diversamente: a questo fiduciario, in effetti, viene consentito,

determinati soggetti, approfittando delle imperfezioni del mercato, potrebbero utilizzare per trarre indebiti vantaggi a danno degli altri portatori di interessi», di contro «[l]a teoria dei costi di transazione [...] descrive le medesime operazioni come un antidoto verso le stesse imperfezioni del mercato ed una strada da percorrere per incrementare l'efficienza produttiva»; GORDON-HENRY-PALIA, *Related Party Transactions*, cit., 7, secondo i quali «[a]lthough related party transactions are commonly viewed as potential conflicts, we develop two contrasting hypothesis that are consistent with rational economic arguments. Under the conflict of interest hypothesis, related party transactions compromise management's agency responsibility to shareholders or a board of director's monitoring function [...] The conflict of interest hypothesis is demonstrated in highly publicized corporate scandals [...] The alternative efficient transaction hypothesis, is that related party transactions efficiently fulfill underlying economic needs of the company, such as securing in-depth skills and expertise or providing alternative forms of compensation. For example, say a non-executive director possess an extensive knowledge of firm-specific activities as well as an expertise that the company demands such as legal expertise. The company engaging the related party to provide the service could be more effective than hiring an outsider. Because the non-executive director possesses an extensive knowledge of the firm, information asymmetries are reduced and contracting enhanced».

⁵⁶ Nel *trust* la fattispecie fiduciaria risulta più marcata rispetto all'*agency* sotto due differenti punti di vista, tra loro interconnessi: *i*) come già s'è detto, sia a colui che affida il bene (il *settlor*) sia a colui che è titolare dell'interesse sostanziale sotteso al bene (il *beneficial owner*) non è riconosciuto un potere di controllo simile a quello del *principal*; e inoltre *ii*) vi è uno spossessamento totale del *settlor*, atteso che il *legal title* del bene affidato viene attribuito al *trustee*, il quale diviene a tutti gli effetti proprietario del bene, mentre l'*equitable title* viene attribuito al *beneficial owner*. Per un approfondimento in dottrina italiana, anche in relazione alla fattispecie parzialmente diversa del c.d. «trust autodichiarato», ove *settlor* e *trustee* coincidono, v. SPOLAORE, *Garanzia patrimoniale e trust nella crisi d'impresa*, Milano, 2018, 29 ss.

ai fini del rispetto del *duty of loyalty* su di lui incombente, di rispettare il comando, meno rigoroso, di agire nel *best interest* del *principal*⁵⁷. Esso impone all'*agent* di operare la *disclosure* sull'esistenza del conflitto, ma non gli impedisce di concludere una certa operazione qualora questa sia nell'interesse del fiduciante. In questo caso, se l'*agent* dovesse ricavare un qualche beneficio dalla transazione, secondo le Corti statunitensi egli avrebbe la possibilità di provare che questa è stata conclusa nel miglior interesse del *principal*, il quale era stato informato dell'esistenza del conflitto, passando pertanto dalla «no further inquiry rule» ad una «inquiry into the merits»⁵⁸.

Se è quindi vero che il ricorrere di un controllo da parte del fiduciante sul fiduciario legittima un temperamento del dovere di lealtà, si deve svolgere un ulteriore passaggio che tenga in debita considerazione i soggetti destinatari della normativa OPC, vale a dire le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio. Quest'ultimo costituisce un contesto in cui il fiduciante ha a disposizione strumenti reattivi diversi e, almeno in teoria, più ampi di quelli riconosciutigli in altri ambiti. Infatti, nel momento in cui il fiduciante esercita il proprio controllo sul fiduciario, rilevando che questi ha violato i propri *fiduciary duty*, egli può procedere non solo, come avviene nelle società «chiuse», con la revoca di quest'ultimo ovvero con l'azione di responsabilità nei suoi confronti (ammesso e non concesso che in ogni OPC configurabile il fiduciante abbia effettivamente tali poteri; si pensi, in particolare, all'ipotesi in cui la parte correlata è il socio di maggioranza), ma ha a disposizione l'ulteriore opzione consistente nella legittima aspettativa di riuscire a collocare nel mercato le proprie azioni, liberandosi così di un rapporto fiduciario non più gradito, in particolar modo qualora si tratti di azioni emesse da società quotate (c.d. «Wall Street rule»). Ma non solo: qualora più azionisti dovessero vendere in massa le proprie partecipazioni in una certa società a causa del comportamento del fiduciario, ciò comporterà inevitabilmente ricadute sul prezzo dei titoli. In definitiva, si deve concludere che nelle OPC il controllo sul fiduciario non è necessariamente più

⁵⁷ Si segnala, tuttavia, che una certa dottrina di *trust* ha segnalato che l'applicazione del *best interest* servirebbe al meglio il *duty of loyalty* anche in questa fattispecie, in quanto il *sole interest*, il quale mira alla *deterrence*, si è rivelato, nei fatti, uno strumento di *over-deterrence*, non essendo pertanto in grado di tutelare al meglio gli interessi dei *beneficial owner*. Sul punto v. LANGBEIN, *Questioning the Trust-Law Duty of Loyalty: Sole Interest or Best Interest?*, in *Yale Law Journal*, 2005, 932; *contra*, LESLIE, *In defense of the No Further Inquiry Rule: A Response to Professor John Langbein*, in *William and Mary Law Review*, 2005, 541 ss., secondo cui la *no further inquiry rule* resterebbe l'unica arma nelle mani del *beneficial owner* per controbilanciare l'assenza di un controllo sul *trustee*.

⁵⁸ DUKEMINIER-SITKOFF, *Wills, Trusts and Estates*, New York, 2013, 591.

intenso, ma quantomeno differente rispetto al normale rapporto di *agency*, atteso che a quello esercitabile (almeno astrattamente) da parte del fiduciante se ne affianca un altro, svolto dal mercato, che giustificerebbe un ulteriore mutamento dei doveri fiduciari coinvolti.

A chi scrive pare che questa ulteriore gradazione possa dirsi avvenuta se si considera la disciplina OPC: parafrasando la dottrina che ha coniato l'espressione a partire dall'analisi dell'art. 2381 c.c. all'indomani della grande riforma del diritto societario, sembra infatti opportuno parlare del completamento della «procedimentalizzazione» del *duty of loyalty*. Con tale espressione s'intende fare riferimento, infatti, al principio, che costituisce il perno sulla base del quale si fonda l'intero Reg. OPC, per cui se le procedure ivi previste sono rispettate, l'operazione può essere conclusa.

A tal proposito, come stato acutamente evidenziato da un autore, una tale procedimentalizzazione non è priva di effetti, ma, al contrario, è idonea a modificare l'assetto dei doveri fiduciari, comportando un «trade-off»⁵⁹ dal *duty of loyalty* verso il *duty of care*. A ben guardare, nella normativa primaria e secondaria si è infatti definitivamente rinunciato al più classico *duty of loyalty* (i.e. quello del *trust*) nel momento in cui viene consentita la conclusione delle OPC prevedendo però, al contempo, l'insorgere di quello che sembrerebbe essere un dovere di diligenza inedito, dal contenuto più stringente. Più precisamente, l'attenzione del legislatore viene ora ulteriormente spostata dall'obbligo di comunicare l'esistenza del conflitto di interessi – come avviene normalmente nei rapporti di *agency* in applicazione del *duty of loyalty* ivi previsto – al dovere di uno scrupoloso rispetto delle complesse procedure da parte degli amministratori, vale cioè a dire alla qualità del processo che ha condotto alla decisione di compiere l'operazione.

Per dirla diversamente, dal diverso angolo di visuale – su cui si tornerà meglio tra poco – del sindacato del giudice *ex post* sui doveri in parola, si deve rilevare che alla compressione dello scrutinio su di uno dei due *fiduciary duty* corrisponde, per converso, l'ampliamento dell'altro: e così, se solitamente, come insegnano le Corti del Delaware, il *duty of care* viene valutato solo allorquando non sia messo in discussione il rispetto del

⁵⁹ Così, SEMEGHINI, *Valutazioni preventive e retrospettive sulle operazioni con parti correlate*, cit., 176 ss. e spec. 178.

*duty of loyalty*⁶⁰, nel caso delle OPC la rinuncia al *duty of loyalty* tradizionale comporta uno scrutinio più scrupoloso ed esigente sotto il profilo del *duty of care* di quello che sarebbe praticato in condizioni normali, ossia in assenza di un potenziale conflitto di interessi⁶¹.

Giova, però, a questo punto, una precisazione: lo slittamento verso il *duty of care* non deve far incorrere nell'errore di ritenere che i doveri procedurali sanciti dall'art. 2391-bis c.c. e dal Reg. OPC siano in qualche modo scollegati, ovvero contrapposti, al *duty of loyalty*, attesa la loro maggior vicinanza all'altro dovere fiduciario, di cui assumerebbero quindi la funzione. Essi, infatti, sono in ogni caso posti al fine di garantire un bilanciamento ai rischi connessi al potenziale conflitto di interessi che il legislatore ritiene sussistere per il solo fatto che la società concluda un affare con un soggetto a lei prossimo: a riprova di ciò, non si deve scordare che, oltre alla correttezza *procedurale* esiste anche la correttezza *sostanziale*. Di tal che, tali nuovi doveri rimangono comunque posti al fine di assicurare il rispetto del *duty of loyalty*, ancorché si tratti di una sua evoluzione, che lo rende, per certi aspetti, più vicino al *duty of care* (e in particolare al c.d. «procedural due care»⁶²). Per scongiurare tale pericolo, d'ora in avanti si parlerà di «dovere di lealtà procedimentalizzato»⁶³.

4. Agency e fiduciary duty nelle OPC secondo la giurisprudenza del Delaware

L'impostazione, qui adottata, secondo cui l'evoluzione del *duty of loyalty*, e cioè della sua procedimentalizzazione, attuata dalla regolamentazione OPC servirebbe a riequilibrare i problemi derivanti da certi tipi di *agency relationship* nelle società aperte – e, più segnatamente, dal rapporto tra amministratori e soci, ovvero tra socio di

⁶⁰ V. *supra* sez. I, § 2.3., ove si è già rilevato come il (*non*) *standard of review* della *bjr*, secondo cui la scelta gestoria è insindacabile (salvo che gli amministratori abbiano agito in maniera irrazionale o senza essere informati), si applica solamente allorquando sia certo il rispetto del *duty of loyalty*. E infatti, se questo non è stato rispettato, gli amministratori non potranno beneficiare di alcun *safe harbor* e il giudice entrerà nel merito della scelta gestoria. Per ulteriori approfondimenti giurisprudenziali, v. *ultra*, cap. 1, sez. II, § 4.

⁶¹ SEMEGHINI, *Valutazioni preventive e retrospettive sulle operazioni con parti correlate*, cit., 178.

⁶² Per un approfondimento, v. SEMEGHINI, *La Business Judgement Rule*, cit., 7, ove ulteriori riferimenti; sulla formulazione di tale dovere, JOHNSON, *The Modest Business Judgment Rule*, in *Business Lawyer*, 2000, 628 ss.

⁶³ In termini più generali, v. GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, cit., 8 s., secondo cui «quanto maggiore è il grado di procedimentalizzazione dell'azione in contesti in cui vi sono possibilità di un esercizio del potere non in linea con gli interessi per la cui cura esso è attribuito, tanto minore è il rischio che si verifichino abusi o sviamenti dalla funzione che esso è destinato ad assolvere».

maggioranza e soci di minoranza – al fine di consentire il funzionamento del meccanismo dell'affidamento trova conferma nell'esperienza maturata dalle Corti statunitensi e, in particolare, del Delaware. Quest'ultime, tuttavia, affrontano la questione in parola non già dalla prospettiva del contenuto, in termini positivi, dei doveri fiduciari, quanto da quello degli *standard of review* applicabili a queste tipologie di transazioni⁶⁴.

Sul punto, si deve anzitutto richiamare come le Corti hanno svariate volte precisato il concetto che «Delaware has three tiers of review for evaluating directors decision-making: the business judgment rule, enhanced scrutiny, and the entire fairness»⁶⁵. Tra i tre, il giudizio più rigoroso è quello previsto dalla *fairness*, la quale trova generalmente applicazione allorquando la controversia verta su un'operazione caratterizzata dal *self-dealing*: in tali ipotesi, infatti, grava sui fiduciari convenuti l'onere di dimostrare l'*entire fairness* dell'operazione, e cioè che questa sia corretta sia nelle modalità con cui è stata conclusa (*fair dealing*) sia con riguardo al prezzo (*fair price*). In particolare, i giudici ritengono che un affare concluso possa dirsi *fair* solo allorché esso sia effettivamente equo, cioè paragonabile ad uno concluso «at arm's length», vale a dire a condizioni di mercato, sulla base del presupposto che se così è la società non ha rinunciato ad una più valida alternativa⁶⁶. A ciò, si deve aggiungere che nulla cambia neppure nel caso in cui l'affare sia stato concluso con il coinvolgimento di uno *special committee*, composto esclusivamente da amministratori indipendenti, che abbia preventivamente approvato l'operazione, ovvero con il voto favorevole della maggioranza dei soci privi di interessi

⁶⁴ Per una più completa ricostruzione del tema con specifico riferimento alle OPC, SEMEGHINI, *Valutazioni preventive e retrospettive sulle operazioni con parti correlate*, cit., 139 ss.; più in generale, ID., *La Business Judgement Rule, diritto statunitense*, cit., *passim*.

⁶⁵ Così, per esempio, *Reis v. Hazelett Strip-Casting Corp.*, in 28 A.3d 442 (Del. Ch. 2011), 457.

⁶⁶ Per quanto la *fairness* sia composta da due voci (*fair dealing* e *fair price* il *leaging case* in argomento sancisce giudizio di *entire fairness* «is not a bifurcated one», precisando che «price may be preponderant» [*Weinberger v. UOP*, cit., 730]. In particolare, in relazione al caso di specie i giudici hanno rilevato che «[p]articularly in a parent-subsidiary context, a showing that the action taken was as though each of the contending parties had in fact exerted its bargaining power against the other at arm's length is strong evidence that the transaction meets the test of fairness» (p. 709). Oltre a ciò, si segnala che in altre sentenze i giudici hanno ritenuto che anche allorquando il prezzo sia nel «range of fairness» vi possa essere responsabilità del fiduciario se si fosse potuto ottenere un prezzo «fairer». Ciò significa che non basta, ai fini del giudizio sulla *fairness*, che l'operazione sia equa perché conclusa a condizioni di mercato, ma è necessario che sia «più equa» rispetto ad una alternativa di mercato [v. *In re Dole Food Co., Inc. Stockholder Litigation*, in 2015 WL 5052214 (Del. Ch. 2015), 2: «assuming for the sake of argument that the \$13.50 price still fell within a range of fairness, the stockholders are not limited to a fair price. They are entitled to a fairer price designed to eliminate the ability to profit their breaches of the duty of loyalty»]. In dottrina: cfr. PACCES, *Procedural and Substantive Review of Related Party Transactions (RPTs)*, cit., 2; SEMEGHINI, *Valutazioni preventive e retrospettive sulle operazioni con parti correlate*, cit., *passim*.

in conflitto, atteso che il giudice entrerà comunque nel merito dell'operazione, potendo concedere solamente un'inversione dell'onere probatorio in capo all'attore⁶⁷.

Di un gradino meno rigoroso risulta essere, invece, il giudizio secondo il criterio di *enhanced scrutiny*, il quale trova applicazione nei casi in cui, seppur non vi sia un vero e proprio *self-dealing*, sussiste comunque un problema di conflitto di interessi, che si verifica nel momento in cui, rispetto a una data operazione che coinvolge la società, si possa riscontrare l'interesse degli amministratori a voler mantenere la propria carica⁶⁸. Questa è tipicamente l'ipotesi delle manovre difensive proposte dal *board of directors* in risposta ad un *hostile takeover*, ove le Corti, qualora siano chiamate ad esprimere un *second guessing*, data l'esistenza del conflitto non rinunceranno ad entrare nel merito dell'operazione, ma essendo esso meno intenso, limiteranno il proprio giudizio rispetto al parametro di «*heightened reasonableness*». In questo caso, cioè, l'onere probatorio in capo ai convenuti gli imporrà di dimostrare, più semplicemente, che la scalata avrebbe causato un pregiudizio per la società o per i soci, e che le misure di contrasto poste in essere dagli stessi amministratori siano state proporzionate rispetto al pericolo paventato.

In questo quadro la *business judgment rule* costituisce pertanto l'ultima tipologia di scrutinio, dal carattere generale e residuale, la quale si risolve in un *non standard of review*, trovando applicazione tutte le volte in cui si possa escludere la presenza di un profilo, più o meno marcato, rilevante ai fini della valutazione del *duty of loyalty*⁶⁹. Ed infatti, come già rilevato, la *bjr* statunitense, almeno nella sua formulazione più tradizionale⁷⁰, si risolve nella presunzione che, in assenza di un *breach of loyalty*, gli

⁶⁷ Cfr., *ex multis*, *Weinberger v. UOP, Inc.*, cit.; *Kahn v. Lynch Communications Systems, Inc.*, in 638 A.2d 1110 (Del. 1994). In dottrina, GOSHEN-HAMDANI, *Corporate Control, Dual Class and the Limits of Judicial Review*, in *Columbia Law Review*, 2019, 950 ss.

⁶⁸ Per il *leading case* di tale scrutinio, v. *Unlocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, in 493 A.2d 946 (Del. 1985), a cui sono seguite molte altre pronunce. Da ultimo, v. *Unitrin, Inc. v. American General Corp.*, in 651 A.2d 1361 (Del. 1995). In dottrina, v. SIEGEL, *The Problems and Promise of "Enhanced Business Judgment"*, in *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, 2014, 49 ss.

⁶⁹ V., per esempio, *Brehm v. Eisner*, in 746 A.2d 244 (Del. 2000), 264.

⁷⁰ La perfetta coincidenza tra il perimetro del *duty of care* e l'applicazione della *bjr* è stata però disattesa nella celeberrima vicenda *Smith v. Van Gorkom*, in 488 A.2d 858 (Del. 1985), là dove venne affermata la responsabilità degli amministratori in caso di *gross negligence*, per non aver questi assunto la decisione in maniera informata (violando così la *procedural due care*) e lasciando, di conseguenza, alcuni spazi per il riconoscimento di una responsabilità in capo agli amministratori per la violazione del *duty of care*. La sentenza, tuttavia, è stata non solo duramente criticata dalla dottrina americana [*ex multis*, cfr. FISCHER, *The Business Judgment Rule and the Trans Union Case*, in *Business Lawyer*, 1985, 1455, secondo cui essa è stata «one of the worst decisions in the history of corporate law»]; MACEY-MILLER, *Trans Union Reconsidered*, in *Yale Law Journal*, 1988, 131, i quali affermano che «the outcome of the case was exactly

amministratori abbiano agito in conformità ai propri doveri fiduciari, precludendo così l'espressione di una pronuncia in merito alle violazioni del *duty of care*, salvo l'ipotesi limite in cui i fiduciari abbiano agito in maniera del tutto irrazionale⁷¹.

Posto questo quadro generale, si dovrebbe trarre la conclusione che nelle OPC lo scrutinio del giudice del Delaware dovrebbe sempre essere, stante l'esistenza del *self-dealing*, quello del modello più rigoroso, posto dall'*entire fairness standard*. Tuttavia, dall'evoluzione giurisprudenziale – in parte confermata dall'intervento legislativo – che emerge dai *caselaw* vertenti su siffatte operazioni risulta tutt'altro, ossia che anche in esse le Corti hanno progressivamente applicato la *bjr* in luogo di giudizi vertenti sul merito dell'operazione⁷².

Questo percorso si snoda attraverso quattro tappe fondamentali, di cui la prima va temporalmente collocata negli anni '80 del secolo scorso, quando si inizia ad affermare – come poi effettivamente affermato anche dal legislatore – non solo che le operazioni tra società e amministratori sono valide, ma che alle stesse deve applicarsi la *bjr* qualora siano state preventivamente approvate dalla maggioranza degli azionisti non interessati ovvero degli amministratori non interessati⁷³. In questa fase si è pertanto operata una differenziazione tra casi in cui il fiduciario sia l'amministratore, ove si riconosce l'applicabilità dello *standard* più deferente, e quelli in cui esso è il socio di maggioranza,

the opposite to what virtually every observer of Delaware law would have predicted»; MCCHESEY, *A Bird in the Hand and Liability in the Bush: Why Van Gorkom Still Rankles, Probably*, in *Northwestern University Law Review*, 2002, 631, che la definisce «a legal disaster»; *contra*, STOUT, *In praise of Procedure: An Economic and Behavioral Defense of Smith v. Van Gorkom and the Business Judgment Rule*, in *Northwestern University Law Review*, 2002, 691, secondo cui la sentenza, parsa ai più ingiusta, lo è tanto quanto «for one driver to be given a ticket for speeding when others around her are also speeding and she is simply keeping up with traffic»] in quanto ha messo di fatto in discussione il sistema complessivo sino allora abbracciato dalla giurisprudenza, ma è stata, di fatto, non accolta neppure dal legislatore il quale, a seguito di essa, ha riconosciuto alle società la possibilità di inserire nei propri statuti delle *exculpatory provision* [§ 102(b)(7) della DGCL] che tengano indenni gli amministratori da responsabilità in caso di violazione del *duty of care*. Se si considera che pressoché tutte le società hanno adottato tali clausole statutarie, si capisce perché la sentenza in commento non è stata oggetto di *overruling*.

⁷¹ E ciò in quanto, secondo l'impostazione statunitense, l'irrazionalità nasconderebbe in ogni caso un *breach of loyalty*: sul punto, cfr. *Brehm v. Eisner*, cit.; *Quadrant Structured Products Co. v. Vertin*, in 102 A.3d 155 (Del. Ch. 2014).

⁷² Per lo studio di questa evoluzione, SEMEGHINI, *Valutazioni preventive e retrospettive sulle operazioni con parti correlate*, cit., 145 ss.

⁷³ Per un'operazione approvata dalla c.d. «majority of the minority»: *In re Wheelabrator Technologies, Inc. Shareholders Litigation*, in 663 A.2d 1194 (Del. Ch. 1995). Invece, per un'operazione approvata dalla maggioranza degli amministratori non interessati: *Cooke v. Oolie*, in 2000 WL 710199 (Del. Ch. 2000). Nella medesima direzione si è poi espresso il *Model Business Corporation Act (MBCA)*, nonché il *Delaware General Corporation Law (DGCL)*: cfr. §§ 8.61, 8.62 e 8.63 MBCA e Tit. 8, § 144 (a) DGCL.

ove l'approvazione da parte dei soggetti estranei al conflitto indicati non sottrae comunque l'operazione dal vaglio previsto dall' *entire fairness*, poiché si ritiene che tale fiduciario possa influenzare maggiormente le vicende societarie⁷⁴.

Ristretto così il campo di applicazione del sindacato nel merito alle sole operazioni tra *shareholder*, la seconda tappa della riferita evoluzione è consistita nella avvenuta riformulazione del concetto di *self-dealing*, il quale è stato circoscritto alle sole ipotesi di operazioni che siano tali sul piano formale (ad esempio, nel caso in cui entrambe le parti siano riconducibili al socio di controllo, come avviene nel caso di operazione tra *parent* e *subsidiary*), divenendo, di contro, del tutto irrilevanti in questo senso quelle operazioni aventi effetti differenziati in base alla tipologia di socio, unicamente sul piano sostanziale⁷⁵. Ciò comporta che solo nella prima delle ipotesi anzidette continuerà ad applicarsi l'*entire fairness standard*, mentre nella seconda si applicherà la *bjr*, atteso che «pro rata treatment remains a form of safe harbor under our law»⁷⁶.

Il terzo e il quarto momento di snodo riguardano, invece, le c.d. «going private transaction»⁷⁷, vale cioè a dire le operazioni tra controllante e controllata in cui la prima cerca di incorporare, mediante una fusione, la seconda, ovvero cerca di fondere tra loro due sue controllate, liquidando al contempo le partecipazioni dei soci di minoranza. Sulla materia si è dapprima operata una distinzione tra operazioni c.d. «cash-out» (o anche «freeze-out merger»), ossia le fusioni tra controllata e controllante (o tra controllate) in cui agli azionisti di minoranza vengono corrisposte somme di denaro in cambio delle proprie azioni, e quelle c.d. «two-step freeze-out», vale a dire quelle in cui la controllante

⁷⁴ Espressione di tale visione è un famosissimo (e colorito) passo della sentenza *In re Pure Resources, Inc., Shareholders Litigation*, in 808 A.2d 421 (Del. Ch. 2002), 436, in cui viene affermato che «the Supreme Court saw the controlling stockholder as the 800-pound gorilla whose urgent hunger for the rest of the bananas is likely to frighten less powerful primates like putatively independent directors who might well have been hand-picked by the gorilla (and who at the very least owed their seats on the board to his support). The Court also expressed concern that minority stockholders would fear retribution from the gorilla if they defeated the merger and he did not get his way».

⁷⁵ In *Sinclair Oil Corp. v. Levien*, in 280 A.2d 717 (Del. 1971), 720, che costituisce il *leading case* di questa impostazione si afferma che «self-dealing occurs when the parent, by virtue of its domination of the subsidiary, causes the subsidiary to act in such a way that the parent receives something from the subsidiary to the exclusion of, and detriment to, the minority stockholders of the subsidiary».

⁷⁶ In *re Synthes, Inc. Shareholder Litigation*, in 50 A.3d 1022 (Del. Ch. 2012), 1024. Per la medesima impostazione relativamente, però, al conflitto di interessi nel rapporto tra soci e creditori sociali, v. SEMEGHINI, *Valutazioni preventive e retrospettive sulle operazioni con parti correlate*, cit., 156 ss.

⁷⁷ Sulle diverse tipologie di *going private transaction* v. ALLEN-KRAAKMAN-SUBRAMANIAN, *Commentaries and Cases on the Law of Business Organizations*, New York, 2009, 491 ss.

lancia un'opa sulla controllata – e cioè, sulle azioni dei soci di minoranza della controllata – a cui, in caso di esito positivo, segue una *short-form merger*, e cioè una fusione semplificata tra *parent* e *subsidiary* in cui vi è, al pari delle operazioni di *cash-out*, il pagamento degli azionisti di minoranza e l'*exit* di questi.

Data questa distinzione, la terza tappa d'evoluzione giurisprudenziale è risultata nel ritenere che in quest'ultima tipologia di *going private transaction* si potesse rinunciare a valutare l'*entire fairness* dell'operazione, a condizione che il modo in cui era stata formulata l'opa non avesse, di fatto, forzato gli azionisti di minoranza ad aderirvi e che nella stessa non fossero state rinvenibili informazioni false o fuorvianti⁷⁸. Al contrario, almeno in prima battuta, si è continuato a ritenere che, poiché nelle operazioni di *cash-out* la volontà dei soci di minoranza non potrebbe mai dirsi del tutto libera, a queste continua trovare applicazione l'*entire fairness standard*⁷⁹.

In tempi più recenti, e in ciò consiste il quarto momento rilevante del percorso – forsanche grazie ai rilievi critici sollevati dalla dottrina americana, la quale ha segnalato come le due tipologie di *going private transaction*, sul piano sostanziale, determinano i medesimi effetti e il medesimo rischio di arrecare un danno agli azionisti di minoranza⁸⁰ –, la giurisprudenza ha rivisto la propria impostazione, fino a quel momento caratterizzata da un marcato formalismo (come già si è visto nella seconda “tappa” di questa evoluzione), colmando così la differenza di trattamento tra le due tipologie di operazioni. In particolare, *da un lato*, si è riaffermata l'applicabilità della *bjr* ai *two-step freeze-out merger* ma, al fine del suo utilizzo, viene richiesto il rispetto di presidi procedurali ulteriori relativi all'opa, vale a dire: *i*) che essa trovi adesione da parte della maggioranza dei soci a cui è rivolta; *ii*) che la medesima sia accompagnata dall'impegno del socio di controllo a procedere quanto prima a una fusione semplificata ove venga corrisposto, agli azionisti rimasti, lo stesso prezzo stabilito nell'offerta; *iii*) che la stessa non sia concretamente condizionata dalla possibilità di ritorsioni da parte del socio di maggioranza in caso di un suo esito negativo. Ulteriormente, è necessario che *iv*) agli

⁷⁸ *Solomon v. Pathe Communications Corp.*, in 672 A.2d 35 (Del. 1996), 39, ove si afferma che «in the absence of coercion or disclosure violations, the adequacy of the price in a voluntary tender offer cannot be an issue».

⁷⁹ Dopo una giurisprudenza ondivaga, il *leading case* in questo senso è costituito dalla già citata *Kahn v. Lynch*, cit., 1115 ss.

⁸⁰ GILSON-GORDON, *Controlling Controlling Shareholder*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 2003, 817.

amministratori indipendenti, necessariamente coinvolti nell'*iter* procedurale, siano assicurati il tempo e le informazioni necessarie al fine di poter fornire ai soci un parere sulla congruità dell'offerta, ovvero la formulazione di una contro-proposta; e che v) gli amministratori adempiano ai loro doveri con buona fede e diligenza⁸¹. Dall'altro lato, anche sul fronte delle operazioni di *cash out* si ritiene, infine, applicabile la *bjr* a condizione che nella fusione siano sin dall'inizio coinvolti sia lo *special committee* di amministratori indipendenti sia i soci minoranza, i quali sono entrambi ulteriormente tenuti ad esprimere la propria approvazione. Anche in questo caso si rinuncia quindi allo scrutinio nel merito, prevedendo tuttavia al contempo dei presidi volti ad assicurare certe modalità di coinvolgimento dei soggetti appena indicati: i giudici devono pertanto verificare che il comitato di amministratori indipendenti i) sia stato costituito da amministratori realmente indipendenti; ii) abbia effettivamente ricevuto i poteri necessari per valutare e, se del caso, respingere, la proposta di fusione; iii) abbia agito con diligenza. I giudici dovranno inoltre valutare se il voto da parte della *majority of the minority* sia stato iv) pienamente informato e v) non caratterizzato da condizioni coercitive⁸².

La ricostruzione di questa evoluzione giurisprudenziale dimostra che, allo stato attuale, in quell'ordinamento, nel momento in cui sono rispettati certi presidi procedurali l'OPC diviene assimilabile a un'operazione conclusa «at arm's length», vale a dire a una fattispecie tradizionalmente soggetta alla *bjr*, confermando pertanto il riferito passaggio da uno scrutinio pervasivo sul *duty of loyalty* a uno sul *duty of loyalty* procedimentalizzato, simile al *duty of care*, il quale però viene valutato con più rigore rispetto alla diligenza in un affare concluso con un terzo.

Tuttavia, si deve precisare che la dottrina italiana si è interrogata se la riferita esperienza americana sul tipo di scrutinio giudiziale potesse essere automaticamente riproposta nel nostro ordinamento. E infatti se, per un verso, questa traslazione sembra essere quasi naturale, attesa l'innegabile influenza che il modello procedurale statunitense ha esercitato su quello italiano, per altro verso, la sua auspicabilità non pare scontata, se si considera che i presidi procedurali introdotti dalle Corti del Delaware ai fini dell'applicazione della *bjr* nelle *going private transaction* risultano più stringenti rispetto a quelli previsti dal Reg. OPC: per citare l'esempio più significativo, quest'ultimo non

⁸¹ *In re Pure Resources, Inc., Shareholder Litigation*, in 808 A.2d 421 (Del. Ch. 2002), 444.

⁸² *In re MFV, Shareholder Litigation*, in 67 A.3d 496 (Del. Ch. 2013), 499 ss.

prevede infatti l'ulteriore meccanismo del voto preventivo della c.d. «majority of the minority» a conferma dell'operazione proposta⁸³.

Atteso che è quindi necessario un ulteriore approfondimento al fine di capire se effettivamente le procedure previste dal Reg. OPC siano idonee alla successiva applicazione della *bjr*, in ogni caso pare però evidente come i ragionamenti sviluppati dai giudici statunitensi non siano particolarmente utili, ancora una volta, al fine di capire quale sia il contenuto in termini positivi della correttezza. Come visto dall'analisi appena ripercorsa, tradizionalmente la *fairness* rileva in Delaware esclusivamente al momento dell'intervento del giudice allorché sia necessario individuare il tipo di *standard of review* a cui sottoporre l'operazione, mentre in Italia la correttezza è una valutazione che va effettuata dal comitato parti correlate al momento della predisposizione del proprio parere motivato. Nonostante anche nel nostro ordinamento sia poi, ovviamente, sempre possibile un intervento giudiziale sull'affare concluso, la valutazione sulla correttezza è pertanto, di per sé, idonea a esaurirsi in quel momento procedurale, dacché è fondamentale individuarne il contenuto⁸⁴.

5. La compatibilità delle OPC quali agency relationship nel contesto europeo

Una volta appurata la tenuta della ricostruzione delle OPC quale *agency relationship* nel contesto statunitense non solo dal punto di vista economico, ma anche da quello più prettamente giuridico, una medesima verifica deve essere ora svolta con riguardo all'ordinamento europeo nel suo complesso. Esso costituisce un passaggio dovuto, stante l'intervento operato in materia dal legislatore unionista con la SHRD II; detta diversamente, il punto è comprendere se l'impostazione qui suggerita è conciliabile con la Direttiva.

Per rispondere a tale quesito è però necessario fare prima un passo indietro, rivolgendo l'attenzione all'eventuale adozione da parte degli Stati membri di regolamentazioni in materia in un momento antecedente all'emanazione della normativa comunitaria, come d'altronde è avvenuto in Italia. Dal quadro che ne risulta⁸⁵ emerge, in effetti, che in due

⁸³ SEMEGHINI, *Valutazioni preventive e retrospettive sulle operazioni con parti correlate*, cit., 167.

⁸⁴ Così anche CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 93.

⁸⁵ Per una ricognizione in dottrina italiana, cfr. HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*, cit., 7 ss.; LIACE, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 148 ss.

degli ordinamenti europei più evoluti (di cui uno, ormai, *ex* europeo), vale a dire Regno Unito e Francia, era già da tempo vigente un'apposita disciplina, in entrambi i casi caratterizzata per essere, almeno sulla carta, *shareholders-centred*, a differenza dell'impostazione adottata dal Reg. OPC, il quale per il ruolo centrale attribuito al comitato parti correlate va invece considerato come *board-centred* (al pari del modello statunitense)⁸⁶.

Nel Regno Unito⁸⁷, secondo quanto previsto dalle *Listing Rules*, le procedure previste per le società quotate nel settore *premium listing* – oltre alla previsione di adempimenti informativi – ruotano intorno alla *majority of the minority rule*, vale a dire all'obbligo di sottoposizione dell'operazione in via preventiva all'assemblea, la quale è chiamata a votare senza il voto della *related party* e dei suoi *associate* (*Listing Rules* 11.1.7)⁸⁸. Al fine dell'espressione del voto assembleare, il *board* è tenuto a inviare agli azionisti una circolare in cui siano descritte le caratteristiche dell'OPC e ove venga altresì espressa una raccomandazione in merito all'esercizio del voto, che deve vertere sulle ragioni della corrispondenza dell'operazione all'interesse dei soci nel loro insieme (*Listing Rules* 13.3.1). L'organo amministrativo è ulteriormente tenuto a dare un parere sulla correttezza e ragionevolezza della stessa, sempre dalla prospettiva degli azionisti (*Listing Rules* 13.6.1), e ciò senza l'aiuto dei *director* e dei loro *associate* che siano parti correlate (*Listing Rules* 13.6.2)⁸⁹.

⁸⁶ L'impostazione maggioritaria assunta da Francia e Regno Unito, ma anche da altri Stati membri, spiega perché nella prima versione di proposta di modifica della SHRD I si prevedeva un necessario coinvolgimento dell'assemblea che, se fosse stata approvata, avrebbe comportato una modifica molto più sostanziale del Reg. OPC rispetto a quella poi effettivamente dovuta. E infatti, anche a seguito delle numerose critiche ricevute, è stato proprio durante la presidenza italiana che si è formulata l'ipotesi – poi adottata all'art. 9-*quater*, co. 4, SHRD II – di lasciare liberi gli Stati membri di scegliere se l'approvazione delle operazioni spettasse, alternativamente, all'assemblea, all'organo di gestione o a quello di vigilanza della società.

⁸⁷ DAVIES, *Related Party Transactions: UK Model*, ECGI Working Paper Series in Law n. 387, 2018, disponibile in SSRN, *passim*.

⁸⁸ La procedura a cui si fa riferimento è quella stabilita dalle *Listing Rules* per le *related party transaction* ove i *percentage ratio* siano al di sopra del 5%. Ed infatti, le *Listing Rules* disciplinano in maniera differente le operazioni in cui tali indici siano ricompresi nell'intervallo tra i valori 0,25% e 5%, prevedendo in tali casi solamente degli adempimenti informativi, mentre esse sono del tutto esentate nel caso di operazioni al di sotto della soglia dello 0,25%, sempre che non siano al di fuori dell'ordinaria amministrazione.

⁸⁹ V. però ENRIQUES-HERTIG-KANDA-PARGENDLER, *Related Party Transactions*, cit., 154, i quali hanno rilevato che la redazione della circolare da parte del *board* disinteressato è in grado di influenzare in maniera talmente rilevante il voto assembleare da trasformare, di fatto, il modello inglese da *shareholders-centred* a *board-centred*.

Anche in Francia⁹⁰ si è deciso di attribuire un ruolo chiave all'assemblea, nonostante l'impostazione risulti nel complesso più morbida rispetto a quella inglese. In particolare, viene previsto che le OPC – diverse da quelle correnti e concluse a condizioni ordinarie⁹¹ – debbano essere sottoposte al consiglio di amministrazione, senza il voto dell'amministratore interessato, tenuto a valutarle nel merito e a motivare adeguatamente la decisione assunta, indicando al riguardo la rispondenza all'interesse sociale e le condizioni negoziate (Commercial Code Art. L. 225-38), a cui poi segue la redazione e la presentazione all'assemblea di un *report* da parte di un sindaco in cui si dia atto di tutte le OPC concluse (Commercial Code Art. L. 225-40, §2) e su cui, infine, si esprime *ex post* l'assemblea, che è chiamata a votare secondo la *majority of the minority rule* (Commercial Code Art. L. 225-40, §§2-4). In altri termini, l'assemblea è tenuta a ratificare l'operazione e, sebbene un eventuale voto negativo non incida sull'efficacia dell'atto salvo il caso di frode, ai soci è riconosciuta la possibilità di agire nei confronti dei membri del consiglio di amministrazione per i danni subiti a causa dell'operazione dagli stessi disapprovata (Commercial Code Art. L. 225-41, §2) o di procedere con la revoca di questi. Ma la vera peculiarità della regolamentazione francese consiste nella scelta di applicare la disciplina non solo alle società quotate, o che più in generale fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, ma anche alle società chiuse.

Tra gli ordinamenti europei senz'altro più raffinati, è risaputo che la Germania⁹² ha, invece, da sempre assunto un atteggiamento riluttante ad adottare una regolamentazione

⁹⁰ HELLERINGER, *Related Party Transactions in France - A Critical Assessment*, ECGI Working Paper Series in Law n. 474, 2019, disponibile in SSRN, *passim*.

⁹¹ Tra esse rientrano i contratti routinari tra gli *insider* e la società, purché si riferiscano alla gestione corrente e siano conclusi a condizioni normali (Commercial Code Art. L. 225-39). Per il resto, si è rilevato come possa essere complicato, nel silenzio della legge al riguardo, stabilire cosa possa significare che una certa operazione sia conclusa a condizioni ordinarie: sul punto, HELLERINGER, *Related Party Transactions in France*, cit., 8 s.

⁹² Data la tradizionale chiusura a una disciplina OPC da parte dell'ordinamento tedesco, all'indomani della prima proposta di intervento europeo sono proliferati commenti dottrinali per lo più a difesa della scelta del proprio legislatore nazionale; non sono poi mancati ulteriori commenti durante le fasi intermedie del procedimento di adozione della SHRD II, oltre a commenti sul testo finale adottato: cfr. DRYGALA, *Europäisches Konzernrecht: Gruppeninteresse und Related Party Transactions*, in *AG*, 2013, 198 ss.; FLEISCHER, *Related Party Transactions bei börsennotierten Gesellschaften: Deutsches Aktien(konzern)recht und Europäische Reformvorschläge*, in *BB*, 2014, 2691 ss.; BAYER-SELENTIN, *Related Party Transactions: Der neueste EU-Vorschlag im Kontext des deutschen Aktien- und Konzernrechts*, in *NZG*, 2015, 7 ss.; VETTER, *Regelungsbedarf für Related Party Transactions?*, in *ZHR*, 2015, 273 ss.; KUMPAN, *EU Vorgaben für related party transactions*, in *Zentrum für europäisches Wirtschaftsrecht, Vorträge und Berichte* Nr. 215, 2015, 6 ss.; SPINDLER-SEIDEL, *Die Zustimmungspflicht bei Related Party Transactions in der konzernrechtlichen Diskussion*, in *AG*, 2017, 169 ss.; KLENE, *Related*

unitaria sulle OPC, preferendo affrontare (alcuni de)i problemi a cui essa si rivolge mediante la previsione di specifiche regole, piuttosto che ricorrere a principi generali⁹³. Più precisamente – salvo la recentissima novella dovuta all’obbligo recepimento della Direttiva, di cui si dirà *infra* – per quanto attiene ai conflitti di interessi tra società e organo gestorio (il c.d. «Vorstand»), l’unica regola speciale che sembrava potersi riferire fino a poco fa a un tale rapporto era quella per cui, nelle operazioni che coinvolgono uno dei suoi membri, la rappresentanza della società viene trasferita al consiglio di sorveglianza (il c.d. «Aufsichtsrat») (§ 112 AktG), così come viene a quest’ultimo trasferito, a pena di nullità, il potere di autorizzazione sulla concessione dei prestiti in favore dei gestori o delle loro parti correlate (§ 89, co. 1, AktG).

Per quanto concerne, invece, i conflitti tra società e socio di maggioranza, la disciplina applicabile si differenzia a seconda che quest’ultimo sia una persona fisica ovvero una società. Nel primo caso, gli strumenti forniti dall’ordinamento per tutelare i soci di minoranza sono tradizionalmente il *duty of loyalty*, che in tale ordinamento è stato positivizzato (§ 53 AktG), e il divieto di restituzione dei conferimenti e di pagamento di interessi sugli stessi (§§ 57 e 62 AktG)⁹⁴, ma non è sancita alcuna norma procedimentale specifica e, pertanto, la competenza sull’operazione rimane in capo al *Vorstand*, così come non viene neppure previsto un divieto di voto per il socio nelle operazioni tra lo stesso e la società.

Nel secondo caso, la regolamentazione specifica prevista dal legislatore tedesco si sovrappone con la disciplina in materia di gruppi (il c.d. «Konzernrecht»): sul punto, si deve ulteriormente distinguere tra il caso di “gruppo contrattuale” (vale a dire

Party Transactions – Handlungsbedarf in Deutschland, in *GWR*, 2018, 210 ss.; TRÖGER, *Related Party Transactions mit Blockaktionären im europäischen Gesellschaftsrecht*, in *AG*, 2015, 53 ss.; ID., *Germany’s Reluctance to Regulate Related Party Transactions*, *ECGI Law Working Paper* n. 388, 2018, disponibile in *SSRN*, 2 ss.; TARDE, *Related Party Transactions*, Köln, 2018. Per uno studio empirico v. ENGERT-FLORSTEDT, *Which Related Party Transactions Should Be Subject to Ex Ante Review? Evidence from Germany*, *ECGI Working Paper* n. 440, 2019, disponibile in *SSRN*.

⁹³ FLEISCHER, *Related Party Transactions bei börsennotierten Gesellschaften*, cit., 2691 ss., il quale rileva che la nozione di OPC è talmente sconosciuta a quell’ordinamento che la dottrina tedesca utilizza per indicarla utilizza la terminologia inglese *related party transactions*.

⁹⁴ Tuttavia, quelli riferiti risultano essere delle “armi spuntate” nelle mani dei soci di minoranza, in quanto la loro violazione può essere fatta valere solo dalla società, e quindi dal consiglio di gestione, ciò comportando, di fatto, una scarsa applicazione degli stessi, atteso che i gestori non sono avvezzi ad agire contro il socio di maggioranza: sul punto, v. TRÖGER, *Germany’s Reluctance to Regulate Related Party Transactions*, cit., 14. In dottrina italiana v. HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*, cit., 28.

caratterizzato dalla presenza di un contratto a dominio) ovvero di “gruppo di fatto” (di contro, in cui è assente un contratto a dominio). *Da un lato*, per quanto riguarda il gruppo contrattuale viene prevista una regolamentazione abbastanza strutturata, dal punto di vista delle procedure, che si manifesta, oltre che nell’esistenza di doveri di pubblicità preventiva delle operazioni (§§ 293a e 239f AktG), nella valutazione da parte di un esperto circa l’adeguatezza dell’operazione (§ 293b AktG), nello spostamento del potere decisorio all’assemblea (§ 293, Abs. 2 AktG) e, infine, del dovere di indennizzo a favore della società dominata (§§ 305, Abs. 1 e Abs. 5, Satz 2; 304, Abs. 1, Satz 1 e Abs. 3, Satz 3 AktG). *Dall’altro lato*, nel gruppo di fatto viene invece solamente previsto il divieto per la controllante di indurre la controllata a concludere operazioni per la stessa sfavorevoli, salvo che il danno venga compensato entro l’anno fiscale (§ 311 AktG) e la responsabilità dell’impresa dominante per l’adozione di atti o misure squilibrate (§ 317 AktG), oltre al dovere di redazione di una relazione sulla dipendenza in cui viene dichiarata la presenza o no di un danno conseguente alla conclusione di una OPC con la controllante (§ 312, Abs. 1, AktG) la quale, però, essendo redatta dallo stesso *Vorstand* risulta essere uno strumento debole di tutela⁹⁵.

La dottrina tedesca ha tradizionalmente difeso la scelta del proprio legislatore, assumendo posizioni di forte critica rispetto alla scelta di un intervento sistematico sulla materia, come successivamente imposto dal legislatore europeo⁹⁶, e riconoscendo, al più, l’auspicabilità dell’adozione di certe migliorie, soprattutto in tema di pubblicità delle operazioni (sia con riferimento a quelle concluse con gli amministratori, sia a quelle con

⁹⁵ HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*, cit., 29.

⁹⁶ Cfr. DRYGALA, *Europäisches Konzernrecht: Gruppeninteresse und Related Party Transactions*, cit., 208 ss. BAYER-SELENTIN, *Related Party Transactions*, cit., 10; FLEISCHER, *Related Party Transactions bei börsennotierten Gesellschaften*, cit., 2692; *contra*, KLENE, *Related Party Transactions*, cit., 213, il quale esorta il legislatore tedesco a interrogarsi sull’adozione di una normativa OPC al di là dei confini previsti dalla SHRD II, vale a dire anche nelle società non quotate e nelle GmbH; TRÖGER, *Germany’s Reluctance to Regulate Related Party Transactions*, cit., 8 ss., il quale ritiene che il mutamento (attualmente in corso) degli assetti proprietari tedeschi (ove le banche stanno man mano abbandonando il loro ruolo di soci di maggioranza per eccellenza) determinerà l’insorgere di problemi di *tunneling* in quanto i nuovi soci di controllo non saranno in grado di esercitare una funzione di *monitoring* tanto pervasiva come quella svolta dalle banche, situazione che rendeva accettabile una moderata estrazione di benefici privati del controllo a fronte dei ben maggiori *efficiency gain* risultanti dal loro costante coinvolgimento nella *corporate governance*. In questa prospettiva, l’A. si dichiara favorevole all’adozione di una normativa apposita non tanto al fine di tutela del socio di minoranza, quanto alla rimozione di ostacoli al corretto funzionamento del mercato, poiché l’approccio tradizionale ora non renderebbe appetibile le società tedesche a nuovi investimenti: esso, infatti, così «negatively affects capital market development, growth opportunities and ultimately social welfare».

gli azionisti di maggioranza)⁹⁷. Tuttavia essa ha sempre giustificato l'atteggiamento di indulgenza tradizionalmente assunto dal proprio legislatore nei confronti della parte correlata per eccellenza, e cioè il socio di maggioranza. A tale visione corrisponde, di conseguenza, una scarsa attenzione alle istanze di tutela dei soci estranei al gruppo di controllo: e ciò, sulla base della convinzione che, tutto sommato, i benefici che vengono estratti, anche abusivamente, in danno degli azionisti di minoranza da parte del socio di controllo – che in quell'ordinamento è solitamente un'istituzione finanziaria, sia essa un istituto bancario ovvero assicurativo – unicamente a proprio vantaggio siano comunque di gran lunga inferiori rispetto a quelli di cui gode tutta la compagine sociale per il fatto che tali soggetti siano coinvolti nella *governance* della società, attraverso l'attività di monitoraggio da essi svolta sugli amministratori⁹⁸.

Posto ciò, dall'approccio tradizionale tedesco pare si possano trarre alcune conclusioni interessanti e tra loro alternative in relazione all'ottica adottata nel presente lavoro: o *i*) in Germania la scelta classicamente operata comporta, a monte, un rifiuto di quel legislatore a qualificare i rapporti normalmente coinvolti nella regolamentazione prevista in materia di OPC secondo uno schema fiduciario, di conseguenza rifiutando la tecnica legislativa a questo connesso, la quale postula la regolamentazione tramite *standard* (su tutti, i *fiduciary duty*) e non tramite *rule*⁹⁹; oppure *ii*) pur non negando la riconducibilità di tali rapporti alle *agency relationship* si ritiene, però, che di fatto non sussista l'*agency problem* dell'estrazione abusiva di benefici privati del controllo, di tal che rendendo non solo inutile, ma anche svantaggiosa, l'adozione di una apposita regolamentazione e bastando, per converso, la predisposizione di alcune norme *ad hoc* per evitare il verificarsi di abusi eclatanti¹⁰⁰. In altra prospettiva, si potrebbe forse dire che secondo l'approccio tipico tedesco il fenomeno economico sotteso alle OPC sarebbe meglio inquadrabile alla luce della teoria dei costi di transazione, invece che di quella del rapporto d'agenzia.

⁹⁷ KLENE, *Related Party Transactions*, cit., 212; BAYER-SELENTIN, *Related Party Transactions*, cit., 12; KUMPMAN, *EU Vorgaben für related party transactions*, cit., 20 ss; DRYGALA, *Europäisches Konzernrecht*, cit., 208.

⁹⁸ V. TRÖGER, *Germany's Reluctance to Regulate Related Party Transactions*, 8 ss.

⁹⁹ Per un confronto tra la regolamentazione basata sui *fiduciary duty* e quella sulla c.d. «strict liability rule», v. DAMMANN, *Related Party Transactions and Intragroup Transactions*, in Enriques-Tröger (edited by), *The Law and Finance of Related Party Transactions*, Cambridge, 2019, 235 ss.

¹⁰⁰ In questo senso sembra deporre la norma che positivizza il *duty of loyalty*; oltre a ciò, v. TRÖGER, *Germany's Reluctance to Regulate Related Party Transactions*, cit., 5 ss.

Quale sia delle due, in ogni caso la SHRD II interviene: per un verso, essa ha imposto l'adozione di procedure, prevedendo così l'obbligo di regolare la materia mediante clausole generali; per altro verso, essa espressamente ha rilevato che l'estrazione abusiva di benefici privati del controllo costituisca un *agency problem*, là dove afferma che le procedure sono finalizzate ad impedire «alla parte correlata di trarre vantaggio dalla sua posizione» e a tutelare adeguatamente «gli interessi della società e degli azionisti che non sono una parte correlata, compresi gli azionisti di minoranza» (art. 9-*quater*, co. 4, SHRD II). Ed infatti, come anticipato, dal 1° gennaio 2020 anche in Germania sono entrate in vigore le modifiche contenute nel testo di implementazione della SHRD II (ARUG II), ove la scelta della procedura da applicarsi alle operazioni non esenti è ricaduta sull'opzione inedita, rispetto a quelle rappresentate sinora, ma consentita dalla Direttiva, di richiedere l'approvazione della proposta di OPC all'*Aufsichtsrat*, vale a dire l'organo di controllo (§§ 111a-111c AktG).

Tutto ciò detto, a chi scrive pare pertanto piuttosto evidente come la scelta del legislatore unionista vada proprio nella direzione dell'inquadramento del fenomeno secondo lo schema dell'*agency* (come già operato dal nostro legislatore), che comporta, quale conseguenza, l'adozione di una certa tecnica legislativa. Ciononostante, resta qualche dubbio circa la condivisione tra legislatore italiano ed europeo della *ratio* ultima della regolamentazione sulle OPC. E infatti, se è pur vero che la SHRD II impone agli Stati membri l'adozione di una normativa sulle OPC indirizzata alle società «le cui azioni sono ammesse alla negoziazione su un mercato regolamentato situato o operante all'interno di uno stato membro» [art. 1, co.1, lett. a), SHRD II], facendo così pensare che il *focus* della disciplina OPC di stampo europeo sia senz'altro il mercato e non, più in generale, la tutela degli azionisti di minoranza¹⁰¹ – poiché, se così fosse, sarebbe stato previsto un intervento in tutte le società ove vi è la presenza di uno o più azionisti di minoranza contrapposti ad uno di controllo –, si deve però rivedere subito tale conclusione nel momento in cui si consideri che la Direttiva costituisce una regolazione minima della materia. Essa lascia pertanto liberi gli Stati membri di implementarne l'ambito di applicazione come, ad esempio, ha già fatto da tempo la Francia.

¹⁰¹ In questa prospettiva, cfr. HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*, cit., 37; TRÖGER, *Germany's Reluctance to Regulate Related Party Transactions*, cit., 21 ss.

Posto che la Direttiva concede agli Stati membri la possibilità di estendere anche alle società chiuse la disciplina OPC, quest'ultima potrebbe allora tendere a differenti obiettivi: potrebbe, infatti, mirare alla tutela dei soci (soprattutto di minoranza) in quanto tali ovvero a una salvaguardia degli interessi di essi quali «cittadini del mercato»¹⁰². In quest'ultimo caso, tale tutela potrebbe poi essere più o meno forte, a seconda di come essa venga temperata con altre esigenze, e in particolare con quella di assicurare che il meccanismo fiduciario sia efficiente anche dal lato di coloro i quali ricevono la fiducia altrui.

Le riferite possibili strade vanno tenute in considerazione al fine di ricostruire, in un'ottica *de iure condito*, il sistema adottato dal legislatore italiano ed esprimere, in una prospettiva invece *de iure condendo*, un giudizio sulla sua opportunità; temi, questi, che verranno sviluppati appena oltre (cap. 2, sez. II). Al riguardo, si può sin d'ora però evidenziare il dato positivo, cioè come, fin dal 2004, egli si sia rivolto solo alle società quotate e ad azionariato diffuso, operando così da tempo la scelta di tutelare non tanto i soci di minoranza come tali, ma in quanto “attori” del mercato, aderendo pertanto alla seconda delle soluzioni percorribili. E ciò tenendo al contempo in considerazione che con tale scelta il legislatore ha applicato la disciplina a tutte le società «aperte» e non solo alle quotate, andando pertanto oltre al limite minimo di applicazione della normativa individuato dalla SHRD II.

¹⁰² HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*, cit., 46.

Sezione II

Operazioni con parti correlate e benefici privati del controllo

1. Classificazione dei benefici privati del controllo

L'affermazione che la materia delle OPC vada letta tenendo in considerazione la tutela di entrambi i soggetti coinvolti nel rapporto fiduciario richiede ora di chiarire meglio il punto di equilibrio tra le istanze dei fiducianti e di quelle dei fiduciari. A tal fine pare allora opportuno affrontare compiutamente il tema dei benefici privati del controllo. Quale prima approssimazione, nella sezione che precede, essi sono stati definiti come tutti quei *gain* che l'azionista di controllo – ma anche l'amministratore proprietario di una certa partecipazione, oppure ancora il socio di controllo-amministratore – è in grado di estrarre dalla società a proprio esclusivo favore, vale a dire senza dividerli *pro quota* con gli altri azionisti; e ciò può avvenire anche causando un danno alla società e quindi, mediamente, a tutta la compagine sociale. Tuttavia, per quanto riguarda la propria posizione personale, tale soggetto è sempre in grado di compensare la perdita patita con il valore positivo degli stessi benefici, atteso che quest'ultimo è maggiore del primo. Ciò significa che, qualora attraverso l'esercizio di tale attività il socio di controllo crei un danno alla società, le conseguenze negative di esso verranno subite solo dagli azionisti di minoranza.

In tale quadro si comprende come l'appropriazione di benefici privati del controllo da parte del socio di maggioranza consista in un'attività non esattamente coincidente, in termini quantitativi, rispetto a quella che potrebbe porre in essere, sempre in danno alla società, l'amministratore non socio, e cioè un soggetto che in ragione della propria posizione fiduciaria rispetto alla società gestita è altrettanto in grado di estrarre dei benefici privati a proprio unico vantaggio nonostante non detenga una partecipazione nella stessa. Infatti, in quest'ultima ipotesi, a differenza di quanto accade al socio di controllo, il fiduciario-amministratore non sopporta alcuna perdita connessa all'attività espropriativa dallo stesso posta in essere che debba essere compensata con il valore positivo dei benefici privati di cui si è appropriato¹⁰³.

¹⁰³ Posta tale differenza, il concetto di benefici privati del controllo è riferibile, in termini questa volta qualitativi, a entrambi i fiduciari in grado di estrarli: sul punto, v. DICK-ZINGALES, *Private Benefits of*

Data questa diversità, è possibile comunque trovare una sintesi al concetto in esame nell'affermazione che i benefici privati del controllo siano quelli «that accrue to managers or shareholders that have control of the corporation, but not to minority shareholders»¹⁰⁴.

A prescindere quindi da chi sia il fiduciario che svolge tale attività di estrazione – che, come già s'è detto, negli ordinamenti con assetti proprietari concentrati è tipicamente il socio di controllo mentre, per quelli con assetti proprietari diffusi, gli amministratori – e dalla eterogeneità dei benefici privati del controllo (come si vedrà appena *infra*), è importante segnalare fin da subito che quest'ultimi condividono, però, una comune caratteristica, e cioè di essere faticosamente misurabili¹⁰⁵. Tuttavia, tale ineliminabile difficoltà non significa che sia del tutto impossibile individuarli, almeno indirettamente: a tal proposito, la dottrina economica (poi adottata anche da quella giuridica) ha sviluppato due diversi approcci¹⁰⁶.

Il primo si è concentrato sulla definizione del c.d. «premio di controllo», vale a dire di uno dei due addendi che il potenziale nuovo socio di controllo è chiamato a valutare al fine della determinazione del prezzo che è disposto a pagare per l'acquisto del relativo pacchetto: *i*) egli dovrà, anzitutto, stimare i profitti che prevede di realizzare, derivanti dall'aumento reale del valore della società (che, in quanto tali, spetteranno *pro quota* a tutti gli azionisti), e poi, *ii*) dovrà calcolare anche gli ulteriori vantaggi che si prospetta di riuscire ad estrarre in futuro a suo esclusivo vantaggio¹⁰⁷. A tal proposito, in alcuni studi

Control: An International Comparison, cit., 540, i quali affermano che essi sarebbero sia «the 'psychic' value some shareholders attribute simply to being in control» sia i «perquisites enjoyed by top executives».

¹⁰⁴ Così BENOS-WEISBACH, *Private Benefits and Cross-Listings in the United States*, NBER Working Paper Series n. 10224, 2004, disponibile in *nber.org*, 3; COATES, *Ownership, Takeovers and EU Law: How Contestable Should EU Corporations Be?*, ECGI Law Working Paper n. 11, 2003, disponibile in *SSRN*, 13.

¹⁰⁵ DICK-ZINGALES, *Private Benefits of Control: An International Comparison*, cit., 537; conf. NENOVA, *The Value of Corporate Votes and Control Benefits: A Cross-country Analysis*, in *Journal of Financial Economics*, 2003, 325 ss.

¹⁰⁶ Per una ricognizione in dottrina italiana delle due impostazioni, v. MICIELI, *La gestione del conflitto di interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., 48 s.; PRESCIANI, *La trasparenza degli azionisti istituzionali di società quotate*, cit., 184 nt. 295.

¹⁰⁷ BARCLAY-HOLDERNESS, *Private benefits from control of public corporations*, in *Journal of Financial Economics*, 1989, 373, secondo cui «[a] prospective purchaser evaluates two benefit streams when negotiating for a block. First, there is the expected stream of dividends and other cash flows that accrue to all shareholders in proportion to their fractional ownership. The market value of this stream is captured by the exchange price of the firm's stock [...] The pricing of block trades also reflects the stream of any private benefits the large-block shareholder can secure through his voting power, to the exclusion of other shareholders»; v. anche SAUERWALDA-HEUGENSB-TURTUREAC-ESSEN, *Are All Private Benefits of Control Ineffective? Principal-Principal Benefits, External Governance Quality, and Firm Performance*, in *Journal of Management Studies*, 2019, 725 ss.; DYCK-ZINGALES, *Private Benefits of Control*, cit., 538;

empirici si è rilevato come quest'ultimo fattore sia apprezzabile nella differenza che emerge tra il valore del pacchetto di controllo e di quello di minoranza: in particolare, si è dimostrato come un soggetto terzo sarebbe disposto ad acquisire il pacchetto di controllo per un prezzo maggiore rispetto a quello di negoziazione delle stesse azioni in un momento successivo all'annuncio del cambio di controllo, e cioè quando il valore dei titoli ha già incorporato quello dei flussi di cassa in presenza del nuovo socio di controllo¹⁰⁸.

Al di fuori delle ipotesi di trasferimento del controllo, il secondo approccio identifica il valore dei benefici privati estraibili da una certa partecipazione di controllo nella differenza positiva tra il prezzo di un'azione ordinaria e di un'azione priva del diritto di voto (in Italia, le azioni di risparmio), ove si ritiene che il costo delle prime incorpori anche quello del controllo¹⁰⁹.

In realtà, entrambe le impostazioni hanno ricevuto critiche: la prima, in quanto parte dal preconcetto che la ragione che muove l'azionista ad acquistare il pacchetto di controllo della società sia la possibilità di estrarre da questa benefici privati e non, invece, la volontà di porre in essere la propria visione imprenditoriale¹¹⁰ – sul punto, v. *ultra* § 3.2 – e perché, in concreto, è stato rilevato come la differenza di prezzo tra i due fattori possa essere giustificata anche da motivazioni alternative, quali l'asimmetria informativa esistente tra chi negozia il trasferimento del pacchetto di controllo e tutti gli altri investitori¹¹¹. Per quanto concerne, invece, il limite principale individuato in relazione alla seconda modalità di misurazione, esso consiste nel fatto che non risulta efficace a catturarli: non solo in alcuni ordinamenti non è consentita l'emissione di *dual-class shares* ma, in ogni caso, l'emittente potrebbe decidere di non avvalersene¹¹². Oltre a ciò,

in letteratura giuridica, ENRIQUES, *Mercato del controllo e tutela degli investitori. La disciplina dell'Opa obbligatoria*, Bologna, 2002, 20.

¹⁰⁸ DICK-ZINGALES, *Private Benefits of Control*, cit., 538; SAUERWALD-HEUGENS-TURTUREA-VAN ESSEN, *Are All Private Benefits of Control Ineffective?*, cit., 725 ss.

¹⁰⁹ ZINGALES, *What Determines that Value of Corporate Votes?*, in *The Quarterly Journal of Economics*, 1995, 1047 ss.; NENOVA, *The Value of Corporate Votes and Control Benefits*, cit., 325 ss.; in dottrina italiana, ENRIQUES, *Gruppi piramidali, operazioni intragruppo e tutela degli azionisti esterni: appunti per un'analisi economica*, in *Giur. comm.*, 1997, I, 698 ss.

¹¹⁰ GOSHEN-HAMDANI, *Corporate Control and the Regulation of Controlling Shareholders*, in Enriques-Tröger (edited by), *The Law and Finance of Related Party Transactions*, Cambridge, 2019, 25.

¹¹¹ LINCiano, *Azioni di risparmio e valore del controllo: gli effetti della regolamentazione*, in *Quaderni di finanza, Studi e ricerche*, n. 53, 2002, 9.

¹¹² MICHIELI, *La gestione del conflitto di interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., 48.

viene ulteriormente rilevato che entrambi i metodi sottostimerebbero i benefici privati in quanto, per un verso, trascurerebbero gli effetti della rilevanza strategica dei pacchetti negoziati per il gruppo di controllo¹¹³ e perché, per altro verso, anche al di fuori delle dinamiche di gruppo, non sono comunque in grado di quantificare benefici di natura non pecuniaria, di cui si dirà appena *infra*¹¹⁴.

Nonostante le due diverse modalità di misurazione scontino limiti non trascurabili, dagli studi empirici menzionati riconducibili a entrambe le scuole emerge, tuttavia, un *trend* costante per cui negli ordinamenti di *civil law*, con assetti proprietari concentrati, sarebbero presenti un maggior numero di benefici privati estraibili rispetto agli ordinamenti di *common law*, solitamente con assetti proprietari diffusi¹¹⁵. In particolare, per quanto riguarda l'Italia, le analisi confermano la concretizzazione del rischio di una massiccia estrazione di benefici privati del controllo, mostrando risultati tra loro uniformi: in applicazione del primo metodo di calcolo si stima che il premio di controllo ecceda del 37% il valore azionario¹¹⁶, mentre, secondo l'altro, il valore dei benefici privati del controllo estraibili oscillerebbe nell'intervallo compreso tra il 28 e il 35%, in base ai differenziali di prezzo tra diverse classi di azioni¹¹⁷.

Ciò posto in termini generali, l'indagine che si affronta in questo capitolo è quella volta al chiarimento se, nel perimetro di applicazione della disciplina OPC, l'estrazione di benefici privati del controllo da parte dei fiduciari (e, quindi, in maniera non condivisa con tutti o alcuni soci) vada quanto più vietata, come sostiene una parte della dottrina, o se, al contrario, questa vada consentita – o, addirittura, incoraggiata – almeno entro certi limiti¹¹⁸. Data, però, l'eterogeneità dei benefici privati e la conseguente eterogeneità delle modalità di estrazione degli stessi, per affrontare compiutamente tale questione risulta ora

¹¹³ EHRHARDT-NOWAK, *Private benefits of control in founding-family owned firms. An analysis of the dynamics of disproportionate ownership and control in family firm IPOs*, 2015, disponibile in SSRN, 9.

¹¹⁴ DICK-ZINGALES, *Private Benefits of Control: An International Comparison*, cit., 542; EHRHARDT-NOWAK, *Private benefits of control in founding-family owned firms*, cit., 10.

¹¹⁵ *Ex multis*, ENRIQUES-VOLPIN, *Corporate Governance Reforms in Continental Europe*, cit., 118 s.

¹¹⁶ DICK-ZINGALES, *Private Benefits of Control*, cit., 551.

¹¹⁷ NENOVA, *The Value of Corporate Votes and Control Benefits*, cit., 325 ss.

¹¹⁸ Una tale scelta deve essere operata tenendo in considerazione che anche le indagini empiriche hanno dimostrato che le OPC possono essere dannose per gli azionisti esterni: RYNGAERT-THOMAS, *Not all Related Party Transactions (RTPs) Are the Same: Ex Ante Versus Ex Post RTPs*, in *Journal of Accounting Research*, 2012, 845 ss.

necessario soffermare preventivamente l'analisi sui possibili raggruppamenti per categorie dei benefici medesimi.

Procedendo, pertanto, con finalità tassonomiche, la prima distinzione in materia operata dalla dottrina economica è quella tra benefici privati monetari (o pecuniari) e benefici privati non monetari (o non pecuniari). I primi si distinguono per la loro caratterizzazione strettamente economica: essi sono, ad esempio, tutte le possibili forme di scambio tra società e i propri fiduciari, tra cui anche i compensi eccessivi degli amministratori, i loro rimborsi spese per attività in realtà ricreative o le sinergie nella produzione che si creano con altre entità del gruppo. I secondi afferiscono, invece, a dimensioni non meramente economiche ma psicologiche, quali sono, a titolo esemplificativo, il prestigio, la fama, il potere e l'autorealizzazione associati al proprio *status* di fiduciario¹¹⁹.

A questa dicotomia una dottrina economica ha affiancato un'altra classificazione, che distingue tra benefici privati trasferibili e non trasferibili, vale a dire tra benefici privati che possono, ovvero non possono, essere trasferiti dal fiduciario che ne gode a un altro potenziale fiduciario¹²⁰. In base a questa nuova categorizzazione, i benefici privati del controllo sono pertanto raggruppabili in quattro diverse fattispecie: benefici monetari facilmente trasferibili (c.d. «self-dealing»), benefici monetari difficilmente trasferibili (c.d. «dilution») e, specularmente, benefici non monetari facilmente trasferibili (c.d. «amenities») e benefici non monetari difficilmente trasferibili (c.d. «reputation»). Il *self-dealing* si contraddistingue per generare benefici privati mediante il trasferimento di risorse sociali che risulta da un'operazione realizzata tra fiduciario (o a soggetto a questo riferibile) e società, secondo l'interesse economico del primo (e.g. retribuzione eccessiva, distrazione di risorse, trasferimento di beni a prezzi arbitrari, concessione di prestiti e

¹¹⁹ Su tale bipartizione, cfr. BARCLAY-HOLDERNESS, *Private benefits from control of public corporations*, cit., 374; HOLDERNESS, *A survey of Blockholders and Corporate Control*, in *Economic Policy Review*, 2003, disponibile in SSRN, 5; in dottrina giuridica italiana, ENRIQUES, *Gruppi piramidali, operazioni intragruppo e tutela degli azionisti esterni*, cit., 698 ss. Si segnala, però, che quest'ultimo A. qualifica le sinergie con altre attività quale beneficio privato del controllo non pecuniario: tali differenze d'impostazione paiono giustificabili in quanto, in effetti, le sinergie in parola sono in grado di determinare sia benefici privati non pecuniari, sia benefici pecuniari in grado di riflettersi direttamente sul controvalore dell'operazione (in termini di diminuzione del prezzo in virtù della riduzione di costi di transazione). Tuttavia, dato che – come si vedrà appena *infra* – risulta più problematico il tema dell'estraibilità dei benefici pecuniari, le sinergie verranno trattate come tali.

¹²⁰ EHRHARDT-NOWAK, *What Exactly are Private Benefits of Control?*, 2008, disponibile in SSRN, 1 ss.

garanzie a basso costo, ecc.). Si parla, invece, di *dilution* allorquando ci si riferisca a operazioni che non coinvolgono solamente il soggetto *insider* in un rapporto bilaterale con la società, ma tutti gli azionisti (benché queste transazioni apportino un vantaggio solo al primo). Queste, si caratterizzano per essere difficilmente replicabili e non trasferibili, in quanto sono idiosincratiche rispetto al fiduciario che le pone in essere (tipicamente, in questo caso, il socio di controllo) e idonee ad avvantaggiare i medesimi fiduciari pur senza un diretto trasferimento di *asset* sociali (e.g. *insider trading*, *creeping acquisition*, operazioni straordinarie di *freeze-out*, emissione di azioni con effetto diluitivo, ecc.)¹²¹. Sul versante dei benefici non monetari, le *amenities* sono benefici privati non direttamente collegati all'arricchimento in termini pecuniari del fiduciario, derivanti dall'esercizio del potere personale dello stesso sulla società da cui vengono estratti (o dal particolare settore in cui questa opera), ma sono in ogni caso potenzialmente trasferibili senza particolari difficoltà a un diverso soggetto (e.g. uffici prestigiosi, l'utilizzo di beni di lusso quali jet privati, la capacità di influenzare l'opinione pubblica, ecc.). Infine, per quanto concerne la categoria *reputation*, in essa convergono gli specifici benefici di un dato fiduciario legati ai valori di appartenenza e di prestigio personale e sociale, in quanto tali difficilmente trasferibili, atteso che richiedono tempo per la loro costruzione e, in molti casi, esigono altresì un'appartenenza familiare o almeno geografica (e.g. prestigio sociale, capacità di promozione di parenti, relazioni personali, ecc.)¹²².

Oltre a ciò, altri autori hanno individuato un'ulteriore categoria di benefici privati, che si colloca in una posizione mediana tra i benefici privati monetari e non monetari, caratterizzata per l'intrasferibilità, denominata «benefici privati idiosincratici»: questi sono relativi alla dimensione strettamente psicologica del fiduciario (e legata, pertanto, alla percezione del singolo) che è convinto che nel futuro, grazie alla propria visione imprenditoriale, potrà essere proprietario o gestire una realtà di successo a cui saranno ricollegati nuovi e ulteriori benefici privati. In un primo momento questi sono solamente «profits on the entrepreneur's mind», ma si tramutano in benefici monetari nel momento

¹²¹ Per la definizione di *dilution*, v. EHRHARDT-NOWAK, *What Exactly are Private Benefits of Control?*, cit., 5; v., anche, JOHNSON-LA PORTA- LOPEZ DE SILANES-SCHLEIFER, *Tunneling*, cit., 23, che li definiscono – in contrapposizione a quelli derivanti dal *self-dealing* – come i benefici derivanti da operazioni «that discriminate against minorities».

¹²² EHRHARDT-NOWAK, *What Exactly are Private Benefits of Control?*, cit., 5.

in cui essi assumono un valore di mercato, vale cioè a dire allorquando il socio di controllo dovesse acconsentire a cedere la propria partecipazione a patto che questa venga calcolata non solo in base al valore di mercato della stessa, ma anche in ragione delle potenzialità ancora inesprese di quella data realtà imprenditoriale, che egli ritiene tuttavia raggiungibili nel caso in cui ne mantenesse la guida¹²³.

Sotto altra prospettiva, la dottrina si è poi occupata di mettere in relazione le categorie di benefici privati individuate con i soggetti che sono in grado di estrarli: e così, i benefici privati pecuniari possono essere ulteriormente raggruppabili in base a quelli che, attraverso il fenomeno del *tunneling*, sono astrattamente estraibili da parte del socio di controllo e quelli di cui si possono appropriare anche gli amministratori¹²⁴. Per quanto riguarda, di contro, i benefici non pecuniari, la letteratura statunitense – dato lo strapotere degli amministratori nella *governance* delle società di quell’ordinamento – si è occupata in maniera approfondita di identificare quali siano quelli estraibili dal *board* tramite il fenomeno dei *perquisites* (in gergo, *perks*, riconducibili alla categoria delle *amenities*)¹²⁵.

1.1. Segue. Estraibilità dei benefici privati del controllo: tra divieto d’espropriazione degli azionisti di minoranza e funzione di incentivo del blockholder e del socio di controllo

Alla luce di tale quadro la dottrina – sia economica che giuridica, straniera e italiana – si è interrogata su quali tra le categorie di benefici privati individuate comportino (oltre che un indubbio vantaggio per il fiduciario il quale li estrae) un danno per i fiducianti, e cioè gli azionisti, siano essi intesi come tutti gli azionisti (nel caso di rapporto di *agency*

¹²³ PACCES, *Control Matters: Law and Economics of Private Benefits of Control*, ECGI Law Working Paper n. 131, 2009, disponibile in SSRN, 11 ss.

¹²⁴ Per il possibile diverso utilizzo del concetto del *tunneling*, più o meno ampio: cfr. JOHNSON-LA PORTA-LOPEZ DE SILANES-SCHLERIFER, *Tunelling*, cit., 22, secondo cui «[w]e use the term “*tunneling*” narrowly to refer to the transfer of resources out of a company to its controlling shareholder (who is typically also a top manager)»; ATANASOV-BLACK-CICCOTELLO, *Law and Tunelling*, cit., 5, i quali, precisano che «[h]ere we use a broader definition that includes transfers to managers who are not controllers».

¹²⁵ RAJAN-WULF, *Are Perks purely Managerial Excess?*, NBER Working Paper Series, n. 10494, 2004, disponibile in *nber.org*, 1, ove si afferma che «[b]y a perk, we refer to forms of non-monetary compensation offered to select employees. These range from the use of an executive jet or a chauffeur driven car to a giant corner office and country club memberships. Implied in the definition is that the perk is not strictly necessary for the accomplishment of the employee’s duties (scheduled commercial flights are available or the executive only works out of a small portion of the office), hence it is a form of compensation».

tra *manager* e *shareholder*) o come gli azionisti di minoranza (nel caso rilevi, invece, la relazione fiduciaria tra socio di controllo e soci di minoranza)¹²⁶.

Sul tema, una prima dottrina ritiene che i benefici privati monetari (siano essi derivanti da *self-dealing* ovvero da *dilution*) sarebbero sempre “dissipativi”, in quanto deriverebbero da espropriazioni di carattere pecuniario a danno dei fiduciari e, come tali, la loro estrazione andrebbe vietata¹²⁷. Di converso, estrarre benefici privati non monetari non comporterebbe alcun danno per gli azionisti ovvero per gli azionisti di minoranza e, pertanto, tale condotta andrebbe tollerata¹²⁸. In altre parole, seguendo questa impostazione, i benefici privati non pecuniari non ridurrebbero la ricchezza dei *principal*, sebbene l'*agent* non li condivida con loro. Alcuni degli autori riconducibili a questo orientamento hanno però precisato che l'estrazione di benefici privati produce un danno ai profitti (reali o futuri) della società – e quindi, indirettamente, ai fiduciari – non solo allorquando essi comportino il dirottamento del patrimonio e degli utili della società (ottenendo così i c.d. «diversionary private benefits of control», sovrapponibili con i benefici pecuniari, da un fenomeno c.d. «stealing»), ma anche quando vi sia una distorsione delle decisioni gestorie da parte dei fiduciari volta a massimizzare il consumo massiccio di *perquisites*, e cioè di benefici riconducibili alla tipologia *amenities*, a proprio esclusivo vantaggio (estraendo così i c.d. «distortionary private benefits of control» mediante il fenomeno c.d. «shirking»)¹²⁹.

¹²⁶ Cfr. GILSON, *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, in *Harvard Law Review*, 2006, 1663; in dottrina italiana, BIANCHI-BIANCO-GIACOMELLI-PACCES-TRENTO, *Proprietà e controllo delle imprese in Italia*, Bologna, 2005, 51, i quali rilevano che, prima di formulare una tassonomia completa, la dottrina economica si era limitata, non conoscendo le diverse categorie, ad analizzare, di fatto, i soli benefici pecuniari, concludendo così in maniera errata che qualsivoglia estrazione di benefici privati andasse vietata in quanto dannosa per la società.

¹²⁷ Sulla qualificazione dei benefici privati pecuniari come “dissipativi”: ENRIQUES, *Gruppi piramidali, operazioni intragruppo e tutela degli azionisti esterni*, cit., 698 ss.; ID., *Mercato del controllo e tutela degli investitori*, cit., 12 nt. 4; MUCCIARELLI, *Le offerte pubbliche di acquisto e di scambio*, Torino, 2014, 8.

¹²⁸ cfr. GILSON, *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, cit., 1664; EDMANS, *Blockholders and Corporate Governance*, in *Annual Review of Financial Economics*, 2014, 33; in dottrina italiana, ENRIQUES, *Gruppi piramidali, operazioni intragruppo e tutela degli azionisti esterni*, cit., 698 ss., secondo cui «si rivela opportuna un'efficace regolamentazione delle operazioni intragruppo, tale che, pur senza rendere impossibili quelle operazioni con le quali i controllanti estraggono dalla società benefici non pecuniari del controllo, sia in grado però di sanzionare quelle sotto le quali si cela un'appropriazione indebita (espressione da intendersi ovviamente in senso atecnico) a danno degli azionisti esterni».

¹²⁹ PACCES, *Control Matters*, cit., 14; ROE, *Political Determinants of Corporate Governance*, Oxford, 2003, 125.

Fatta questa precisazione, ferma restando la natura senz'altro dissipativa dei benefici privati pecuniari, la dottrina in commento ha svolto un passaggio ulteriore, ritenendo che i benefici privati al di fuori della categoria dei benefici privati monetari non solo non sarebbero espropriativi, ma che, addirittura, sarebbero “remunerativi”, vale a dire “buoni”. E ciò in quanto i benefici non pecuniari collegati al controllo – e, in modo particolare, quelli incasellati nella categoria *reputation*, quali la soddisfazione e il prestigio collegato al successo della società – e quelli idiosincratici (almeno finché sono non monetari) – relativi alla convinzione di poter accrescere, sotto la propria guida, il valore di una certa realtà imprenditoriale – sarebbero elementi incentivanti per il fiduciario a continuare a svolgere in maniera efficiente la propria attività. Di tal che, non solo l'estrazione di questi benefici dovrebbe essere permessa, ma, anzi, andrebbe incentivata¹³⁰.

A questo orientamento si contrappone quello, di formazione statunitense, che, invece, contesta che vi sia un automatismo tra benefici privati pecuniari e natura dissipativa degli stessi, atteso che la loro estrazione, a certe condizioni (per esempio, mediante lo sfruttamento di sinergie infragruppo), sarebbe potenzialmente idonea a creare «shared benefits of control», vale a dire dei profitti di cui godranno *pro quota* tutti gli azionisti¹³¹. Oltre a ciò, questa dottrina ha evidenziato che anche nei casi in cui l'estrazione di benefici privati sia espropriativa, non si dovrebbe comunque concludere necessariamente nel senso che questa andrebbe vietata, poiché essa potrebbe essere vantaggiosa da un diverso angolo di visuale: e cioè, da quello dell'efficienza del mercato del controllo, in quanto

¹³⁰ In termini generali, PACCES, *Control Matters*, cit., 5; con specifico riferimento all'estraibilità dei benefici diversi da quelli pecuniari da parte del socio di controllo, cfr. BIANCHI-BIANCO-GIACOMELLI-PACCES-TRENTO, *Proprietà e controllo delle imprese in Italia*, cit., 52; MUCCIARELLI, *Le offerte pubbliche di acquisto e di scambio*, cit., 9.

¹³¹ Cfr. HOLDERNESS, *Private benefits from control of public corporations*, cit., 5, secondo cui «[i]t must be cautioned, however, that private benefits need not reduce the wealth of minority shareholders. This is an assumption of some analyses, but it is wrong. For example, neither the nonpecuniary pride that some individuals feel in controlling a public corporation nor the synergies in production that can result if a corporation is the blockholder (a common situation) will reduce the wealth of minority shareholders. Indeed, both of these private benefits could redound to the benefit of minority shareholders; both types of private benefits of control could, in other words, produce shared benefits of control»; DICK-ZINGALES, *Private Benefits of Control*, cit., 541, secondo cui «[n]ote that the existence of private benefits of control in not necessarily inefficient. First of all, private benefits might be the most efficient way for the company to capture some of the value created. Imagine, for instance, that a corporate executive acquires valuable information about investment opportunities in other lines of business, which the company cannot or does not want to pursue. The executive could sell this information in the interest of shareholders. But the price she will be able to fetch is probably very low. Thus, it might be efficient that the executive exploits this opportunity on her own».

concedere di appropriarsi di benefici privati pecuniari importanti potrebbe ragionevolmente stimolare la scalata di nuovi e migliori azionisti di controllo¹³².

Queste ultime argomentazioni si intersecano con la ricerca svolta da un altro filone dottrinale, il quale si è occupato non tanto della natura dei benefici privati pecuniari, quanto del ruolo svolto nella *governance* della società da un particolare soggetto, vale a dire dal socio titolare di una partecipazione sociale consistente, sia esso il socio di maggioranza ovvero, più semplicemente, un *blockholder*. In particolare, ci si è chiesti se l'attività di tali due soggetti sarebbe tale da giustificare l'estrazione di questi benefici, a prescindere dal fatto che siano dissipativi o no¹³³.

Con riferimento al secondo di essi, questo orientamento afferma anzitutto che la presenza di *blockholder* sarebbe elemento di efficienza per le società atteso che essi costituiscono i soli soggetti che possono esercitare efficacemente un'attività di *monitoring* sul fiduciario. Per quanto concerne gli ordinamenti ad assetti proprietari diffusi, i *blockholder* sono infatti gli unici in grado di superare l'apatia razionale tipica degli azionisti con partecipazione minima – quest'ultima dovuta da una molteplicità di fattori, quali: *i*) il costo del monitoraggio troppo elevato rispetto alla partecipazione posseduta e al conseguente potere di *voice*; *ii*) un possibile interesse all'investimento solo in ottica speculativa; e *iii*) il costo altrettanto troppo elevato della cooperazione con altri azionisti minimi, di cui beneficerebbero, qualora attuata, peraltro anche i soci che non vi hanno partecipato – riuscendo così a esercitare una funzione di controllo sul rispetto dei *fiduciary duty* da parte degli amministratori, riducendo di conseguenza gli *agency problem* relativi al rapporto tra questi e gli *shareholder*¹³⁴. Tale impostazione è stata corroborata da alcuni studi empirici, i quali hanno dimostrato che soci detentori di un pacchetto azionario al di sopra della soglia di esiguità sono presenti non solo negli

¹³² DICK-ZINGALES, *Private Benefits of Control*, cit., 541, i quali sottolineano che «even if the extraction of private benefits generates some inefficiency, their existence might be socially beneficial, because their presence makes value-enhancing takeovers possible»; conf. GROSSMAN-HART, *Takeover Bids, the free Rider Problem, and the Theory of the Corporation*, in *Bell Journal of Economics*, 1980, 42 ss.

¹³³ Cfr. GILSON-GORDON, *Controlling Controlling Shareholder*, cit., 485; GILSON-SCHWARTZ, *Constraints on Private Benefits of Control: Ex Ante Control Mechanism versus Ex Post Transaction Review*, in *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 2013, disponibile in SSRN, 4; ENGERT, *Contracting over private benefits of control*, in *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 2012, disponibile in SSRN, 1 ss.

¹³⁴ PRESCIANI, *La trasparenza degli azionisti istituzionali di società quotate*, 67 ss.

ordinamenti aventi assetti proprietari concentrati ove è basso il livello di tutela degli azionisti di minoranza¹³⁵, ma anche in quelli a cui corrisponde un elevato livello di tutela degli azionisti esterni (per esempio, i Paesi scandinavi)¹³⁶ ed è, inoltre, un fenomeno riscontrabile anche negli ordinamenti aventi assetti proprietari polverizzati (USA), ove in effetti una porzione rilevantissima del capitale sociale delle società quotate è nelle mani degli investitori istituzionali, detentori di pacchetti significativi¹³⁷. Sicché, sarebbe errata l'affermazione, sovente sostenuta, per cui la ricorrenza di tali tipologie di soci in un dato ordinamento sarebbe giustificata dalla debolezza dello stesso a implementare misure idonee a evitare che essi estraggano benefici privati in danno degli azionisti di minoranza minimi¹³⁸.

Ciò posto, i *blockholder* svolgono forse un'attività ancora più importante negli ordinamenti ad assetti proprietari concentrati, ove l'esistenza di una partecipazione di controllo, oltre a far sì che, come s'è detto, il rapporto fiduciario rilevante si tramuti in quello tra socio di maggioranza e di minoranza, riduce la contendibilità della società e, di conseguenza, rende più difficile che si possa innescare un qualche tipo di reazione alla violazione da parte degli *agent* dei propri *fiduciary duty*¹³⁹.

A parere di tale ricostruzione dottrinale è allora in questa prospettiva che deve essere collocato e letto il tema dell'estrazione di benefici privati del controllo, che andrebbe consentito al *blockholder* al fine di coprire i costi sostenuti per l'esercizio dell'attività di

¹³⁵ LA PORTA- LOPEZ DE SILANES-SHLEIFER, *Corporate Ownership Around the World*, in *The Journal of Finance*, 1999, 471 ss.

¹³⁶ COFFEE, *Do Norms Matter?: A Cross-Country Examination of the Private Benefits of Control*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 2001, disponibile in SSRN, 11 ss.

¹³⁷ HOLDERNESS, *Do Differences in Legal Protections Explain Differences in Ownership Concentration?*, disponibile in SSRN, 2008, 2, il quale evidenzia che «[i]n spite of the wide acceptance of the relation between investors' legal protections and ownership concentration, there is some anomalous evidence. Holderness (forthcoming) documents that 96% of a representative sample of U.S. public firms have blockholders, and these blockholders own an average 39% of the common stock. He also finds that the ownership of U.S. firms is similar to and by some measures more concentrated than the ownership of firms in other countries. Given that the U.S. has among the strongest investor protection laws, this evidence seems at odds with the theory that large shareholders are a response to weak legal protections». Sul ruolo degli investitori istituzionali nel mercato USA e sui relativi *agency problem* coinvolti in ragione della "ri-concentrazione" degli assetti proprietari, GILSON-GORDON, *The Agency Costs of Agency Capitalism*, cit., *passim* e spec. 874.

¹³⁸ A sostegno della tesi qui avversata, v. LA PORTA- LOPEZ DE SILANES-SHLEIFER, *Corporate Ownership Around the World*, cit., *passim*; *contra*, COFFEE, *Do Norms Matter?*, cit., *passim*., a cui adde la citazione di Holderness alla nt. precedente.

¹³⁹ In dottrina italiana, PRESCIANI, *La trasparenza degli azionisti istituzionali di società quotate*, cit., 70 ss.; v. anche BIANCHI-BIANCO-GIACOMELLI-PACCES-TRENTO, *Proprietà e controllo delle imprese in Italia*, cit., 57.

monitoring svolta sul fiduciario. Una tale estrazione, ancorché in certi casi possa essere espropriativa, se consentita entro i limiti dell'attività svolta dal *blockholder* (anche in coordinamento con altri) è comunque la miglior scelta per i soci estranei al controllo, atteso che i benefici derivanti dalla riduzione degli *agency cost* grazie al suo operato risultano comunque maggiori rispetto ai costi dei benefici privati del controllo estratti dallo stesso¹⁴⁰.

Proseguendo nel ragionamento, altrettanto auspicabile sarebbe permettere anche al socio di maggioranza di far propri i benefici privati, anche dissipativi: a ben guardare, essi costituirebbero una sorta di “tassa” che gli azionisti di minoranza devono corrispondere al controllante non solo al fine di rimborsargli i costi sostenuti (non condivisi con gli altri soci), tra cui si annovera quello per l'esercizio dell'attività di controllo svolta, ma anche per remunerarlo per i benefici che tutti gli azionisti ottengono grazie alla sua attività. Più in particolare, l'acquisto da parte del socio di controllo del relativo pacchetto ha infatti verosimilmente comportato una rinuncia da parte dello stesso alla diversificazione del proprio portafoglio, e cioè alla scelta d'investimento generalmente preferibile; inoltre, essi sono soggetti che in ogni caso esercitano un controllo fortissimo sugli amministratori, attività che viene svolta a vantaggio di tutta la compagine sociale. Quest'ultima, allora, viene posta in essere al “prezzo” dei benefici privati del controllo, il cui ammontare è superiore rispetto ai meri costi sostenuti dal socio di controllo, ma comunque inferiore ai c.d. «managerial agency cost» che la società si troverebbe a fronteggiare in sua assenza¹⁴¹. Va da sé che la generale difficoltà di misurare i benefici privati del controllo si riflette anche sulla dimostrabilità di questa impostazione:

¹⁴⁰ Cfr. BLACK, *Shareholder Passivity Reexamined*, in *Michigan Law Review*, 1990, 524 e 579; EDMANS, *Blockholders and Corporate Governance*, cit., 23 ss.; SCHLEIFER-VISHNY, *Large Shareholder and Corporate Control*, in *Journal of Political Economy*, 1986, 461 ss.; GROSSMAN-HART, *One share-one vote and the market for corporate control*, in *Journal of Financial Economics*, 1988, 175 ss.; HART, *Firms, contracts and financial structure*, Oxford, 1995, 186; ADMATI-PFLEIDERER-ZECHNER, *Large Shareholder Activism, Risk Sharing, and Financial Market Equilibrium*, in *Journal of Political Economy*, 1994, 1103 ss.

¹⁴¹ Cfr. GILSON-SCHWARTZ, *Constraints on Private Benefits of Control*, cit., 4, secondo cui «PBC have virtues as well as vices. They compensate controlling shareholders for the monitoring they provide and the diversification they yield to maintain control»; GILSON-GORDON, *Controlling Controlling Shareholder*, cit., 485 s., i quali sottolineano che «[t]he presence of a controlling shareholder reduces the managerial agency problem but at the cost of private benefits agency problem. Non-controlling shareholders will prefer the presence of a controlling shareholder so long as the benefits from reduction in managerial agency costs are greater than the costs of private benefits of control»; in dottrina italiana, PRESCIANI, *La trasparenza degli azionisti istituzionali di società quotate*, cit., 188.

ciononostante, non è mancato chi ha sostenuto che una regolamentazione non troppo rigida del *tunneling* sia un forte indice di una implicita legittimazione all'estrazione dei benefici privati, anche pecuniari¹⁴².

Fornito così il quadro d'insieme, se si cala la ricostruzione sui benefici privati fin qui svolta nella disciplina OPC, come si è già accennato, emerge come questa regoli alcune (ma non tutte) delle situazioni ove vi è il rischio che si realizzi un'espropriazione a danno degli azionisti, vale cioè a dire le transazioni tra fiduciari e società ove è possibile che si verifichi un'estrazione da parte dei primi di una particolare categoria di benefici pecuniari potenzialmente dissipativi, e cioè quelli derivanti dal *self-dealing*. E infatti, benché si sia visto che vi sarebbero anche altre categorie di benefici privati potenzialmente espropriativi (in modo particolare, *dilution* e *amenities*), la disciplina OPC si occupa esclusivamente delle ipotesi di rapporti bilaterali tra società e parte correlata che possano comportare un danno immediato al patrimonio sociale¹⁴³.

Individuata così la categoria di benefici privati che qui interessa, tuttavia, il dibattito tra le due posizioni riportate non aiuta a chiarire se, compatibilmente con l'una, la disciplina in materia di OPC nel nostro ordinamento serva precipuamente a vietare l'estrazione di benefici privati pecuniari (derivanti da operazioni di *self-dealing*) almeno qualora questi siano effettivamente espropriativi o se, in conciliazione con l'altra, la normativa sia volta a consentire una estrazione "controllata" di tali benefici, ancorché a volte possa pure essere dannosa per la società, almeno da parte di uno specifico fiduciario, e cioè il socio di controllo. Per meglio impostare l'indagine volta a chiarire tale questione pare però prima opportuno svolgere un approfondimento, in termini più generali, sulle modalità con cui, secondo la dottrina economica, i fiduciari possono estrarre in maniera espropriativa i benefici privati pecuniari della categoria *self-dealing*, al fine di comprendere se tutte o solo alcune di queste ricadano nella normativa OPC.

1.2. Segue. Modalità di estrazione dei benefici privati del controllo

Secondo le distinzioni operate dalla dottrina economica, i fiduciari possono realizzare *tunneling* – inteso ora in termini generali, vale a dire come quel procedimento con cui

¹⁴² ENRIQUES, *Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges*, cit., 9.

¹⁴³ Sulla discrepanza tra azioni espropriative dei fiduciari a danno degli azionisti di minoranza e disciplina OPC, v. ENRIQUES-TRÖGER, *The Law and (Some) Finance of Related Party Transactions*, cit., 3 ss.; conf. CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 26.

essi possono estrarre benefici privati del controllo a loro esclusivo vantaggio¹⁴⁴ – mediante tre diverse modalità, denominate «cash flow tunneling», «asset tunneling» ed «equity tunneling»¹⁴⁵. Per *cash flow tunneling* s'intende un metodo di espropriazione in grado di rimuovere parte del flusso monetario annuale della società, senza però intaccarne i beni produttivi (e cioè, gli *asset*) e che, in quanto tale, tipicamente non pregiudica il valore delle partecipazioni degli azionisti. I due esempi più significativi di questa tipologia sono, per un verso, i compensi abnormi agli amministratori e, per altro verso, il *transfer pricing*, che si realizza quando la società vende beni o servizi (i c.d. «output») al soggetto parte correlata a un prezzo inferiore di quello di mercato, ovvero compra da questo beni o servizi (i c.d. «input») a un prezzo più elevato di esso: va da sé che quest'ultima tipologia è un'operazione che trova maggior ricorrenza nelle dinamiche di gruppo¹⁴⁶.

Con *asset tunneling* ci si riferisce invece sia a quelle transazioni in cui la società vende all'*insider* dei beni produttivi (tangibili o intangibili) per un prezzo inferiore a quello di mercato (c.d. «tunneling out»), sia quelle in cui è, invece, la prima a comprare dal secondo dei beni produttivi a un prezzo superiore a quello di mercato (c.d. «tunneling in»)¹⁴⁷. Per quanto riguarda le operazioni aventi ad oggetto beni tangibili (e.g. vendita di macchinari),

¹⁴⁴ Per la distinzione tra coloro che utilizzano il termine *tunneling* con riferimento alla modalità di estrazione di benefici privati da parte del solo socio di controllo e coloro i quali invece lo usano anche con riferimento a quelli estraibili dai *director*, v. *supra*, nt. 124, cui *adde* coloro i quali, in maniera più specifica, lo utilizzano con riferimento all'estrazione da parte del socio di controllo in un contesto di gruppo: *ex multis*, v. HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*, cit., 3. Si badi poi che – come già rilevato con riferimento al fenomeno (giuridico) delle OPC – in alcuni casi il fenomeno (economico) del *tunneling* non realizza l'espropriazione dei soci di minoranza, ma al contrario, li giova: la dottrina economica in questo caso parla di *propping*; sul punto, v. FRIEDMAN-JOHNSON-MITTON, *Propping and Tunneling*, in *Journal of Comparative Economics*, 2003, 372 ss.

¹⁴⁵ Sul tale tripartizione, ATANASOV-BLACK-CICCOTELLO, *Law and Tunneling*, cit., 3 ss.; ID., *Unbundling and Measuring Tunneling*, cit., 1700; con una diversa nomenclatura, v. anche JOHNSON-LA PORTA-LOPEZ DE SILANES-SCHLEIFER, *Tunneling*, cit., 22 s., secondo i quali «[t]unneling comes into two forms. First, a controlling shareholder can simply transfer resources from the firm for his own benefit through self-dealing transaction. Such transactions include outright theft of fraud, which is illegal everywhere [...], but also asset sales and contracts such as transfer pricing advantageous to the controlling shareholder, excessive executive compensation, loan guarantees, expropriation of corporate opportunities, and so on. Second, the controlling shareholder can increase his share of the firm without transferring any assets through dilutive share issues, minority freeze-out, insider trading, creeping acquisitions».

¹⁴⁶ ATANASOV-BLACK-CICCOTELLO, *Law and Tunneling*, cit., 5, i quali rilevano che «[o]ften, cash flow tunneling transactions are not directly with insiders, but instead with firms that the insiders control (or simply have a larger percentage economic ownership in the subject firm)».

¹⁴⁷ Si badi che dalla categoria di *tunneling in* (dannose) vanno distinte le operazioni di *propping* (vantaggiose), quali sono, a titolo esemplificativo, l'investimento da parte della capogruppo in una controllata in crisi.

esse risulteranno dal bilancio sociale; altrettanto non si verifica, però, per quelle aventi ad oggetto beni intangibili (e.g. proprietà intellettuale), ove risulta perciò più alto il rischio d'espropriazione.

Nonostante in alcuni casi possa essere complicato distinguere un caso di *cash flow tunneling* dal *tunneling out*, le due categorie si differenziano sotto almeno un triplice aspetto: *i*) se la prima realizza un'espropriazione in termini di *cash flow* con riferimento esclusivamente a quel dato anno in cui viene conclusa l'operazione, la vendita sottocosto di un *asset* sociale è in grado di dirottare tutti i futuri *cash flow* collegati a quel bene; *ii*) nelle sole operazioni di *tunneling out* la vendita di un dato *asset* può comportare la riduzione del valore degli altri *asset* sociali, qualora tra essi vi fosse una sinergia (e.g., si pensi alla vendita di un bene inserito in un complesso aziendale); e *iii*) le due tipologie di *tunneling* coinvolgono diversi aspetti finanziari che si manifestano, infatti, in differenti documenti contabili: l'*asset tunneling* risulta dallo stato patrimoniale, mentre il *cash flow tunneling* dal conto economico e dal rendiconto finanziario¹⁴⁸.

Infine, per quanto concerne l'ultima tipologia, si ha *equity tunneling* allorché avvenga un incremento della partecipazione del socio di controllo a spese dei soci di minoranza, ma ciò senza intaccare i beni produttivi o il flusso di cassa della società; si tratta, per verità, di una categoria eterogenea, in cui rientrano operazioni quali l'emissione di azioni a esclusivo favore degli *insider* a un prezzo inferiore di quello di mercato, le operazioni di *freeze-out*, l'*insider trading*, la vendita del pacchetto di controllo senza la necessità di procedere al lancio di un'opa.

La tripartizione appena descritta, senz'altro efficace in termini teorici, non deve essere però intesa in senso troppo rigido in quanto, nel concreto – come in parte già rilevato con riferimento alla distinzione tra operazioni di *cash flow tunneling* e di *tunneling out* – una certa operazione potrebbe ricadere in più categorie¹⁴⁹.

¹⁴⁸ ATANASOV-BLACK-CICCOTELLO, *Law and Tunneling*, cit., 8.

¹⁴⁹ *Ivi*, 7, ove gli AA. Individuano un esempio particolarmente calzante nei prestiti della società in favore degli *insider*, in merito al quale si rileva come essi «involve cash flow tunneling if, as is often the case, the loan is at below-market interest rate. Loans that are large enough to significantly affect the firm's cash resources, where the firm may have difficulty finding other sources of cash in bad economic times, reflect, in part, asset tunneling. If loans to insiders will not be repaid in bad economic times, as is often the case, they have aspects of equity tunneling: the insider receives a valuable embedded put option, or, equivalently, a larger share of firm value in bad times». Ciò detto, in termini metaforici, «[i]f one describes a firm as a grove of apple trees, which grow better together than apart, there tunneling techniques can be described as follow: cash flow tunneling can be seen as stealing some of this year's crop of apples; asset tunneling

Posto ciò, in base a questa classificazione, la disciplina OPC – la quale, s'è detto, si occupa dell'estrazione di benefici privati pecuniari appartenenti alla sottocategoria del *self-dealing* – trova applicazione a tutte le operazioni di *cash flow* e *asset tunneling*, le quali sono accomunate dalla caratteristica, necessaria per l'applicazione della normativa, che la parte correlata sia la diretta controparte nell'operazione della società, quotata o ad azionariato diffuso. Per quanto concerne le operazioni di *equity tunneling*, di contro, esse non rientrano solitamente nella disciplina OPC¹⁵⁰, ma tendenzialmente riguardano ipotesi di estrazione di benefici privati pecuniari che rientrano nella sottocategoria *dilution*, in quanto in esse l'operazione non si realizza mediante una relazione diretta tra società e parte correlata¹⁵¹; e ciò, con alcune eccezioni, quali, ad esempio, le operazioni di *cash-out* per quanto riguarda la fusione tra società controllante e società controllata.

2. I benefici privati del controllo nella disciplina OPC tra tentativo di riduzione del fenomeno ai minimi termini ovvero una estrazione "controllata"

Lo scopo dell'intervento del legislatore unionista sulle OPC viene dichiarato al considerando n. 42 della SHRD II, là dove si afferma che esse «possono causare pregiudizio alle società e ai loro azionisti, in quanto possono offrire alla parte correlata la possibilità di appropriarsi di un valore appartenente alla società. È pertanto importante prevedere adeguate misure di salvaguardia per la tutela degli interessi delle società e degli azionisti. Per questo motivo gli Stati membri dovrebbero garantire che le operazioni rilevanti con parti correlate siano sottoposte all'approvazione degli azionisti o dell'organo di amministrazione o di vigilanza conformemente alle procedure che impediscono alla parte correlata di trarre vantaggio dalla sua posizione e che tutelano adeguatamente gli interessi della società e degli azionisti che non sono una parte correlata, compresi gli azionisti di minoranza». Se, pertanto, emerge con chiarezza come la necessità che gli Stati membri adottino delle procedure sia giustificata dalla volontà di evitare un'estrazione massiccia di benefici privati del controllo in danno della società, dei soci e, in particolare,

out of the firm involve stealing some of the trees which could potentially make the remaining trees less valuable; and equity tunneling would involve stealing claims to ownership of the groove» (p. 6).

¹⁵⁰ PACCES, *Procedural and Substantive Review of Related Party Transactions (RPTs)*, cit., 5.

¹⁵¹ Per un ricco studio sullo *standard of review* applicabile in un caso di un'emissione con effetto dilutivo (ipotesi pertanto al di fuori delle OPC), v. GOSHEN-HAMDANI, *Corporate Control, Dual Class, and the Limits of Judicial Review*, cit., 941 ss.

di quelli di minoranza, non è tuttavia altrettanto evidente se le procedure debbano evitare qualsivoglia estrazione dissipativa di benefici privati pecuniari (prima ipotesi) o se, fermo restando il divieto di espropriazione “selvaggia”, almeno al fiduciario-socio di controllo possa esser concessa, entro certi limiti, da definire, l'estrazione di benefici privati da *self-dealing*, ancorché dissipativi (seconda ipotesi). L'intervento normativo richiamato, riprodotto poi testualmente all'art. 9-*quater*, co. 4, SHRD II, si presta, infatti, a una doppia lettura: o l'oggetto di tutela a livello comunitario è, innanzitutto, quello impedire «alla parte correlata di trarre vantaggio dalla sua posizione» e ciò richiede una tutela adeguata e omnicomprendente «degli interessi della società e degli azionisti che non sono una parte correlata, compresi gli azionisti di minoranza» (interpretazione compatibile con la prima ipotesi), oppure, si può dare risalto all'ordine utilizzato da quel legislatore nell'individuare gli interessi meritevoli di tutela, e cioè, *in primis*, a quelli della società i quali prevarrebbero, pertanto, su quelli degli azionisti di minoranza (lasciando così aperto un margine all'estrazione dei benefici privati di cui alla seconda ipotesi).

Come si è rilevato, il dibattito economico e giuridico sul punto risulta spaccato; di conseguenza, si dovrà procedere analizzando le disposizioni del Reg. OPC di maggior rilievo in questo senso, al fine di comprendere quale tra le due ipotesi enucleate sia la più coerente con l'impianto normativo vigente. Posto in questi termini, il tema risulta (almeno a quanto consta) inesplorato: certamente, la dottrina si è occupata a fondo, anche in prospettiva *de iure condendo*, di analizzare attraverso un'analisi economica del diritto quale tecnica legislativa sia la più adatta a evitare il rischio di un'espropriazione sconsiderata in danno della società in base alle caratteristiche del mercato in un dato ordinamento¹⁵², senza tuttavia porsi il quesito se, in una prospettiva *de iure condito*, esista o meno un margine in cui il socio di controllo possa operare, anche in pregiudizio dell'interesse immediato della società.

A tal riguardo, si procederà analizzando la struttura generale delle procedure individuate da Consob in un'ottica comparata, al fine di verificare se i diversi presidi procedurali tra cui gli Stati membri possono scegliere in applicazione della normativa europea influiscano in qualche modo sul tema in esame (§ 2.1.); successivamente, si indagherà se sulla questione possa incidere la modalità in cui dialogano la disciplina OPC

¹⁵² Per uno studio particolarmente approfondito, *ex multis*, v. CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 377 ss.

e quella dei gruppi, in caso di operazioni tra società facenti parte del medesimo gruppo e a cui si applica anche la disciplina in esame (§ 2.2.).

2.1. *Comitato parti correlate, majority of the minority rule e sindacato ex post garantiscono un diverso grado di tutela al fiduciante?*

In tema di impostazione delle procedure, come s'è visto, la SHRD II riconosce agli Stati membri ampi margini di libertà, consentendogli di optare per il coinvolgimento dell'assemblea, dell'organo di amministrazione, ovvero di quello di controllo; ciò posto, ci si chiede, allora, se la scelta di una certa soluzione da parte del legislatore nazionale in luogo di un'altra possa incidere sulla questione della legittimità dell'estrazione dei benefici privati pecuniari da parte del socio controllante.

Per meglio affrontare il tema è opportuno, anzitutto, fare un passo indietro per rivolgere l'attenzione alle dinamiche economiche sottese a qualsivoglia operazione in conflitto di interessi tra società e socio di controllo e, in particolare, a quella dottrina statunitense secondo cui, atteso che in tali transazioni sussiste al contempo l'esigenza di assicurare la tutela degli azionisti di minoranza e quella di non precludere la conclusione di quelle *lato sensu* favorevoli per la società (e, quindi, l'efficienza dell'azione gestoria), l'utilizzo di differenti strumenti giuridici determina il raggiungimento di diversi punti di equilibrio tra le due istanze¹⁵³. In particolare, tale dottrina rileva che ogni operazione conclusa in conflitto di interessi ma a condizioni di mercato (e cioè, *at arm's length*) potrebbe infatti essere sbilanciata o verso una più penetrante tutela dei *principal* ovvero verso gli *agent*. E ciò, in quanto i diversi metodi normativi adottabili determinano una diversa allocazione di quello che in termini economici è il c.d. «surplus» della transazione – vale a dire dell'attribuzione tra i contraenti del valore positivo risultante dal delta tra il prezzo fissato da ognuno di loro (*i.e.* prezzo minimo di vendita, da parte del cedente, e prezzo massimo d'acquisto, del compratore) in relazione all'effettivo prezzo pattuito – che le parti possono ottenere in applicazione di uno di essi piuttosto che di un altro¹⁵⁴.

¹⁵³ Sul punto, GOSHEN, *The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality*, in *California Law Review*, 2003, 396 ss.; in dottrina italiana tale impostazione viene ripresa da CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 226 ss.

¹⁵⁴ Al fine di comprendere in cosa consista il *surplus* in parola (e la sua diversa possibile allocazione), si consideri la riformulazione dell'esempio di Goshen operata da CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 230 s.: «la società valuta un proprio *asset* 100, mentre per la controparte correlata tale *asset* ha un valore di 200 Euro. Poiché in termini economici lo *spread* di 100 fra i due importi costituisce un *surplus*, qualsiasi cessione del bene ad un prezzo ricompreso fra 100 e 200 si considera una transazione

Più precisamente, qualora un certo ordinamento abbia adottato una c.d. «property rule» – vale a dire una regola proprietaria, avente natura preventiva, che preveda una tutela reale o inibitoria – di cui la *majority of the minority rule* (di seguito, anche «MOM»)¹⁵⁵ è l'espressione più nota, un'ipotetica bilancia tenderà verso la protezione dei *principal*, e quindi dei soci di minoranza, con attribuzione a quest'ultimi della maggioranza del *surplus*¹⁵⁶.

A prescindere dall'allocazione di quest'ultimo nel caso di operazioni concluse a condizioni di mercato, ai fini dell'indagine che qui interessa si può affermare che il meccanismo *ex ante* del MOM risulta essere uno strumento in grado di impedire del tutto al fiduciario di avvantaggiarsi imponendo ai *principal* le conseguenze pregiudizievoli delle proprie azioni interessate, ma sconta il difetto di mettere a rischio il realizzarsi di alcune operazioni efficienti, nonostante la presenza del conflitto. In termini diversi, se è vero che il MOM assicura che non possa realizzarsi l'estrazione di alcun tipo di beneficio privato espropriativo in danno degli azionisti di minoranza, in quanto presumibilmente quest'ultimi esprimeranno il loro veto sull'operazione, è altrettanto vero che c'è il rischio che alcune operazioni vengano bloccate, per quanto vantaggiose già nell'immediato, (quindi anche per gli stessi soci non correlati), mediante un utilizzo strategico del diritto di voto, con l'unico obiettivo di non voler favorire troppo il socio di controllo parte correlata¹⁵⁷.

efficiente. Nel paradigma di un'ipotetica libera contrattazione fra venditore e acquirente il bene non verrebbe ceduto a un prezzo inferiore a 100 o superiore a 200: se il prezzo di vendita fosse 101, il *surplus* della transazione verrebbe suddiviso fra le parti in ragione di 1 per il venditore e 99 per l'acquirente; ove il bene fosse invece ceduto a 199, la suddivisione del *surplus* sarebbe esattamente invertita».

¹⁵⁵ GOSHEN, *The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality*, cit., 398, ove l'A. afferma che «[a] property rule prevents any contemplated transaction tainted with self-dealing from proceeding without the minority owners' consent. That is, a transaction can only be performed with the consent of the disinterested group at a price that is a function of the group's subjective evaluation of its worth. This category includes systems that either deny interested parties a vote in the matter or require the approval of the disinterested majority of the minority».

¹⁵⁶ CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 231, il quale prosegue nell'esempio di cui alla nt. 154, segnalando che, nel caso di adozione del MOM, «poiché è necessario il consenso dei soci disinteressati di minoranza per la cessione dell'*asset*, il prezzo di vendita che dovrà essere negoziato per "comprare" tale consenso tenderà ad approssimarsi a 200».

¹⁵⁷ Sempre nell'esempio, di cui alla nt. 154, in cui la società venditrice ha attribuito all'*asset* valore 100, mentre il socio di controllo 200, sebbene ogni operazione il cui prezzo sia compreso tra 100 e 200 sarebbe efficiente, attraverso il meccanismo del MOM i soci non correlati potrebbero votare contro l'operazione il cui prezzo sia fissato a 101 per la sola ragione che la maggior parte del *surplus* verrebbe attribuita al socio di controllo.

In alternativa alla *property rule* un dato ordinamento potrebbe optare per una c.d. «liability rule» – cioè per un meccanismo non *ex ante*, ma *ex post*, il quale preveda una forma di tutela risarcitoria – che consenta al fiduciario in conflitto di votare sull'operazione (e, quindi, riconoscendogli il potere di imporre la stessa ai fiducianti), ma che preveda altresì la possibilità di un intervento successivo del giudice volto ad assicurare che i termini economici dell'operazione siano corretti¹⁵⁸. L'esempio più celebre di tale impostazione è il tradizionale *entire fairness standard* del Delaware, ove è concessa la conclusione di operazioni in conflitto di interessi senza la previsione di alcuna particolare salvaguardia procedurale, ma è parimenti riconosciuto, al socio di minoranza che valuti *unfair* l'operazione, il diritto di chiedere all'autorità giudiziaria di valutarla nel merito.

Come si è già avuto modo di rilevare, nonostante si riscontrino difficoltà nel definire in positivo quale sia il contenuto di una “transazione *corretta*” si deve, però, di certo escludere che ciò sia sinonimo di “transazione *migliore possibile*”¹⁵⁹. Ciò comporta che, nel caso di un affare comunque concluso a condizioni di mercato, l'ipotetica bilancia propende verso l'*agent*-socio di controllo, con attribuzione a questo della “fetta” più grande del *surplus*, atteso che a quelli di minoranza non sono riconosciuti strumenti preventivi atti a impedire il realizzarsi delle operazioni che non li soddisfino appieno (per quanto favorevoli) e, al contrario, i fiduciari saranno in grado di “calcare la mano” sulla conclusione degli affari desiderati¹⁶⁰. Ma non solo: una tale forzatura potrà esser posta in essere dall'*agent* anche al di là delle ipotesi di operazioni concluse *at arm's length*, fermo restando che l'affare rimane però esposto a una revisione giudiziale nel merito. Lungi dal voler affrontare in questa sede la questione teorica di quale tra le due impostazioni appena

¹⁵⁸ GOSHEN, *The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality*, cit., 398, secondo cui «[a] liability rule allows transaction tainted with self-dealing to be imposed on an unwilling minority but ensures that the minority is adequately compensated in objective market-value terms. This category includes systems that allow a controlling owner with a conflict of interest to vote but require that the transaction be 'fair'».

¹⁵⁹ Ciò già emerge dalla ricostruzione della correttezza sostanziale *ex art. 2391-bis c.c.* (v. *supra* cap. 1, §2.1), nonché del contenuto della valutazione di correttezza-convenienza delle condizioni dell'operazione tratteggiate dalla dottrina (v. *supra* cap. 1, §2.2), nonostante con riguardo a quest'ultimo aspetto le soluzioni siano tutt'altro che condivise.

¹⁶⁰ CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 231, il quale afferma, sempre con riferimento all'esempio di cui alla nt. 154, che in questo caso «poiché il socio di controllo può disporre dell'*asset* [...] senza dover ottenere l'approvazione dei soci di minoranza, il prezzo di cessione tenderà ad approssimarsi a 100, con un *surplus* minore per i soci di minoranza».

richiamate sia preferibile in termini generali e assoluti – in quanto trattasi di tema troppo complesso, che dipende da un numero rilevante di variabili e che comunque non sembra necessario per il proseguimento del discorso¹⁶¹ –, per quanto qui interessa si deve rilevare che il limite minimo, in termini di prezzo, dato dal principio di correttezza non corrisponde al prezzo minimo di mercato, posto che, allo stato del dibattito dottrinale, questo richiede, più semplicemente, l’assenza di pregiudizio ingiustificato¹⁶²; pertanto, un certo prezzo potrebbe essere *fair* anche qualora sia al di sotto di questo. In questo schema è evidente che l’adozione della *liability rule* comporta, quali conseguenze, per un verso, che la società riuscirà ad intercettare un numero elevato di operazioni efficienti ma, per altro verso, in esso è maggiore il rischio di realizzazione di estrazioni di benefici privati in danno degli azionisti di minoranza.

Nello specifico ambito della regolamentazione OPC la gamma di strumenti tra cui il legislatore può scegliere è più sfaccettata rispetto alla sola contrapposizione tra regola proprietaria e responsabilità: oltre al ricorso alla sola *liability rule* (i cui esempi più “puri” sono il già citato *entire fairness standard* in Delaware ma anche l’approccio dell’ordinamento tedesco, almeno fino al 2020) o al MOM (tipico del Regno Unito nel settore *premium*), un’ulteriore opzione seguita in altri ordinamenti – come quello italiano – è stata quella di adottare un presidio *ex ante* differente da quest’ultimo, vale cioè a dire il coinvolgimento nelle procedure degli amministratori indipendenti (*e.g.* il comitato parti correlate)¹⁶³. Nulla vieta, poi, che i due meccanismi procedurali preventivi possano essere tra di loro combinati, come avviene in Delaware nelle *going private transaction*, anche se, per semplificare l’analisi, al fine della presente indagine sembra possibile tralasciare tale opzione. È, allora, in considerazione della scelta del nostro legislatore che occorre

¹⁶¹ Secondo la dottrina, sulla scelta tra le due categorie influirebbero le seguenti variabili: *i*) l’ammontare dei costi di transazione (sia in termini materiali e organizzativi che di asimmetria informativa); *ii*) la quantità attesa di OPC; *iii*) la qualità attesa degli esiti delle OPC (e cioè, se trattasi di operazioni espropriative o no); *iv*) i costi di aggiudicazione (vale a dire il grado d’evoluzione del sistema giudiziario); e *v*) l’esistenza o meno di alcuni meccanismi di mercato (*e.g.* il grado di sviluppo del mercato del controllo, il grado di efficienza del mercato di capitali, la presenza di investitori professionali, la rilevanza delle sanzioni reputazionali). Sul punto, cfr. GOSHEN, *The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing*, cit., 419 ss.; CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 231 ss.; ENRIQUES, *The Law on Company Directors’ Self-Dealing*, cit., 300.

¹⁶² VENTORUZZO, *Art. 2391-bis c.c.*, cit., 532.

¹⁶³ Tale ricostruzione è proposta da ENRIQUES, *Related Party Transactions*, cit., *passim*, spec. 14 ss.; v. anche HERTIG-KANDA, *Le operazioni con parti correlate*, cit., *passim*; per una diversa categorizzazione, v. CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 377 ss., il quale opera una riconduzione del Reg. OPC secondo la classica contrapposizione tra *property rule* e *liability rule*.

chiedersi da che parte propenderà la bilancia immaginaria: in altre parole, il tema attiene a chiarire se il coinvolgimento del comitato parti correlate comporta una tutela forte dei soci di minoranza, al pari dell'altra salvaguardia procedurale costituita dal MOM o se, al contrario, il punto di equilibrio risulti essere differente rispetto a quello raggiunto da quest'ultimo.

Sul punto, si deve concludere per quest'ultima ipotesi. Nel Reg. OPC la redazione del parere è, infatti, affidata a un comitato chiamato a esprimere un giudizio sull'interesse sociale, sulla correttezza sostanziale e sulla convenienza delle condizioni dell'operazione e, per quanto vi sia un dibattito sull'esatto contenuto dei singoli elementi della valutazione¹⁶⁴, si deve notare che, come rilevato poc'anzi, esso non è senz'altro chiamato a giudicare che l'operazione proposta sia la migliore possibile, e ciò tanto più in questo caso, dato che trattasi di amministratori indipendenti. Ciò implica una duplice conseguenza consistente, per un verso, nell'attribuzione di una fetta consistente di *surplus* al socio di controllo correlato nel caso di OPC *at arm's length* e, per altro verso, nella compatibilità della disciplina con un tacito riconoscimento di uno spazio per l'attività di espropriazione, atteso che, ancora una volta, una transazione potrebbe dirsi corretta ancorché possa causare un danno nell'immediato qualora sussista un'apposita giustificazione. In effetti, se il fine ultimo del legislatore fosse stato la massima tutela dei soci di minoranza prevedendo, però, al contempo, un sistema che superasse le criticità del MOM (su tutte, gli elevati costi di quest'ultimo meccanismo e le asimmetrie informative che possono compromettere un voto razionale da parte del socio non correlato), una valida alternativa percorribile, senza peraltro sovvertire il modello di amministrazione e controllo tradizionale, sarebbe stata la previsione di un necessario coinvolgimento degli amministratori di minoranza (almeno ove presenti)¹⁶⁵.

¹⁶⁴ Per una presa di posizione sulla valutazione di correttezza e di convenienza delle condizioni dell'operazione, v. *ultra*, cap. 3, §4.

¹⁶⁵ Al contrario, il coinvolgimento diretto del collegio sindacale nella redazione del parere avrebbe determinato un problema di compatibilità di tale competenza con il sistema, atteso che esso distingue il ruolo dell'organo di controllo, tenuto a vigilare, da quello attribuito all'organo amministrativo [ma v. IRRERA, *Le procedure e il comitato di amministratori indipendenti nel Regolamento Consob sulle operazioni con parti correlate*, cit., 31, secondo cui la compresenza di numerosi soggetti già deputati a funzioni di controllo interno (e.g. comitato per il controllo interno, o.d.v., *internal audit*, funzioni di *compliance* e di *risk management*, ecc.) avrebbe reso «più semplice e razionale [...] attribuire *tout court* al collegio sindacale le competenze in materia di parti correlate cui, invece, oggi la Consob ha incaricato gli indipendenti»]. Oltre a ciò, in dottrina non è poi mancato chi ha criticato il legislatore sulla base della convinzione che la disciplina OPC dovrebbe essere tesa, *in primis*, alla tutela dei soci non controllanti: così, POMELLI, *La disciplina Consob delle operazioni con parti correlate*, cit., 1347, secondo cui «sarebbe stato

Se, pertanto, nel comitato parti correlate l'ago della bilancia sembra propendere verso il fiduciario, vale a dire il socio di controllo – e ciò sembra ancor più evidente nelle OPC di minor rilevanza, ove il comitato può essere composto per un terzo anche da un amministratore che non sia indipendente e ove il parere non costituisce in ogni caso un veto al compimento dell'operazione –, lasciando così un margine per l'estrazione di benefici privati da parte di questo, il discorso merita ora di svolgere un ulteriore passaggio, volto a chiarire come entrino in relazione i presidi procedurali prescelti (MOM o comitato di amministratori indipendenti) e la *liability rule*, almeno qualora un dato ordinamento adotti sia lo strumento *ex ante* (o più di uno)¹⁶⁶, sia quello *ex post* e dove, di conseguenza, si assesti in questo caso il punto d'equilibrio.

Un tale rapporto può svolgersi secondo tre diverse modalità¹⁶⁷: i) la *liability rule* può rafforzare la tutela dei soci di minoranza prevista dai presidi *ex ante*, svolgendo un ruolo di ulteriore strumento di salvaguardia allorquando i rimedi (siano essi l'invalidità della delibera o il risarcimento del danno) siano attivabili nel momento in cui l'operazione sia giudicata scorretta (e cioè, *unfair*), a prescindere dal rispetto o meno delle procedure previste¹⁶⁸; ii) all'opposto, la *liability rule* indebolisce la tutela del socio di minoranza se i rimedi previsti in caso di violazioni procedurali divengono attivabili solo se l'operazione sia altresì giudicata *unfair*¹⁶⁹; iii) qualora, invece, il rispetto delle procedure renda immune l'operazione da qualsiasi ulteriore giudizio nel merito *ex post* (sia esso volto alla

ragionevole immaginare l'obbligatorio inserimento nel comitato di amministratori indipendenti chiamato ad esprimersi sulle operazioni con parti correlate di una quota almeno minoritaria di amministratori di minoranza, ove presenti, posto che sono tali operazioni a porre, per definizione, maggiormente a rischio i legittimi interessi della minoranza»; seppur in termini diversi v. anche PACCES, *Procedural and Substantive Review of Related Party Transactions (RPTs)*, cit., 22 ss., là dove l'A. auspica il coinvolgimento nelle procedure dei c.d. «non-controlling shareholders-dependent directors».

¹⁶⁶ Si badi che, nella prospettiva dei presidi *ex ante*, lo sbilanciamento verso il socio di controllo-fiduciario nell'ordinamento italiano, sotteso al coinvolgimento del comitato parti correlate, non corrisponde al medesimo punto di equilibrio raggiunto con la previsione dello *special committee* richiesto in Delaware nel caso di *going private transaction*. In quest'ultimo caso, infatti, oltre ad esso, vi è sempre il coinvolgimento dell'assemblea: l'obiettivo di quel legislatore, pertanto, sarebbe di inserire un correttivo al sistema di MOM puro al fine di evitare i soci bloccino le operazioni favorevoli per la società (c.d. «falsi negativi»), in quanto, essendo precedentemente intervenuti gli amministratori indipendenti, ci si aspetta che i primi facciano affidamento sulla valutazione espressa dai secondi, almeno per le operazioni pacificamente favorevoli. Sul punto, v. ENRIQUES, *Related Party Transactions*, cit., 22.

¹⁶⁷ ENRIQUES, *Related Party Transactions*, cit., 26 s.

¹⁶⁸ Un tale approccio risulta seguito, in particolare, nel diritto penale, fallimentare e tributario: un esempio è quello della revocatoria fallimentare. Sul punto, v. MEVORACH, *Transaction avoidance in Bankruptcy of Corporate Groups*, in *European Company and Financial Law Review*, 2011, 242.

¹⁶⁹ Questo è il caso della Francia, ove le OPC concluse senza l'approvazione del *board* sono invalidabili solo allorquando causino un danno alla società (v. Code de Commerce, art. L225-42).

dichiarazione di invalidità della stessa o all'accertamento della responsabilità degli amministratori) anche nel caso in cui vi sia un danno in capo alla società, saranno gli strumenti procedurali *ex ante* a prevalere su quelli *ex post*¹⁷⁰. Riassumendo lo schema, in caso di contemporanea applicazione di strumenti *ex ante* ed *ex post*, il punto di equilibrio sarà: *a*) decisamente spostato verso la tutela del fiduciario nell'ipotesi *ii*); *b*) rimanere (nel caso in cui vi sia il MOM) o essere ri-indirizzato verso (nel caso in cui vi sia il comitato parti correlate) la tutela del fiduciante nell'ipotesi *sub i*); *c*) ovvero essere simile a quello raggiunto in applicazione del solo strumento *ex ante* in applicazione dell'ipotesi *iii*). Chiaramente, in quest'ultimo caso, la posizione dell'ago della bilancia dipenderà da se il presidio procedurale è – come si è detto – sbilanciato verso il fiduciario (comitato parti correlate) o verso il fiduciante (MOM).

Se si segue l'impostazione prescelta in questo lavoro, e cioè la lettura della disciplina alla luce della fattispecie fiduciaria dell'*agency relationship*, si capisce come l'approccio di cui al punto *ii*) debba essere rifiutato, in quanto se la violazione delle procedure necessita il danno per applicare le relative sanzioni, esso implica, a monte, l'idea che una violazione dei *fiduciary duty* di per sé non possa essere sanzionata. Tale affermazione risulta fortemente in contrasto tanto con quello che si è detto essere il fine (o meglio, uno dei possibili fini) della disciplina, vale a dire la tutela del meccanismo fiduciario, quanto con il dato normativo positivo, atteso che, per un verso, la delibera assunta dal consiglio di amministrazione in violazione delle procedure è pacificamente annullabile *ex art.* 2388 c.c., e per altro verso, che ora la violazione delle regole procedurali comporta sanzioni amministrative pecuniarie in capo agli amministratori (art. 192-*quinquies* t.u.f.).

Resta ora da capire se la scelta del legislatore sia stata quella senz'altro maggiormente aperta verso il riconoscimento dell'estraibilità dei benefici privati del controllo [di cui all'ipotesi *sub iii*)], ovvero se, pur non essendo preclusa agli indipendenti la possibilità di far passare un'operazione che porti un beneficio non proporzionale al socio di controllo, egli ha voluto introdurre un correttivo, volto a garantire al socio di minoranza che sulla scelta potrà comunque entrare nel merito il giudice, al fine di rivalutarne la correttezza

¹⁷⁰ Esempio di un tale approccio è quello seguito dalle Corti del Delaware nei precedenti relativi alle *going private transaction*: sul punto, più ampiamente, v. *supra* cap. 2, sez. I, § 4.

sostanziale [ipotesi *i*)]¹⁷¹. Al fine di chiarire adeguatamente questo punto, è necessario prima affrontare a fondo il tema della funzione del dovere di correttezza – la cui trattazione si rimanda al capitolo successivo –, ma, per ora, è sufficiente rilevare che esso non significa né che la società non possa concludere quelle operazioni solo *lato sensu* favorevoli, come s'è detto più volte, né che il giudice, una volta entrato nel merito, possa poi valutarle scorrette qualora effettivamente sussista una ragione che possa spiegare il prezzo dell'affare. Di conseguenza, qualunque sia la soluzione, si deve comunque ammettere che in queste tipologie di transazioni si consente al fiduciario-socio di maggioranza di estrarre benefici privati del controllo. D'altronde, se il legislatore avesse voluto altrimenti, le esperienze giuridiche straniere e la libertà in questo senso assicurata dalla SHRD II dimostrano che egli avrebbe potuto adottare meccanismi a tal fine più idonei.

Le conclusioni fin qui tratte non mutano e, anzi, vengono rafforzate, qualora si considerino le modalità di coinvolgimento dell'organo assembleare regolate dalla disciplina OPC, e cioè la possibilità, nelle operazioni di maggior rilevanza, di attivare il meccanismo del *whitewash*: qualora previsto, infatti, questo utilizza il voto dei soci non correlati non al fine della tutela di quest'ultimi (come avviene, invece, nel MOM), ma quale mezzo per superare lo stallo derivante dal conflitto insorto tutto all'interno dell'organo gestorio tra il consiglio di amministrazione, favorevole alla conclusione dell'operazione, e gli amministratori indipendenti che fanno parte del comitato parti correlate, contrari alla stessa, che con il loro parere negativo abbiano espresso un veto sulla sua conclusione¹⁷². Anche dalla prospettiva del *withewash*, l'intento del legislatore si dimostra non essere quello della tutela dei soci di minoranza *ex se*¹⁷³, ma quello di prevedere una procedura che consenta alle società che vogliano farvi ricorso di superare

¹⁷¹ Su tale tema v. lo studio di PACCES, *Procedural and Substantive Review of Related Party Transactions (RPTs)*, cit., *passim*.

¹⁷² POMELLI, *La disciplina Consob delle operazioni con parti correlate*, cit., 1372, secondo cui «il voto assembleare diviene strumento di soluzione dell'eventuale conflitto di vedute all'interno del consiglio di amministrazione»; conf. MICHIELI, *La gestione del conflitto di interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., 175.

¹⁷³ V., però, CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 396, il quale afferma che il *whitewash* costituirebbe un caso di *property rule* pura che «conferendo ai soci di minoranza non correlati non solo il potere di rigettare integralmente l'operazione, ma un teorico potere di negoziare (indirettamente e informalmente) migliori condizioni economiche» sarebbe in grado di determinare «un maggiore *surplus* dal compimento dell'operazione».

il fenomeno dei c.d. «falsi positivi» – vale a dire del blocco da parte del comitato parti correlate di operazioni solo apparentemente dannose¹⁷⁴ –, il quale costituisce un contenitore in cui confluiscono non solo le operazioni viziate da un vero e proprio errore di valutazione da parte degli amministratori indipendenti, ma anche quelle in qualche modo giustificabili, seppur pregiudizievoli. In altre parole, il riconoscimento di una possibilità d'intervento dei soci non correlati solo per superare il parere negativo degli amministratori indipendenti, ma non in altri casi, sottende che l'ordinamento non mira tanto all'obiettivo di tutela dei soci di minoranza, quanto, piuttosto, a superare i casi in cui le procedure previste in materia di OPC rischiano di ingessare la società fino a compromettere l'efficienza dell'azione gestoria (e, quindi, il funzionamento dell'intero meccanismo fiduciario dal lato del riconoscimento ai fiduciari di poter effettivamente assumere così su di sé il rischio dell'altrui fiducia) e tale *ratio* complessiva risulta, di conseguenza, ancora una volta conciliabile con la tesi che nella disciplina italiana sia consentita, al socio controllante, l'estrazione di benefici privati (anche espropriativi), entro, tuttavia, degli appositi meccanismi che garantiscano la società e i soci di minoranza che ciò non avvenga senza limiti.

Da questo angolo di visuale, si può quindi guardare al *whitewash* come a uno strumento che legittima l'espropriazione dei soci di minoranza in ragione del consenso da quest'ultimi manifestato e la sua mera eventualità si può spiegare in ragione del fatto che – come si è dimostrato in questo paragrafo – l'intera disciplina già propende nella medesima direzione¹⁷⁵.

¹⁷⁴ POMELLI, *La disciplina Consob delle operazioni con parti correlate*, cit., 1372, secondo cui «[i]l presupposto della scelta italiana non è il timore che gli amministratori indipendenti si rivelino leali al socio di controllo e pronti ad approvare operazioni contrarie all'interesse sociale, inteso, come interesse anche della minoranza, bensì che essi siano suscettibili di commettere errori di valutazione in occasione del rigetto di operazioni favorevoli, talché si rende opportuna una possibilità di correzione in sede assembleare [...] L'opzione regolamentare italiana è pertanto singolare, se confrontata con le altre esperienze straniere, nella misura in cui non sembra finalizzata a tutelare i soci di fronte al rischio di cattura degli amministratori indipendenti chiamati a pronunciarsi sulle operazioni con parti correlate, posto che tra questi non devono nemmeno sedersi gli amministratori nominati dalla minoranza e considerato che in caso di parere positivo degli amministratori indipendenti, anche se motivato da lealtà nei confronti del socio di controllo, il voto assembleare è escluso, quanto piuttosto a superare il veto posto da amministratori indipendenti eccessivamente zelanti o passibili di errori di valutazione».

¹⁷⁵ In linea con l'affermazione che la clausola di *whitewash* sia volta a garantire l'efficienza gestoria e non i soci di minoranza, HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*, cit., 127, secondo cui «il fatto che l'autorizzazione assembleare in discorso non sia diretta ad assicurare una maggiore protezione dei soggetti estranei ai rapporti di potere, ma a consentire un "rilassamento" della disciplina posta (anche) a loro tutela, spiega anche perché si tratti di mera opzione che le società possono accogliere

2.2. Benefici privati del controllo alla luce del rapporto tra disciplina OPC e quella dei gruppi di società

La questione in esame può essere affrontata anche dall'angolo di visuale dell'interferenza tra la normativa OPC e quella dei gruppi di società, e cioè del rapporto tra due materie indirizzate a contenere il fenomeno di un'estrazione sconsiderata di benefici privati del controllo¹⁷⁶. A ben guardare, una riflessione sul punto pare importante non solo da un punto di vista meramente quantitativo, posto che le transazioni infragruppo costituiscono la seconda categoria più frequente di OPC¹⁷⁷ (nonostante il *trend* degli ultimi anni dimostri come l'ordinamento italiano sia sempre meno caratterizzato dalla presenza di realtà di gruppo¹⁷⁸), ma anche da quello del diverso metodo adottato dal legislatore nelle due discipline con riferimento al fenomeno regolato, il quale è idoneo a determinare, quale ricaduta, un differente approccio altresì sul tema dei benefici privati. Infatti se, per un verso, il Reg. OPC è incentrato su una visione "atomistica" del fenomeno (che fa leva sul parere reso dal comitato per valutare la singola operazione) che, si è detto in dottrina, pare portare irrimediabilmente con sé un'idea negativa del controllo, per altro verso, nella disciplina dei gruppi la prospettiva prescelta è quella aggregata, o meglio "molecolare", in quanto tiene conto dell'interesse di gruppo come elemento da valorizzare, dacché la vicinanza tra le parti dell'operazione assume financo una connotazione positiva¹⁷⁹.

L'inevitabilità di un incontro-scontro tra le due normative emerge già a livello di fonti primarie, posto che l'art. 2391-bis, co. 2, c.c. stabilisce che le OPC sono anche un fenomeno di gruppo, dato che il co. 1 si applica pure alle operazioni realizzate

al fine di migliorare l'efficienza complessiva della loro attività e del sistema di verifica delle operazioni con parti correlate».

¹⁷⁶ Così, MAUGERI, *Le operazioni con parti correlate nei gruppi societari*, cit., 887. Per un inquadramento degli ulteriori meccanismi (oltre alla disciplina sui gruppi e sulle OPC) che possono essere implementati a tal scopo, v. DAMMANN, *Related Party Transactions*, cit., 220 ss.

¹⁷⁷ CONSOB, *Report on corporate governance of Italian listed companies*, cit., 47, da cui emerge che le operazioni infragruppo costituiscono il 13% del totale delle OPC concluse dal 2011 a fine 2018, vale a dire la seconda tipologia di operazioni più frequenti (dopo quelle aventi come controparte il socio di maggioranza).

¹⁷⁸ *Ivi*, 13, da cui emerge che circa l'81% delle società quotate italiane non fa parte di alcun gruppo.

¹⁷⁹ Cfr., fin da subito, FERRO-LUZZI, *Le operazioni con parti correlate infragruppo*, in *Le operazioni con parti correlate. Atti del convegno*, a cura di Cariello, Milano, 2011, 11; GILOTTA, *Interesse di gruppo e nuove regole sulle operazioni con parti correlate*, cit., 254 ss.; più di recente, VALENSISE, *Conflitti d'interessi e parti correlate*, cit., 1975, i quali rilevano la differente impostazione ideologico-politica assunta dal legislatore alla base della regolamentazione OPC piuttosto che di quella sui gruppi.

«direttamente o per il tramite di società controllate»; inoltre, nella disciplina regolamentare viene espressamente affermata – non senza qualche perplessità sul piano della gerarchia delle fonti – la duplice applicazione delle due discipline, là dove si precisa che «resta fermo quanto previsto [...] dagli articoli da 2497 a 2497-*septies* del codice civile» (art. 2, co. 2, Reg. OPC). Tuttavia, è la disposizione finale di cui al successivo art. 14 Reg. OPC a costituire il luogo principale in cui si svolge tale dialogo.

Questo, al comma 1, dispone che qualora la società quotata o ad azionariato diffuso sia soggetta ad attività di direzione e coordinamento, se l'operazione è influenzata da tale attività, nel proprio parere (sia esso tanto su un'operazione di maggiore rilevanza quanto su una di minor rilevanza) il comitato parti correlate dovrà fornire «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»¹⁸⁰. Già a una prima lettura non può sfuggire come la norma ricalchi quanto disposto all'art. 2497, co. 1, ult. parte, c.c. il quale, a sua volta, ha positivizzato la c.d. «teoria dei vantaggi compensativi»¹⁸¹, che vengono pertanto importati anche nella

¹⁸⁰ Secondo la dottrina, la norma si applica anche alle operazioni della capogruppo realizzate per il tramite di società controllate (e, in particolare, nel caso in cui l'OPC compiuta dalla controllata sia soggetta all'approvazione della controllante): MAUGERI, *Le operazioni con parti correlate nei gruppi societari*, cit., 893; conf. PRESTI, *Art. 2391-bis c.c.*, cit., 1377. In effetti, tale lettura è stata condivisa anche dalla stessa Consob, la quale aveva proposto di precisare che la norma si applica ai pareri «relativi a operazioni poste in essere, anche indirettamente, con la società o ente che esercita direzione e coordinamento»: CONSOB, *Documento di consultazione*, cit., 48. Tuttavia, nel nuovo Reg. OPC la Commissione ha preferito ripristinare, all'esito del confronto avvenuto nella fase di consultazione, il testo già vigente dell'art. 14, co. 1, rinunciando a quanto precedentemente proposto – ossia anche che il comitato parti correlate avrebbe dovuto, nel proprio parere, indicare se l'operazione tra la società e la sua controllante era stata o no influenzata dall'attività di direzione e coordinamento – e ciò «al fine di evitare che ricada sui soli amministratori indipendenti membri del comitato l'onere di dichiarare se un'operazione sia influenzata o meno dall'esercizio della direzione e coordinamento, laddove tale circostanza non sia stata rappresentata in consiglio». Non si capisce però perché, nell'effettuare tale passo indietro, Consob non abbia invece mantenuto la modifica volta a precisare che il comma in commento si applichi anche alle OPC realizzate con la società-mamma per il tramite di società-figlie, sicché si auspica un intervento chiarificatore sul punto in sede di emanazione della nuova comunicazione interpretativa.

¹⁸¹ La teoria dei vantaggi compensativi, abbracciata dal legislatore della riforma del 2003, era stata dapprima adottata da dottrina e giurisprudenza: v., *ex multis*, cfr. MIGNOLI, *Interesse di gruppo e società a sovranità limitata*, in *Contr. e impr.*, 1986, 729 ss.; D'ALESSANDRO, *Il diritto delle società da i "battelli del Reno" alle "navi vichinghe"*, in *Foro it.*, 1988, V, c. 48 ss.; MONTALENTI, *Conflitto di interesse nei gruppi di società e teoria dei vantaggi compensativi*, in *Giur. comm.*, 1995, I, 720 ss.; COTTINO, *Divagazioni in tema di conflitto di interessi nei gruppi*, in AA.VV., *I gruppi di società, Atti del Convegno internazionale di studi*, Milano, 1996, vol. II, 1073.; *contra*, ENRIQUES, *Gruppi piramidali, operazioni intragruppo e tutela degli azionisti esterni: appunti per un'analisi economica*, cit., 698 ss.; in giurisprudenza, Cass., 5 dicembre 1998, n. 12325, con nota di MONTALENTI, *Operazioni intragruppo e vantaggi compensativi: l'evoluzione giurisprudenziale*, in *Giur. it.*, 1999, 2318 ss.

disciplina regolamentare¹⁸². Nella prospettiva che qui interessa, questa disposizione costituisce l'anello di congiunzione tra le due discipline, legittimando espressamente l'estrazione dei benefici privati del controllo nelle OPC da parte della capogruppo, a patto che ciò avvenga con modalità compatibili con l'impianto regolamentare, e cioè che emerga dalle procedure predisposte e, in particolare, dal parere del comitato.

Nonostante la disposizione sia tutt'altro che chiara nell'indicare come i vantaggi compensativi (che nei gruppi sono valutati *ex post*) vadano tenuti in considerazione nell'ottica *ex ante* del parere del comitato parti correlate¹⁸³, la dottrina si è orientata nell'adottare una visione ampia del concetto, ritenendo che nello specifico caso di OPC tra società soggetta alla disciplina regolamentare e la sua controllante il comitato non si limiterà a un giudizio nell'immediato sull'interesse della società controllata (oltre che sulla correttezza e la convenienza delle condizioni dell'operazione), ma verificherà l'interesse di gruppo, e quindi, se sussistono, in una prospettiva anticipata, dei vantaggi compensativi ragionevolmente attendibili¹⁸⁴. Meno esplorato risulta, invece, il punto

¹⁸² Si badi che, in prospettiva comparatistica, il dialogo qui in esame risulta peculiare dell'ordinamento italiano, in quanto l'impostazione sulla rilevanza dei vantaggi compensativi nei gruppi costituisce una scelta singolare, contrapposta a quella operata nella maggior parte degli ordinamenti stranieri, ove la valutazione è volta esclusivamente alla singola operazione: sul punto, DAMMMANN, *Related Party Transactions and Intragroup Transactions*, cit., 233.

¹⁸³ GILOTTA, *Interesse di gruppo e nuove regole sulle operazioni con parti correlate*, cit., 254 ss., il quale rileva che «nell'economia dell'art. 2497 il criterio in questione assume la funzione di "scriminante" di elemento che esclude il sussistere della responsabilità della controllante a fronte di operazioni in sé dannose per la società controllata, ma alla cui realizzazione l'ordinamento ritiene di non dover ricollegare alcuna obbligazione risarcitoria, in ragione del fatto che il danno in questione risulta alla fine mancare, ma proprio in conseguenza di eventi (i benefici a carattere compensativo percepiti dalla società) che si realizzano o che sono comunque compiutamente apprezzabili e computabili solo *ex post*. Come il parametro "vantaggio compensativo" possa inserirsi nella valutazione prognostica domandata agli amministratori indipendenti è quindi tutt'altro che chiaro».

¹⁸⁴ Tale impostazione è stata quindi ritenuta preferibile rispetto all'alternativa data dall'assunzione, da parte degli amministratori, dell'impegno formale alla riparazione del danno risultante dall'operazione: cfr. FERRO-LUZZI, *Le operazioni con parti correlate infragruppo*, cit., 11; LIACE, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 175; GILOTTA, *Interesse di gruppo e nuove regole sulle operazioni con parti correlate*, cit., 271, secondo cui, tuttavia, bisognerebbe dare risalto all'inciso «se del caso», che starebbe a significare che il comitato parti correlate può tenere conto dell'interesse di gruppo, ma non è obbligato in tal senso (e cioè, in quanto gli amministratori indipendenti sono per definizione dei soggetti non portatori di interessi altrui, e quindi generalmente inadeguati a valutare l'interesse di gruppo). In merito a tale ultimo profilo, dello stesso avviso pare essere la stessa Commissione, che in sede di emanazione del nuovo Reg. OPC si è espressa sul rapporto tra artt. 7, 8 e 14, co. 1, precisando come nelle OPC infragruppo il parere del comitato parti correlate debba comunque vertere sugli elementi dell'interesse della società al compimento dell'operazione, della correttezza e della convenienza delle condizioni dell'operazione – atteso che la norma in commento rappresenta «un mero coordinamento con le norme civilistiche sui gruppi che non deroga al contenuto del parere sull'operazione con parte correlata» –, ma che in esse altresì si «consente [n.d.r. ma non impone] espressamente di valutare l'«interesse della società al compimento dell'operazione» anche alla luce del risultato complessivo dell'attività di direzione e coordinamento o di eventuali ulteriori

relativo a se l'operazione, ai fini dell'applicazione della norma, richieda o no un *quid pluris* rispetto alla sola previsione della compensazione, atteso che essa espressamente richiede che il parere debba vertere anche sulla convenienza dell'operazione. In altre parole, si tratta di capire se la convenienza implichi qualcosa in più, in termini strettamente economici o anche non economici, rispetto ai vantaggi compensativi o se, invece, quest'ultimi ricomprendano anche la prima: se si dovesse ritenere che i due concetti divergano, allora anche le ragioni di convenienza andrebbero individuate e valutate *ex ante* al pari dei secondi, rendendo senz'altro più complesso il lavoro del comitato¹⁸⁵.

Tale norma, per quanto costituisca il momento d'incontro tra le due discipline in esame, se letta da sola non sembra però in grado di chiarire il motivo per cui, in questa specifica fattispecie, sia stata legittimata l'estrazione dei benefici privati e, più a monte, come si collochi sul punto il Reg. OPC. A tal fine, perciò, è necessario volgere l'attenzione anche al comma 2 del medesimo art. 14, il quale prevede che nelle operazioni *lato sensu* endogruppo – e cioè in quelle «con o tra società controllate, anche congiuntamente, nonché alle operazioni con società collegate» alla società soggetta al Reg. OPC –, ferma restando l'applicazione delle regole in materia di trasparenza, possono essere disapplicate le procedure regolamentari, salvo che nella parte correlata controparte dell'operazione vi siano «interessi significativi» di altre parti correlate della società, con la precisazione che non rientrano in questa categoria quelli derivanti dal fenomeno degli *interlocking directorates* (e cioè «dalla mera condivisione di uno o più amministratori o di altri dirigenti con responsabilità strategiche tra la società e le società controllate o collegate»).

La disposizione non risulta di immediata comprensione, soprattutto per quanto concerne la definizione di «interesse significativo», che non si capisce se è da intendersi in astratto ovvero in concreto¹⁸⁶. Sul punto, almeno a parziale chiarimento della norma, è

operazioni dirette a eliminare l'eventuale danno derivante dalla singola operazione con parte correlata» (CONSOB, *Appendice I*, cit., 47).

¹⁸⁵ VALENSISE, *Conflitto d'interessi e parti correlate*, cit., 1977.

¹⁸⁶ La dottrina si è mostrata critica nei confronti della norma fin dai primi commenti: cfr. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 319 ss., secondo cui non è chiaro se per «interessi significativi s'intenda interessi determinati o, come credo, soltanto interessi nella specifica operazione»; LIACE, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 39.

intervenuta la stessa Consob mediante il ricorso a una serie di esemplificazioni¹⁸⁷ e partendo da esse la dottrina ha teorizzato che debba ritenersi sussistente un interesse significativo «ogni volta che la parte correlata dell'emittente abbia una esposizione economica al valore e ai risultati della controllata o collegata dell'emittente maggiore di quella che la parte correlata abbia nei confronti del valore e dei risultati dell'emittente stesso»¹⁸⁸.

Nonostante l'intervento della Commissione, l'individuazione della *ratio* della norma (e, più in generale, dell'intero art. 14 Reg. OPC) rimane, però, un tema aperto: ponendo la questione nei termini più compatibili con questa ricerca, una prima lettura potrebbe infatti sostenere che l'esonero accordato trovi la sua ragion d'essere in quanto la disciplina OPC, di per sé volta a vietare l'estrazione dei benefici privati del controllo dissipativi, necessita però di un inevitabile coordinamento sistematico con la disciplina codicistica dei gruppi che giustifica – oltre che la previsione eccezionale di cui all'art. 14, co. 1, Reg. OPC – la disapplicazione della prima in operazioni (quelle, per l'appunto, endogruppo) ove, al contrario, è riconosciuta dalla legge la legittimità di tale estrazione, mediante la teoria dei vantaggi compensativi. In effetti, questo approccio sembra essere quello sotteso al pensiero degli autori che hanno alacramente criticato l'art. 14, co. 2., Reg. OPC poiché esso consente l'esonero anche alle OPC non concluse a condizioni di mercato¹⁸⁹. Secondo una lettura alternativa, invece, si potrebbe affermare che la disciplina OPC non è tanto volta a evitare *tout court* l'estrazione dei benefici privati del controllo espropriativi, quanto, piuttosto, a porre in essere una procedura *ad hoc* per le operazioni

¹⁸⁷ V. Comunicazione OPC, § 21, 29 ss. Un esempio fornito dall'Autorità è il seguente: «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 remunerazione variabili) dipendenti dai risultati conseguiti dalle società controllate o collegate con le quali l'operazione è svolta».

¹⁸⁸ Così POMELLI, *La disciplina Consob delle operazioni con parti correlate*, cit., 1384; conf. CALANDRA BUONAURA, *L'amministrazione della società per azioni nel sistema tradizionale*, cit., 232.

¹⁸⁹ MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 338 ss.; ID. *Le operazioni con parti correlate tra efficienza gestionale nei gruppi e rischi di conflitti di interessi*, cit., 165, secondo cui «sorge il dubbio che la previsione regolamentare pecchi per difetto o per eccesso in ragione di elementi non decisivi. Potrebbe essere infatti esclusa un'operazione critica, perché *out of the ordinary course of business*, perché a prezzi non di mercato, perché suscettibile di consentire estrazione di forti "benefici privati" in danno di azionisti minoritari e creditori che giustificerebbe l'applicazione di una disciplina aggiuntiva alle regole di diritto comune [...], in ragione della non esistenza di altre parti correlate alla società controllata. Per contro potrebbe essere invece ricompresa nell'ambito di applicazione della disciplina speciale un'operazione meno critica in ragione dell'esistenza, nella società controllata, di un'altra parte correlata che potrebbe essere del tutto disinteressata all'operazione».

“occasionalità” (vale a dire, “non fisiologiche”): ove, al contrario, esista una diversa disciplina sufficiente a far sì che vengano promosse, entro certi limiti, le operazioni favorevoli in senso lato, l’intento del legislatore è quello di evitare, tramite l’esonero, che un’eccessiva burocratizzazione dell’attività gestoria possa influire negativamente sulla capacità della società di intercettare tale tipologia di transazioni¹⁹⁰.

In altri termini, se si segue la prima lettura, alla visione atomistica adottata nelle OPC si ricollega senz’altro una concezione totalmente negativa della stessa disciplina rispetto al fenomeno del controllo e dei gruppi, la quale cede per ragioni di sistema; mentre, se si segue la seconda, la visione “unitaria” della normativa non implica necessariamente una ontologica diffidenza del legislatore rispetto al controllo e al gruppo di società quanto, piuttosto, costituisce più semplicemente un correttivo nei casi di affari “straordinari”, ove è intrinsecamente più alto il rischio di arrecare un pregiudizio alla società, e quindi ai soci.

A parere di chi scrive, la prima delle soluzioni proposte non risulta convincente in quanto, a ben vedere, non risulta che l’art. 14 Reg. OPC costituisca il perfetto “ponte” di collegamento tra i due plessi normativi: *i*) come è stato rilevato in dottrina, non c’è una perfetta corrispondenza tra OPC esentabili e applicabilità della disciplina dei gruppi in quanto risultano (tra le altre) esonerabili *a*) quelle concluse con una società collegata, la quale, però, come noto, non rientra tra i soggetti regolati dalla normativa codicistica sui gruppi di società¹⁹¹ e *b*) anche quelle endogruppo che possano creare un danno non tanto agli azionisti di minoranza della società diretta e controllata (tutelati dagli artt. 2497 c.c. e ss.) ma a quelli della stessa società (quotata o ad azionariato diffuso) capogruppo, ipotesi che non è considerata neppure dalla disciplina dei gruppi¹⁹² (salvo il caso di esclusione dell’esonero data dal ricorrere, nella società controparte dell’operazione, di interessi

¹⁹⁰ Per un’impostazione simile, v. MAUGERI, *Le operazioni con parti correlate nei gruppi societari*, cit., 889 ss.

¹⁹¹ *Ivi*, 894.

¹⁹² A ben guardare, in effetti, l’approccio atomistico assunto nel Reg. OPC comporta che venga tenuto in considerazione il tema dell’estrazione dei benefici privati del controllo dalla sola prospettiva del socio di minoranza della società soggetta alla disciplina, mentre nell’approccio molecolare tenuto dal legislatore nel diritto dei gruppi si tiene conto del tema (esclusivamente) nella prospettiva dei soci di minoranza della società controllata: sul punto, cfr. FERRO-LUZZI, *Le operazioni con parti correlate infragruppo*, cit., 15; MAUGERI, *Le operazioni con parti correlate nei gruppi societari*, cit., 896.

significativi di altre parti correlate)¹⁹³; ii) l'esonero è, in ogni caso, meramente facoltativo, ben potendo la società optare per un irrigidimento delle proprie procedure infragruppo, sottoponendole congiuntamente e cumulativamente a entrambe le discipline.

Il quadro complessivo risulta, per converso, conciliabile con la seconda delle letture proposte, ove gli elementi di frizione individuati poc'anzi in applicazione dell'altra ricostruzione perdono con questa tale problematicità. La facoltatività dell'esonero si spiegherebbe così perché, se è vero che il legislatore detta il livello minimo di salvaguardia necessario a non pregiudicare il compimento di operazioni vantaggiose, è altrettanto vero che alle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio è sempre riconosciuta la possibilità di ricorrere a procedure più gravose di quelle consentite (e questa facoltà di *opt in* costituisce un *leit motiv* di tutto il Reg. OPC). Per quanto concerne la non perfetta sovrapposizione tra operazioni esentabili dal Reg. OPC e quelle disciplinate dalla normativa sui gruppi, anch'essa non risulta essere una questione insuperabile ma evidenza, *a contrario*, come l'interesse del legislatore non fosse tanto quello di tutelare gli azionisti di minoranza dal rischio di un'estrazione per loro pregiudizievole, ma di costringere quanto meno possibile la società entro le maglie di procedure gravose; e ciò, almeno nei casi – quali le operazioni con o tra controllate o con collegate – in cui si possa ragionevolmente presumere che la volontà di concludere l'operazione non sia influenzata dal volere di controparte. In questa prospettiva, anche l'art. 14, co. 1, Reg. OPC non costituirebbe affatto una norma eccezionale rispetto all'impianto regolamentare perché legittima straordinariamente l'estrazione dei benefici privati del controllo, ma sarebbe speciale rispetto alla generale facoltà d'esonero riconosciuta al successivo comma nel contesto delle operazioni infragruppo, proprio in quanto in tale peculiare ipotesi esiste una volontà eterodiretta che ragionevolmente incide sulla conclusione della transazione, la quale risulta incompatibile con la visione atomistica che caratterizza la disciplina regolamentare.

¹⁹³ V. MAUGERI, *Le operazioni con parti correlate nei gruppi societari*, cit., 896, ove l'A. rileva che l'OPC pregiudizievole per l'azionista di minoranza della capogruppo non potrebbe essere esonerata proprio in ragione dell'esistenza di un interesse significativo di altre parti correlate alla stessa, dimostrandosi in ogni caso dubbioso sull'efficacia della disposizione a tenere in debita considerazione gli interessi degli azionisti non controllanti, in quanto «la genericità dell'espressione utilizzata (“interessi significativi”) importa, infatti, il rischio di veri e propri “arbitraggi” normativi da parte degli emittenti».

3. *Emergenza del potenziale carattere positivo dei benefici privati del controllo dalla disciplina OPC*

La lettura della normativa OPC alla luce del fenomeno economico dei benefici privati del controllo pare consentire ora di trarre qualche conclusione al fine del proseguimento del presente lavoro; in particolare, sembra si possano sviluppare due diversi ordini di considerazioni. *In primis*, si deve evidenziare come gli approdi a cui si è giunti ai sottoparagrafi appena affrontati si pongano in sintonia con quanto sostenuto nella precedente sezione di questo capitolo, in quanto, ancora una volta, emerge – come predica la dottrina fiduciaria – come le procedure non siano volte alla tutela *ex se* del *principal* quale soggetto contrapposto al proprio *agent* quanto, invece, a garantire che il meccanismo fiduciario funzioni nel suo complesso. Solo una volta tenuto in mente ciò si può apprezzare la necessità di tutela dei fiducianti-soci di minoranza.

In tale prospettiva, si è parimenti avuto modo di verificare che, nell'ordinamento italiano, il legislatore ha avuto un particolare occhio di riguardo al funzionamento di tale meccanismo anche dal lato del fiduciario, atteso che con la centralità del ruolo attribuito al comitato parti correlate esso viene posto effettivamente nelle condizioni di porre in essere tutte le operazioni *lato sensu* fruttifere per la società. E ciò senza dimenticare che, se si fosse voluto, l'ordinamento avrebbe potuto optare per una diversa soluzione – altrettanto percorribile in applicazione delle alternative riconosciute dalla SHRD II – che tenesse maggiormente in considerazione la tutela del fiduciante. Posto allora che, da un punto di vista dei suoi termini economici, analizzati nel presente capitolo, il dovere fiduciario di *loyalty* a cui sono tenuti i fiduciari-soci di controllo non può essere quello di garantire un'operazione che sia in ogni caso profittevole per la società e per i soci di minoranza, in quanto non è vero che l'assetto normativo impedisce qualsivoglia estrazione di benefici privati a loro discapito, si dovrà nel prossimo capitolo affrontare direttamente la questione del contenuto di tale medesimo dovere.

In secondo luogo, il risultato raggiunto attraverso l'analisi normativa, e consistente nell'affermazione che l'attività di estrazione dei benefici privati del controllo viene consentita non solo quando l'OPC sia senz'altro vantaggiosa per la società ma anche qualora essa sia espropriativa, dà ragione a quella dottrina che riconosce un potenziale carattere positivo della loro appropriazione da parte del socio di controllo ovvero del *blockholder*. Questi benefici, infatti, sono un elemento che concorre alla maggior

efficienza dell'attività di *monitoring* svolta in vario modo da tali soggetti. Tale punto d'arrivo assume una particolare valenza nel contesto di mercato italiano – e, più in generale, in quello europeo – ove l'esistenza del controllo è senz'altro più ricorrente rispetto a quanto avvenga negli Stati Uniti, luogo di formulazione della dottrina in commento.

Detto ciò, a questo punto è però necessario occuparsi, sempre in prospettiva di un coordinamento del tema dei benefici privati del controllo con le OPC, di alcune questioni che necessitano un ulteriore chiarimento: *i*) la prima attiene alla precisazione se, come suggerisce la dottrina statunitense, l'estrazione sia consentita solo al fiduciario che sia socio di controllo – ovvero *blockholder*, anche se, con tutta evidenza, negli ordinamenti ad assetti proprietari concentrati quest'ultimo non costituisce il soggetto principe in grado di farli propri¹⁹⁴ – appunto perché elemento che incentiva il controllo, o se, al contrario, essa vada riconosciuta anche all'amministratore non socio, con l'ulteriore delucidazione di come si collochi il socio di controllo-amministratore (§ 3.1); *ii*) inoltre, un altro tema da approfondire attiene a se l'esistenza di un mercato particolarmente sofisticato possa incidere sulla misura dei benefici privati estraibili e, in caso affermativo, quale sia allora la ragione per cui un soggetto decida comunque di acquistare il pacchetto di controllo di una certa società (§ 3.2); *iii*) infine, s'intende investigare come mai il divieto di estrazione di benefici privati, esistente nei limiti detti sinora, sussista solo nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio ma non nelle c.d. società «chiuse» (§ 4).

3.1. Benefici privati estraibili dal solo socio di controllo ovvero anche dalle diverse tipologie di fiduciari

Da un punto di vista empirico l'affermazione, sostenuta in questo capitolo, che al fiduciario-socio di controllo vada consentita l'estrazione di benefici privati anche

¹⁹⁴ Peraltro, anche qualora vi riuscisse non è comunque detto che egli costituisca un soggetto parte correlata ai sensi del Reg. OPC. Il *blockholder* in una società ad assetti concentrati sarebbe infatti parte correlata solo allorquando eserciti una «influenza notevole»: per la definizione attualmente ancora in vigore, v. Allegato 1 Reg. OPC, secondo cui, tra l'altro, «se un soggetto possiede, direttamente o indirettamente [...], il 20% o una quota maggiore dei voti esercitabili nell'assemblea della partecipata, si presume che abbia un'influenza notevole, a meno che non possa essere chiaramente dimostrato il contrario. Di contro, se il soggetto possiede, direttamente o indirettamente (per esempio tramite società controllate), una quota minore del 20% dei voti esercitabili nell'assemblea della partecipata, si presume che la partecipante non abbia un'influenza notevole, a meno che tale influenza non possa essere chiaramente dimostrata. La presenza di un soggetto in possesso della maggioranza assoluta o relativa dei diritti di voto non preclude necessariamente a un altro soggetto di avere un'influenza notevole».

espropriativi è particolarmente significativa, in quanto potenzialmente verificabile in circa l'82% delle OPC conclusesi dal 2011 ad oggi¹⁹⁵; non vi è, invece, la stessa rilevanza in concreto per quanto concerne le operazioni con un amministratore non socio, le quali riguardano solamente il 5% degli affari perfezionati dall'entrata in vigore della disciplina¹⁹⁶. Tali dati non sorprendono affatto qualora si tenga in considerazione la struttura proprietaria delle società italiane. Ciononostante, appare comunque opportuno, al fine di completezza del ragionamento che si sta svolgendo, impostare qualche riflessione sulle motivazioni per cui in dottrina si sostiene che l'estrazione in parola deve essere consentita al socio di maggioranza ovvero al *blockholder*, mentre nessuno reputa che tale attività sia altrettanto efficiente se svolta dal fiduciario-non socio. Una riflessione al riguardo consente infatti di concludere l'analisi sullo specifico tema in esame anche con riferimento alla questione dell'estrazione dei benefici privati attraverso le OPC nelle società italiane con assetti proprietari diffusi.

A tal riguardo, si potrebbe innanzitutto rilevare, come già esposto, che da un angolo di visuale squisitamente quantitativo, la medesima attività espropriativa è più grave se svolta dall'amministratore-non socio invece che dal socio: il primo, infatti, al contrario del secondo, non facendo parte della compagine sociale non subirà *pro quota* il pregiudizio dallo stesso causato alla società e, pertanto, non dovrà operare nessuna compensazione tra un valore positivo e uno negativo perché nella sua prospettiva l'estrazione comporta unicamente un valore positivo. In realtà, la vera ragione per cui a chi scrive pare che l'estrazione a questo specifico fiduciario sia guardata con una maggior diffidenza dalla dottrina risiede nel rilievo che a essa è connaturato un maggior rischio di realizzazione di operazioni esclusivamente dannose per la società, anche da un punto di vista qualitativo. Detta diversamente, l'amministratore-non socio, che non partecipa al rischio di impresa, potrebbe essere più facilmente tentato di porre in essere un'operazione particolarmente

¹⁹⁵ CONSOB, *Report on corporate governance of Italian listed companies*, cit., 47. Il dato si riferisce alle OPC di maggior rilevanza, vale a dire delle operazioni soggette alla disciplina di pubblicità.

¹⁹⁶ *Ibidem*. Inoltre, si consideri che le OPC concluse con il socio di maggioranza sono tipiche delle società aventi, per l'appunto, assetti proprietari concentrati (e cioè, la stragrande maggioranza delle società italiane) mentre, quelle con l'amministratore non socio sono maggiormente ravvisabili in quelle senza un socio di controllo (la netta minoranza) e che le indagini empiriche hanno dimostrato come le procedure effettivamente adottate dalle società siano generalmente più lassiste nella prima categoria; di tal che, probabilmente, ci si deve aspettare che il rischio di espropriazione in danno dei soci di minoranza sia comunque di gran lunga maggiore nella prima categoria di operazioni. Sul punto, BIANCHI- CIAVARELLA- ENRIQUES-NOVEMBRE-SIGNORETTI, *Regulation and self-regulation of related party transactions in Italy*, cit., 9 ss.

dannosa rispetto al socio il quale, nel complesso, è di contro interessato al buon andamento della società¹⁹⁷.

Se però si prende in esame il caso di un'OPC di maggior rilevanza, dalle norme emerge come non sia vero che le procedure sarebbero volte a impedire, di per sé, il verificarsi di qualsivoglia estrazione di benefici privati pecuniari dissipativi da parte dell'amministratore-non socio al fine di non consentirgli in assoluto di arricchirsi a danno della società. Esse, infatti, non differenziano a seconda che il fiduciario controparte dell'affare sia il socio di controllo, il *blockholder* ovvero l'amministratore: anche in tale ultima ipotesi, infatti, le procedure sono poste in modo da far sì che gli amministratori indipendenti blocchino con parere negativo ogni affare che risulti pregiudizievole per la società non solo in senso stretto, ma anche in una prospettiva più ampia. Ciò significa che, fermo il limite della correttezza, il Reg. OPC ammette sia per il socio (di controllo ovvero *blockholder*) che per l'amministratore-non socio la possibilità di estrarre benefici privati. Pertanto, se si prende in considerazione il diritto come è con l'intenzione di valutare quale sia la *ratio* ad esso sotteso, non sembra allora del tutto condivisibile quella dottrina statunitense nella parte in cui afferma che i benefici privati pecuniari, anche espropriativi, vadano riconosciuti al solo fiduciario-socio di controllo ovvero *blockholder* in ragione del proprio ruolo di *monitoring* sull'operato degli amministratori¹⁹⁸, ma non al fiduciario-amministratore non socio, in quanto, per definizione, è il soggetto su cui, più di tutti, graverebbe il rischio di un *breach of loyalty*.

Oltre alla disciplina regolamentare, un ulteriore indizio che non si debba diversificare tra tipologia di fiduciari viene dalla difficoltà di inquadramento della categoria di fiduciario-amministratore che sia anche socio di controllo. Per la verità, nel caso in cui il socio dovesse ricoprire al contempo la carica di amministratore non esecutivo non sembra ci siano particolari problematiche di compatibilità con la lettura che giustifica l'estrazione dei benefici privati in ragione della funzione di *monitoring* del socio di controllo, svolta, in tal caso, sugli amministratori esecutivi (anzi, egli svolgerebbe tale compito anche su di un altro piano, quello propriamente gestorio). Tuttavia, l'effettivo esercizio di un tale compito diventa, però, a dir poco dubbio qualora egli fosse nominato amministratore

¹⁹⁷ HERTIG-KANDA, *Operazioni con parti correlate*, cit., 148, i quali rilevano il diverso interesse finanziario del socio di maggioranza e dell'amministratore.

¹⁹⁸ V. *supra*, cap. 2, sez. II, § 1.1.

delegato. In quest'ultimo caso, in breve, non si capisce – in applicazione di tale dottrina al contesto di mercato italiano – quale funzione di monitoraggio svolgerebbe il socio di controllo tale da legittimare l'estrazione di benefici privati pecuniari dissipativi quale compenso per l'attività svolta.

In coerenza con quanto detto, allora, resta da individuare quale sia la ragione per cui la normativa OPC ha scelto di non differenziare la disciplina applicabile a seconda del fiduciario controparte dell'affare. Al riguardo, fuori discussione è che il motivo per cui si consente l'estrazione di benefici privati del controllo da parte del socio controllante (ovvero del *blockholder*) è, come compiutamente argomentato dalla dottrina e anche in queste pagine, quello di incentivare un controllo efficiente da parte dello stesso soggetto. Nella diversa ipotesi in cui invece il fiduciario sia l'amministratore non socio, a chi scrive pare che tale ragione risieda invece nella valorizzazione, da parte dell'ordinamento, dell'obiettivo che le operazioni vantaggiose non debbano essere impedito, anche allorquando comportino l'attribuzione di un beneficio privato pecuniario rilevante in favore del soggetto in parola. E ciò, quindi, a prescindere da una possibile lettura di tali benefici nell'ottica di una sorta di remunerazione in qualche modo dovuta per l'attività svolta nella *governance*.

3.2. *Benefici privati del controllo v. «idiosyncratic vision»*

A questo punto, pare si possa ulteriormente approfondire quanto sostenuto da quella dottrina secondo cui i benefici privati costituiscono una sorta di “tassa” dovuta al socio di controllo, nelle società ad assetti proprietari concentrati, o al *blockholder*, in quelle ad assetti diffusi, in ragione della propria attività di *monitoring* sugli amministratori. A tal riguardo, ci si deve chiedere anzitutto se tale funzione esiste con la stessa intensità a prescindere dal contesto di mercato di riferimento, e più a monte, se un tale riconoscimento comporta giocoforza che un certo soggetto acquisti il pacchetto di controllo al solo fine di poter estrarre quanti più benefici privati possibili.

Sul primo aspetto, il punto di partenza è, ancora una volta, quello dell'efficienza del funzionamento del meccanismo fiduciario: come si è detto, tanto più il controllo sui fiduciari è forte, quanto meno vi è la necessità di *duty of loyalty* intenso quale quello gravante in capo al *trustee*. Tale controllo risulta quantomeno peculiare – se non, in certi casi, effettivamente penetrante – in un contesto di mercato quale quello in cui si applica la disciplina OPC, ove al controllo eventualmente esercitabile dal socio mediante i

classici poteri ad esso riconosciuti nella *governance* societaria, si affianca quello dato dalla possibilità di rivolgersi al mercato con la ragionevole aspettativa di riuscire a vendere le proprie azioni nel caso di comportamenti non leali o non diligenti da parte del fiduciario-amministratore, il quale giustifica, sul piano dei doveri, un passaggio dal *duty of loyalty* al *duty of loyalty* proceduralizzato¹⁹⁹. A questo punto, occorre però precisare che, in un mercato particolarmente sofisticato, a quanto detto si aggiunge anche un terzo tipo di controllo: in un ordinamento efficiente, infatti, il timore di incorrere in sanzioni reputazionali talmente ingenti da determinare l'impossibilità, per il fiduciario colpito da esse, di ricevere incarichi in futuro, è un deterrente molto forte che porta a rispettare i propri *fiduciary duty*. Da ciò discende che è soprattutto negli ordinamenti, come quello italiano, in cui quest'ultimo tipo di controllo invece non esiste, o comunque non ha la stessa intensità, che ha una maggior ragion d'essere l'affermazione di un ruolo di *monitoring* forte da parte del socio di controllo per cui egli vada ricompensato, ma di certo tale attività risulta meno urgente con riferimento agli Stati Uniti, ove è peraltro stata formulata la dottrina in commento, in cui il controllo del mercato risulta particolarmente sviluppato²⁰⁰. Seguendo questo ragionamento, l'estrazione dei benefici privati dovrebbe allora essere permessa in misura maggiore in un sistema quale quello italiano rispetto a quello statunitense: e in effetti, se si prendono in considerazione le procedure adottate in Delaware per le *going private transaction*, esse prevedono la combinazione dello *special committee* con meccanismo del MOM, risultando pertanto orientate verso una maggior tutela dei *principal*²⁰¹.

Tuttavia, l'esistenza di un socio di controllo non è un fenomeno del tutto sconosciuto neppure negli Stati Uniti²⁰²: tale dato risulta particolarmente rilevante perché suggerisce allora che la motivazione per cui un certo soggetto sia interessato ad acquistare il pacchetto di controllo di una data società non abbia necessariamente a che vedere con la possibilità di essere remunerato tramite i benefici privati del controllo, atteso che li

¹⁹⁹ V. cap. 2, sez. I, § 4.

²⁰⁰ PRESCIANI, *La trasparenza degli azionisti istituzionali di società quotate*, cit., 65 ss. e spec. 73.

²⁰¹ Cfr. CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 13, secondo cui il ruolo svolto dal mercato nell'ordinamento statunitense è svolto, in quello italiano, dal socio di controllo.

²⁰² Cfr. HOLDERNESS, *Do Differences in Legal Protections Explain Differences in Ownership Concentration?*, cit., *passim*; GOSHEN-HAMDANI, *Corporate Control, Dual Class and the Limits of Judicial Review*, cit., 941 ss.

possono essere estratti in minor misura. Tale questione è stata affrontata di recente da una dottrina, la quale sostiene che la motivazione principale che muove un certo soggetto ad acquistare il pacchetto di controllo può essere quella di creare le condizioni migliori possibili al fine della realizzazione della propria «idiosyncratic vision» e cioè il proprio progetto imprenditoriale che, qualora realizzato, sarà in grado di generare profitti a beneficio di tutta la compagine sociale. Al contempo si vuole evitare, però, che nelle more di tale implementazione, il socio debba continuamente motivare agli altri investitori i risultati intermedi e i passi da intraprendere volta per volta (anche perché, anche qualora lo facesse, le asimmetrie informative tipiche del rapporto di *agency* sono tali da rendere inutile la dettagliata spiegazione della visione imprenditoriale a dei soggetti meno competenti del socio di controllo medesimo)²⁰³. Ciò comporta che, fermo restando che

²⁰³ V. GOSHEN-HAMDANI, *Corporate Control and the Regulation of Controlling Shareholders*, cit., 25 s., secondo i quali «[o]ur theory does not rely on private benefits to explain the value of control for entrepreneurs-controlling shareholders. Put differently, we explain that controllers may be willing to incur the cost of holding a control block even if they have no intention of consuming private benefits. We argue that control allows entrepreneurs to pursue business strategies that they believe will produce above-market returns by securing *their* ability to implement *their* vision in the manner *they* see fit even against investors' objections. We call the entrepreneur's vision their *idiosyncratic vision*. The entrepreneur values control because it protects them against the possibility of subsequent mid-stream investor doubt and objections regarding the entrepreneur's idiosyncratic vision, their methods for achieving that vision, or their abilities to carry out their plans. Control matters to entrepreneurs because business ideas take time to implement. This ongoing process requires numerous decisions, ranging from day-to-day management issues to major strategic choices. Perhaps the most consequential of which is whether to continue a project, change its course, or close it down in the face of setbacks. Due to either *asymmetric information* or *differences of opinion*, investors and entrepreneurs may disagree over the future course of a project or the business in general. Asymmetric information and differences of opinion are exacerbated by agency costs. If the corporation is not performing as expected, investors may be unable to determine whether the true cause of the firm's underperformance is agency costs, such as incompetence or laziness, unexpected setbacks or just bad luck. Given asymmetric information and differences of opinion, the entrepreneur will want to retain control over a wide range of management decisions to secure their ability to pursue their idiosyncratic vision notwithstanding objections by skeptical investors». Gli AA. affermano poi che la storia di Henry Ford è un buon esempio al fine di dimostrare come un certo soggetto, per quanto con una visione illuminata, abbia bisogno delle condizioni adatte al fine di realizzare il proprio progetto: «Ford did not invent the automobile, nor did he own any valuable intellectual property in the technology. Indeed, he had to compete with hundreds of other entrepreneurs who were attempting to create their own "horseless carriage". Ford had a unique vision regarding car production, however. In the first company that Ford founded, the Detroit Automobile Company, investors retained control which resulted in tensions over the automobile production timeline. While Ford's investors demanded that cars be immediately produced and sold, Ford insisted on perfecting the design prior to production. This difference of opinion led to delays, frustration on both sides, and the eventual shutdown of the firm by its investors. Ford's second attempt, the Henry Ford Company, was also controlled by investors. Again, after designing a car, Ford resisted the investors' pressure and did not move swiftly into production. Eventually, his obstinacy led to the investors replacing Ford with Henry Leland, changing the company name to the Cadillac Automobile Company and producing the car designed by Ford. Finally, on his third attempt – the Ford Motor Company – Ford insisted on retaining control. This time, with no outside investor interference, Ford transformed his ideas of car design and production (i.e., his idiosyncratic vision) into one of the greatest corporate success stories of all time».

un certo socio di controllo possa essere interessato a ricoprire tale ruolo (anche) al fine di estrarre benefici privati, tale attività può non costituire l'elemento essenziale che spiega l'esistenza di assetti proprietari concentrati e, pertanto, ben potrà verificarsi il caso di un socio controllante che ricopra tale ruolo anche senza estrarre alcun beneficio privato.

4. *La mancata regolamentazione nelle società c.d. «chiuse»*

In questo capitolo si è dimostrato come la normativa italiana OPC, per quanto non sia finalizzata a evitare qualsivoglia estrazione di benefici privati del controllo, è di certo volta a far sì che tale attività da parte del fiduciario, e in particolare del socio di controllo, non avvenga oltre certi limiti. Ciò posto, se l'ambito applicativo minimo individuato dalla SHRD II nelle sole società quotate si spiega forse in ragione delle profonde diversità esistenti tra i vari Stati membri, nonché della mancanza di una visione condivisa sulla funzione della disciplina che non consente di intervenire in ambito societario in maniera troppo pervasiva²⁰⁴, ha probabilmente maggior senso chiedersi se l'art. 2391-*bis* c.c. e il Reg. OPC, per quanto espressamente previsti per le sole società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, abbiano una portata estensiva tale da poterli applicare anche alle società c.d. «chiuse». In effetti anche quest'ultime, le quali costituiscono peraltro la stragrande maggioranza delle società per azioni italiane, sono altrettanto caratterizzate dall'esistenza di assetti proprietari concentrati, ove si manifesta la dinamica fiduciaria di *agency* tra socio di controllo – il cui pacchetto azionario è infatti tendenzialmente detenuto se non da un singolo soggetto, da una famiglia di imprenditori – e soci di minoranza, sicché è lecito ipotizzare la necessità di una disciplina procedurale più pervasiva di quella dovuta dalla sola norma sull'informativa contabile²⁰⁵ e dalle norme che colpiscono solo alcune manifestazioni di tale conflitto.

Sulla base di tale consapevolezza, la dottrina che si è occupata della questione ha tendenzialmente concluso in senso affermativo²⁰⁶. Tale posizione è stata sostenuta, per un verso, sulla base dell'esistenza del dovere generale degli amministratori di agire in

²⁰⁴ HOUBEN, *Operazioni con parti correlate*², cit., 41.

²⁰⁵ Tutte le società sono infatti tenute a fornire, nella nota integrativa, le informazioni sulle operazioni realizzate con parti correlate (art. 2427, n. 22-*bis*, c.c.).

²⁰⁶ Cfr. GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, cit., 96 ss.; LIACE, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 168 ss.; BARACHINI, *Tutela delle minoranze e funzione gestoria*, cit., 576 ss.; STELLA RICHTER JR., *La nuova disciplina delle operazioni con parti correlate: profili di interesse notarile*, in *Studi e Materiali del Consiglio nazionale del notariato*, 2011, n. 1, 117 ss.; contraria all'idea che la disciplina debba applicarsi anche alle s.p.a. chiuse, v. però HOUBEN, *Operazioni con parti correlate*², cit., 41 ss.

maniera informata (art. 2381 c.c.), il quale includerebbe anche il dovere di comunicare l'esistenza della correlazione; per altro verso, dando risalto al dato che, ogniqualvolta vi sia un interesse "alieno", l'ordinamento impone agli amministratori un obbligo di motivazione rafforzato sulla transazione (*ex artt. 2391 e 2397 ss. c.c.*) in virtù del quale sarebbe pertanto configurabile pure nelle società chiuse un obbligo di motivazione forte, sulla falsariga di quello dovuto dal comitato parti correlate nel proprio parere. In base a ciò, in caso di mancata informazione, di omessa motivazione, nonché di sua inadeguatezza, la delibera consigliare diverrebbe impugnabile ai sensi dell'art. 2388 c.c.

In aggiunta, alcuni tra gli autori di quest'orientamento hanno ritenuto che nelle società chiuse possano essere introdotte a livello statutario apposite clausole atte a replicare il contenuto delle procedure previste dal Reg. OPC ai fini del rispetto della correttezza: in particolare – ferma l'inammissibilità di clausole volte a inserire il principio unanimistico alle decisioni del consiglio di amministrazione, così come di quelle che, pur salvaguardando il principio maggioritario, conducono di fatto al medesimo risultato²⁰⁷–, si sostiene che si può prevedere, per lo meno nelle fattispecie equiparabili alle OPC di maggior rilevanza, il ricorso al parere vincolante o il coinvolgimento degli amministratori indipendenti²⁰⁸, nonché l'autorizzazione assembleare (*ex art. 2364, co. 1, n. 5, c.c.*)²⁰⁹.

A prescindere dalla dibattuta ammissibilità ed efficacia di tali ultimi strumenti, la riferita impostazione sconta in ogni caso il difetto di partire da un errato presupposto, e cioè dall'idea che uno sforzo di apertura della disciplina OPC sarebbe necessario poiché gli altri strumenti codicistici posti a garanzia del rispetto del *duty of loyalty* a volte non si dimostrano sufficienti a evitare un'estrazione di benefici privati del controllo in danno degli azionisti di minoranza, dando per assunto che la normativa in parola sia invece meglio indirizzata a evitare tale attività. Tuttavia, si è più volte ripetuto come la materia

²⁰⁷ Cfr. GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, cit., 100 s.; LIACE, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 170. In generale, v. anche LIBONATI, *Il governo del consiglio di amministrazione di società per azioni*, in *Scritti Giuridici*, Milano, 2013, vol. I, 501 ss.

²⁰⁸ Cfr. LIACE, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 170; STELLA RICHTER JR, *La nuova disciplina delle operazioni con parti correlate*, cit., 127; v. però GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, cit., 96 ss., il quale rileva che tutte le clausole che inseriscono una maggioranza qualificata avrebbero in ogni caso valore parasociale, dalla cui violazione potrebbero derivare solo rimedi di carattere risarcitorio (sulla non rilevanza della collocazione statutaria di una clausola avente contenuto non sociale, OPPO, *Le convenzioni parasociali tra diritto delle obbligazioni e diritto delle società*, in *Riv. dir. civ.*, 1987, I, 517 ss.).

²⁰⁹ LIACE, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 170.

non sia affatto volta a ciò, preoccupandosi al contrario di consentire tale appropriazione nella misura in cui serva al fine del funzionamento del meccanismo fiduciario. In questa prospettiva, pare allora più corretto domandarsi quali siano le peculiarità del meccanismo coinvolto nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio che giustificano un intervento del legislatore ad esse circoscritto. Solo una volta chiarito tale aspetto, ci si può chiedere se tali caratteristiche sono così rilevanti da rendere tali tipologie di società molto lontane dalle società chiuse, tanto che in quest'ultime la riproposizione della disciplina OPC non funzionerebbe, o se, al contrario, come in effetti sostiene la dottrina, si sia commesso un errore nella mancata previsione del plesso normativo anche in esse, a cui è pertanto necessario porre rimedio tramite una sua estensione entro i limiti consentiti dall'ordinamento.

Ai fini indicati, il punto di partenza non può allora che essere la riforma del diritto societario del 2003, momento in cui, come noto, all'art. 2325-*bis* c.c. il legislatore inserisce un gradino normativo intermedio tra la disciplina prevista per le società quotate e quella per le società non quotate costituito dalle «società con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante», vale a dire dalle società aperte al mercato ma non quotate. E ciò, per ridurre la distanza tra i due sotto-tipi di società per azioni già esistenti e, quindi, per favorire una progressiva apertura delle imprese italiane al mercato²¹⁰. Infatti, il sistema normativo previgente non si era dimostrato sufficientemente incentivante in tal senso, atteso che lo “scalino normativo” per effettuare il passaggio da s.p.a. non quotata a quotata era tanto impegnativo da dissuadere i soggetti interessati dal compierlo, ciò comportando, almeno in alcuni casi, l'ulteriore inconveniente che essi si rivolgessero a sistemi alternativi che intercettassero il risparmio, senza però che agli azionisti-risparmiatori venissero assicurate le cautele che la normativa sulle quotate garantisce sia in termini di trasparenza sia di tutela delle minoranze²¹¹.

Il risultato di tale intervento è pertanto la creazione di tre distinti sotto-tipi di s.p.a. – le società chiuse, le società ad azionariato diffuso e le società quotate – a cui sono ricollegabili altrettante differenti aree di disciplina, dalla cui comparazione emerge la

²¹⁰ SCIUTO, *Art. 2325-bis c.c.*, in *Le società per azioni. Codice civile e leggi complementari*, Commentario Abbadessa-Portale, Milano, 2016, vol. I, 138.

²¹¹ Sul primo profilo, SCIUTO, *Art. 2325-bis c.c.*, cit., 138; sul secondo, ABBADESSA-GINEVRA, *Art. 2325-bis c.c.*, in *Società e di capitali, Commentario*, a cura di Niccolini-Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, 12 ss.

caratteristica che, a livello di strumento normativo, tanto più le società si aprono al mercato, tanto più ci si sposta dalla regolamentazione codicistica verso quella speciale: *i)* per quanto concerne le società chiuse, ad esse si applica per intero la disciplina codicistica, ad eccezione delle norme espressamente previste per le sole società aperte ovvero quotate; *ii)* per le società ad azionariato diffuso, trova applicazione la disciplina codicistica, salvo le disposizioni rivolte alle sole società chiuse ovvero quotate, a cui vanno aggiunte solo alcune delle norme speciali del t.u.f. (artt. 114-116); e infine *iii)* per le quotate, esse risultano disciplinate in larga parte dal t.u.f. (oltre che da altre leggi speciali), a cui si devono aggiungere le norme codicistiche espressamente previste per tale sotto-tipo o per le aperte, oltre a quelle riferibili in generale a tutte le s.p.a., ad eccezione, ovviamente, di quelle previste per le sole società chiuse ovvero non quotate²¹².

Data tale tripartizione, quello che qui più interessa è come i livelli normativi possano essere messi in dialogo tra di loro, per un verso, distinguendo tra società quotate e società *lato sensu* non quotate, mentre, per altro verso, una diversa distinzione può essere operata tra società chiuse e società aperte al mercato del capitale di rischio. Per quanto concerne la prima contrapposizione, il discrimine tra le due aree consiste nell'esistenza o no del mercato regolamentato, che costituisce pertanto lo scalino normativo che una società, ancorché ad azionariato diffuso, deve ancora effettuare nel momento in cui decida di quotarsi, evento da cui deriva l'applicazione di una serie di norme.

Sotto l'altro versante evidenziato, invece, l'elemento caratterizzante della dicotomia consiste nel coinvolgimento stabile e istituzionalizzato da parte della società aperta – a differenza di quella chiusa – dei soci-risparmiatori, e cioè di soggetti di norma interessati unicamente a realizzare un lucro nel breve periodo²¹³. Il menzionato coinvolgimento lo si ricava, in particolare, da alcuni dei criteri stabiliti dalla legge al fine di qualificare una certa società come una con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante. Al riguardo, come noto, l'art. 2-bis Regolamento Emittenti, a cui è demandato il compito di individuare il sotto-tipo di s.p.a. in commento, oltre a prevedere dei requisiti quantitativi, in termini di dimensioni della compagine sociale e dell'impresa, richiede infatti anche il

²¹² Cfr. SCIUTO, *Art. 2325-bis c.c.*, cit., 139 s.; MAUGERI, *Lo statuto delle società che fanno ricorso al mercato di capitale di rischio*, in *Il testo unico finanziario*, diretto da Cera-Presti, vol. II, Bologna, 2020, 1254 ss.

²¹³ GINEVRA, *La società per azioni: fattispecie economica e rilevanza giuridica*, in *Diritto Commerciale*, a cura di Cian, Torino, 2017, vol. III, 185.

soddisfacimento di un requisito qualitativo, volto precipuamente a dimostrare l'intenzionalità della società medesima a fare ricorso al mercato del capitale di rischio e quindi al risparmio²¹⁴ (p.e. le azioni emesse devono aver costituito oggetto di un'offerta al pubblico di sottoscrizione, di vendita o di scambio)²¹⁵. In altri termini, affinché una società possa essere considerata aperta, la legge richiede che sia avvenuta da parte di essa la sollecitazione del pubblico risparmio, e cioè che l'incontro tra domanda e offerta si sia verificato nel mercato secondo quelle modalità espressamente previste al fine di assicurare che ciò avvenga in maniera adeguata²¹⁶, in ossequio alla protezione del risparmio *ex art. 47, co 2, Cost.*²¹⁷.

L'avvenuta sollecitazione e raccolta del risparmio, che comporta il coinvolgimento di soci-risparmiatori, determina a sua volta un cambiamento rilevante nel rapporto di *agency* (e cioè, a prescindere dalla quotazione). Affinché il meccanismo funzioni, esso necessita allora di un adattamento della logica fiduciaria sottostante a tale diversa dinamica. A chi scrive pare che sia proprio questa la prospettiva da cui partire per affrontare il tema in esame, tenendo a mente che, come s'è detto più volte, il rapporto fiduciario si rivolge, in questo caso, sia alla tutela di chi affida ad altri il proprio risparmio sia a quella del soggetto che lo raccoglie.

²¹⁴ Per la spiegazione del requisito di intenzionalità posto dalla norma, anche alla luce dei documenti di consultazione Consob che l'hanno preceduta, v. SCIUTO, *Art. 2325-bis c.c.*, cit., 145 ss.

²¹⁵ L'art. 2-*bis* del Regolamento Consob 14 maggio 1999 n. 11971 e successive modifiche (c.d. «Regolamento Emittenti») richiede la compresenza dei due requisiti quantitativi indicati al comma 1 [e cioè che *i*) dal punto di vista della compagine sociale, la società sia composta da almeno cinquecento soci, diversi dai soci di controllo, che detengano complessivamente almeno il 5% del capitale sociale; e che *ii*) dal punto di vista delle dimensioni dell'impresa, essa superi due dei tre limiti indicati dall'art. 2435-*bis*, co. 1, c.c.] e di almeno un indice qualitativo tra quelli indicati al comma 2° [ossia che le azioni: *a*) abbiano costituito oggetto di un'offerta al pubblico di sottoscrizione, di vendita o di scambio; *b*); abbiano costituito oggetto di collocamento, in qualsiasi forma realizzato, anche rivolto a soli investitori qualificati *ex art. 34-ter*, co. 1, lett. *b*), Reg. Emittenti; *c*) siano o siano state negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione con il consenso dell'emittente o del socio di controllo, ovvero siano state ammesse alla negoziazione su mercati regolamentati e successivamente siano state oggetto di revoca dalla quotazione; *d*) siano emesse da banche che le abbiano poi cedute presso le loro sedi o dipendenze].

²¹⁶ In questo quadro, la necessità di una qualche forma di volontarietà nell'aprirsi al mercato (come prevista dal dettato normativo) non è andata esente da critiche: sul punto, v. SCIUTO, *Art. 2325-bis c.c.*, cit., 146 s., ove rileva che richiedere una forma di intenzionalità è incoerente con il sistema, atteso che questa non è, in generale, senz'altro necessaria al fine di sottoporre il destinatario delle norme imperative alle stesse. Anzi, se è vero che l'art. 2325-*bis* c.c. inserisce le società ad azionariato diffuso al fine precipuo di prevedere una miglior tutela degli interessi in gioco – su tutti, del risparmio – è allora del tutto in contrasto con ciò subordinare tale schema ad una scelta della società. Di conseguenza, anche la negoziazione di mero fatto avrebbe dovuto essere inserita tra i criteri “qualitativi” normativamente sanciti.

²¹⁷ GINEVRA, *Le sedi e le operazioni di mercato*, in *Diritto commerciale*, a cura di Cian, Torino, 2020, vol. IV, 269 ss.

Dal lato dei fiducianti è pertanto necessario evitare che essi si sentano traditi a causa di un'estrazione massiva e abusiva di benefici privati del controllo a loro detrimento da parte dei fiduciari, e in particolare dal socio di maggioranza; per assicurare ciò è allora indispensabile una modifica del dovere fiduciario di *loyalty*, a ciò direttamente preposto.

Come già si è avuto modo di precisare, da un punto di vista prettamente strutturale, il socio di minoranza minimo di una società aperta, o meglio, il socio-investitore finanziario non *blockholder*, è un soggetto che assume tipicamente un atteggiamento di apatia razionale, motivato dalla circostanza che, anche qualora volesse esercitare i propri diritti amministrativi, la sua partecipazione troppo esigua non gli permetterebbe di raggiungere un qualsivoglia risultato, e che, in ogni caso, la cooperazione con altri azionisti comporta un costo troppo elevato, per cui è tutto sommato preferibile rimanere "inerte". In quest'ottica, si può affermare che il rapporto fiduciario tra soci di minoranza risparmiatori e socio di maggioranza ha assunto dei connotati molto più simili al *trust* che all'*agency*, atteso il limitatissimo potere di controllo effettivo di tali fiducianti sui fiduciari. Se questo è vero, allora i doveri fiduciari imposti al socio di controllo e all'amministratore di società aperte dovrebbero a loro volta essere più simili a quelli imposti al *trustee* che a quelli dovuti dall'*agent*: e tuttavia, imporre la regola del *sole interest* in questa disciplina contrasterebbe con quanto dimostrato dagli studiosi e confermato dallo stesso legislatore, e cioè che le OPC non vadano vietate *a priori* in quanto, al contrario, possono essere affari favorevoli per la società.

Posto ciò, si capisce però anche quanto evidenziato da quegli studi maggiormente improntati a un'analisi economica del diritto, secondo i quali è proprio la concreta aspettativa della realizzazione del tradimento della fiducia dei soci-risparmiatori che fa sì che tali fiducianti "scontino" dal prezzo per l'acquisto delle loro azioni il rischio di un'estrazione smodata di benefici privati del controllo, impedendo così un appropriato sviluppo e funzionamento del mercato dei capitali²¹⁸.

Si può tuttavia fare un ulteriore passaggio, questa volta sul piano della disciplina. Da tale punto di vista, infatti, la necessità di un *duty of loyalty* "forte" si spiega non tanto in ragione della menzionata "lontananza" del fiduciario dal fiduciante, che pure esiste, quanto per l'avvenuta sollecitazione del pubblico risparmio. Nell'ottica qui adottata, ciò

²¹⁸ PACCES, *Procedural and Substantive Review of Related Party Transactions (RPTs)* cit., 2.

significa, anzitutto, come s'è visto, che oggetto di tutela è la fiducia dei soci-risparmiatori in quella data impresa in un certo momento, ma anche, in un'ottica futura, la fiducia degli investitori nel mercato, affinché essi continuino ad affidare a quest'ultimo le proprie risorse²¹⁹. Ma c'è di più: la tutela del risparmio e della sua efficiente canalizzazione verso l'impresa è un'istanza di cui si fa direttamente carico l'art. 47, co. 2, Cost., là dove si enuncia di favorire l'accesso del risparmio «al diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese». Pertanto, proprio il fine di garantire una protezione forte al risparmio, come richiede il dettato costituzionale, porta quale conseguenza a una disciplina normativa, come quella assunta dall'ordinamento, volta a una spiccata deterrenza. Ed infatti, tale scelta si basa coerentemente, peraltro proprio come avviene nel *trust* (a differenza di altre fattispecie fiduciarie “spurie”), su un meccanismo di prevenzione della situazione di conflitto di interessi nonché dei risultati negativi delle condotte opportunistiche, in luogo di uno (anche solo in parte) compensativo²²⁰.

Dal lato, invece, del funzionamento del meccanismo dalla prospettiva del fiduciario, si è visto come nelle OPC tale soggetto a volte possano essere gli amministratori, altre il socio di controllo, talaltre ancora, nel caso meno frequente di società aventi assetti proprietari dispersi, addirittura i *blockholder*.

Per quanto concerne la tipologia di fiduciario che maggiormente interessa nel contesto italiano, e cioè il socio controllante, nel paragrafo che appena precede s'è detto come esso abbia tendenzialmente al contempo sia un interesse nel realizzare il proprio progetto imprenditoriale sia quello di poter far propri i benefici privati del controllo che la sua posizione gli consente di poter estrarre. A tal riguardo, dall'analisi normativa svolta è

²¹⁹ Tale obiettivo è stato peraltro di recente esplicitato dallo stesso legislatore, là dove ha previsto che le sanzioni amministrative pecuniarie possano essere comminate in capo agli amministratori qualora la loro condotta abbia provocato «un grave pregiudizio [...] per l'integrità e il corretto funzionamento del mercato» (art. 192-*quinquies*, co. 2, t.u.f.).

²²⁰ Al contrario, in altre fattispecie fiduciarie, quali l'*agency*, è proprio l'esistenza del controllo del *principal* sull'*agent* a rendere il rapporto fiduciario spurio, tanto che in esso il problema del tradimento della fiducia può essere contrastato non solo attraverso i rimedi fiduciarî tipici – aventi tradizionalmente natura restitutoria – ma, almeno in parte, anche attraverso modalità tipiche della *contract law*, cioè compensative – su tutte, il risarcimento del danno [v. Restatement (Third) of Agency § 8.01 cmt. d(1)] – o addirittura, stante comunque l'obiettivo della deterrenza, ultra-compensative [v. DEMOTT, *Disloyal Agent*, 1056 s., la quale spiega l'esistenza dei danni punitivi nell'ordinamento statunitense proprio sulla base della natura deterrente del *duty of loyalty* (anche nell'*agency*), atteso che tale rimedio particolarmente gravoso mirerebbe non solo a sanzionare lo specifico fiduciario da esso colpito a causa della sua violazione, ma anche a scoraggiare dal farlo tutti gli altri fiduciarî].

emerso come l'assetto procedimentale adottato da Consob miri a far sì che sia stimolata l'efficienza del mercato finanziario: e cioè, che si è inteso adottare un approccio che consentisse quanto più possibile la conclusione di tutte le OPC in qualche modo vantaggiose per una data società, ritenendo che l'estrazione di benefici privati del controllo non sia un elemento che entri necessariamente in contrasto con tale scopo, atteso che, al contrario, esso è un dato importante al fine di incentivare il socio di controllo a esercitare bene il proprio ruolo nella *governance*. Anzi, nelle società quotate, come si è visto, i benefici privati del controllo assumono rilevanza positiva anche quale elemento che concorre alla creazione del mercato del controllo.

Date le due diverse e, a volte, contrapposte, istanze, sintetizzabili cioè, *da un lato*, nell'esigenza di non tradire l'affidamento dei soci risparmiatori nel mercato, che si traduce nell'esistenza di un meccanismo fiduciario particolarmente forte, avente natura spiccatamente preventiva e, *dall'altro lato*, nell'esigenza di consentire l'estrazione di alcuni benefici privati del controllo, anche espropriativi, da parte del fiduciario, deve trovarsi il punto d'incontro individuato dalla normativa. Tale sintesi si può ritrovare in quelle norme che richiedono che le ragioni di una certa OPC, e in particolare dei suoi termini economici, siano rese sufficientemente chiare *ex ante* ai fiducianti, in modo da far sì che non si sentano traditi; le medesime previsioni, tuttavia, servono anche dalla prospettiva del fiduciario, al fine di prevedere con una certa precisione quali siano i benefici privati del controllo di cui lo stesso potrebbe appropriarsi entro i limiti consentiti.

Chiaro è che questa logica complessiva, di cui la tutela dei soci di minoranza costituisce solo un elemento, non sussiste nelle società chiuse, ove non essendoci sollecitazione del risparmio l'eventuale tradimento di tali soggetti incide solo in una prospettiva tutta interna alla società in quel dato momento. Di conseguenza, come già s'è detto, l'eventuale applicazione analogica della disciplina OPC sarebbe determinata sulla base di una finalità del tutto diversa rispetto a quella a cui effettivamente tende, che pertanto va esclusa²²¹. Tuttavia, qualora comunque si decidesse di adottare le procedure

²²¹ Per simili conclusioni, HOUBEN, *Operazioni con parti correlate*², cit., 41, la quale rileva che «nelle società che non ricorrono al mercato per il proprio finanziamento, comportamenti distrattivi di risorse sociali realizzati mediante le operazioni indicate spiegano effetti negativi solo per i loro *shareholders* e *stakeholders* [...] Le medesime attività [...] generano, invece, nelle società che basano la propria stessa esistenza sul mercato, effetti sistemici significativi: non potendo distinguere le società nelle quali essi si realizzeranno da quelle che invece opereranno correttamente, gli investitori sono disposti a pagare per azioni diverse da quelle di controllo un prezzo che sconta quel rischio, con evidenti effetti di aumento del

a livello statutario – ammesso e non concesso che non si tratti di un solo esempio teorico, posto che gli azionisti di minoranza tendenzialmente non avranno tale potere di contrattazione in sede di costituzione della società –, gli ingenti costi che esse comportano potrebbero rilevarsi addirittura controproducenti, atteso che la normativa non mira affatto a impedire ogni qualsivoglia estrazione di benefici privati del controllo espropriativi.

A una conclusione differente potrebbe, forse, giungersi con riferimento alle PMI-s.r.l. «aperte», e cioè a quelle società a responsabilità limitata che raccolgono capitale di rischio attraverso il ricorso al mercato, ove in effetti sussiste, al pari delle s.p.a. aperte, l'intercettazione del risparmio. Come suggerito di recente da una dottrina, seppur in maniera in parte dubitativa, in un'ottica *de iure condendo* sarebbe opportuno riflettere su una estensione graduata delle norme regolamentari anche a tali tipi di società, e in particolare di quelle norme che riconoscono la possibilità alle società quotate di minori dimensioni di applicare a tutte le OPC le procedure previste per le operazioni di minor rilevanza [artt. 3, co. 1, lett. f) e 10, co. 1, Reg. OPC]²²². Tuttavia tale proposta, seppur di recente formulazione, sconta un problema di compatibilità con l'ancor più recente nuovo Reg. OPC, posto che tra le modifiche più importanti introdotte da questo vi è proprio quella per cui anche nelle società di minori dimensioni resta ferma la riserva di competenza a deliberare in capo al consiglio di amministrazione in caso di OPC di maggiore rilevanza (art. 10, co. 1, nuovo Reg. OPC). Al netto di tale profilo, meramente di disciplina, si deve poi rilevare che un freno significativo a ritenere applicabile in questo caso la normativa OPC – nonostante il tema sia troppo complesso e non possa per tale ragione essere qui approfondito – è costituito dalla circostanza che in dottrina, seppur il tema sia dibattuto, è forte l'orientamento secondo cui le quote non possano formare oggetto di negoziazione nel mercato secondario, in quanto esse, non essendo inquadrabili

costo del capitale e di selezione avversa. I comportamenti opportunistici di amministratori e soci di controllo determinano cioè in tale contesto, non solo la lesione dell'investimento dei soci diversi da quelli correlati [...] ma mirano più in generale la fiducia e la propensione di tutti gli investitori a dirigere le proprie risorse verso lo strumento azionario». In base a ciò, l'A. conclude che solo in quest'ultime «vi è l'esigenza di preservare la corretta operatività del mercato e la sua funzione allocativa, che consente il naturale direzionarsi delle risorse fornite dagli investitori alle imprese meritevoli». Sulla tutela dei soci di minoranza come parte della tutela del mercato, v. anche ENRIQUES-TRÖGER, *The Law and (Some) Finance of Related Party Transactions*, cit., 6, secondo i quali «[a]llowing these transactions to go through to the detriment of a company's minority shareholders may have a chilling effect on capital markets development and their aggregate ex ante effect may thus be inefficient».

²²² HOUBEN, *Operazioni con parti correlate*², cit., 43 ss.

né come azioni né come «titoli», non possono essere qualificate come strumenti finanziari ex art. 1, co. 1-*bis*, t.u.f.²²³.

²²³ GINEVRA, *Le sedi e le operazioni di mercato*, cit., *passim*.

CAPITOLO TERZO

La correttezza nelle operazioni con parti correlate: tra clausola generale, correttezza negli assetti adeguati e ricadute applicative

Sommario: -1. I diversi richiami nell'ordinamento al principio di correttezza; -1.1. Il dibattito sulla «corretta amministrazione» all'indomani della riforma di diritto societario; -1.2. Il contenuto della clausola di adeguatezza degli assetti nella riforma del diritto societario; -1.3. La *ratio* della clausola di adeguatezza alla luce del nuovo codice della crisi d'impresa; -2. La rilevanza fiduciaria del dovere di correttezza degli amministratori negli assetti e nelle OPC; -2.1. Adeguatezza negli assetti e OPC: un unico dovere di correttezza degli amministratori?; -2.2. I *fiduciary duty* coinvolti negli assetti secondo la giurisprudenza statunitense: la riconduzione al *duty of loyalty*; -3. Il rapporto tra correttezza sostanziale e correttezza procedurale nell'ottica della responsabilità degli amministratori; -4. Individuazione del contenuto della valutazione di correttezza sostanziale e di convenienza da parte del comitato parti correlate; -5. La correttezza come evoluzione del *duty of loyalty*: OPC e interessi degli amministratori.

1. I diversi richiami nell'ordinamento al principio di correttezza

Nel ragionamento che si è svolto fino a questo punto si è dato modo di dimostrare come nell'ordinamento italiano, a partire dalla riforma del 2003, i rapporti di *governance* nella fattispecie societaria siano inquadrabili come rapporto di *agency* e, quindi, come rapporto fiduciario.

Al fine di affrontare adesso il tema strettamente oggetto della domanda di ricerca posta nel presente lavoro, vale cioè a dire il chiarimento della «correttezza» di cui all'art. 2391-*bis* c.c., altresì richiamata dal Reg. OPC, la riportata impostazione comporta, quale conseguenza, che sarebbe contraddittorio affermare, come però è stato affermato, che il principio in parola, posto quale “faro” in una materia ontologicamente caratterizzata dal conflitto di interessi quantomeno potenziale (e cioè dalla presenza di un elevato rischio di *breach of fiduciary duty*), si configuri quale dovere autonomo, figlio dell'importazione normativa, forse non troppo ragionata, del *fair dealing* e del *fair price* statunitensi, slegata pertanto dal resto del sistema¹.

Al contrario, risulta coerente con quanto sostenuto sinora tentare, in una prospettiva più ampia, di collocare nell'ordinamento il principio di correttezza nelle OPC, provando per tal via, ad individuarne il contenuto: e, in effetti, a ben guardare, un espresso richiamo

¹ SEMEGHINI, *Valutazioni preventive e retrospettive sulle operazioni con parti correlate*, cit., 173.

alla correttezza è rinvenibile in diverse disposizioni codicistiche, societarie e non societarie². Come si è in parte già avuto modo di accennare, oltre al generale dovere di comportarsi secondo correttezza nei rapporti obbligatori imposto all'art. 1175 c.c., vi è infatti un riferimento alla «correttezza professionale» anche all'art. 2598 c.c., in materia di atti di concorrenza sleale, nonché all'art. 2497 c.c., il quale prevede il principio di «corretta gestione societaria» a cui la capogruppo è tenuta a uniformarsi.

Tuttavia, come già si è detto, la norma più richiamata dalla dottrina nella prospettiva di una riconduzione dell'art. 2391-bis c.c. a un principio generale è quella di cui all'art. 2403 c.c., la quale sancisce il dovere del collegio sindacale di vigilare che l'organo gestorio rispetti il principio di «corretta amministrazione»³ e che secondo la dottrina costituirebbe, nonostante il mancato richiamo nelle disposizioni che regolano l'agire degli amministratori, una clausola generale da riferire innanzitutto all'operato di quest'ultimi⁴. Proseguendo per questa strada, alcuni autori hanno sostenuto che, poiché il dovere di corretta amministrazione ex art. 2403 c.c. – per certuni riconducibile a sua volta alla clausola generale di correttezza ex art. 1175 c.c.⁵ – su cui i sindaci sono tenuti a vigilare

² Per una ricognizione dei doveri di correttezza nell'ordinamento giuridico italiano, IRRERA, *Assetti organizzativi adeguati e governo delle società di capitali*, Milano, 2005, 60 ss.

³ La previsione di un siffatto dovere in capo al collegio sindacale si rinviene, oltre che nelle norme che regolano il sistema tradizionale, in quelle sul sistema dualistico [art. 2409-terdecies, co.1, lett. c), c.c.], ma non nel sistema monistico. In dottrina si ritiene si tratti di un mero difetto di coordinamento: MONTALENTI, *I principi di corretta amministrazione: una nuova clausola generale*, cit., 6.

⁴ Cfr. IRRERA, *Assetti organizzativi adeguati e governo delle società di capitali*, cit., 60 ss.; ID., *Gli obblighi degli amministratori di società per azioni tra vecchie e nuove clausole generali*, in *orizzontideldiritto.commerciale.it*, 1; IRRERA-SPIOTTA-CAVANNA, *Gli obblighi e i doveri*, in *Diritto del governo delle imprese*, diretto da Irrera, Torino, 2016, 226; MONTALENTI, *Corporate governance e "sistema di controlli"*, in *Corporate governance e "sistema dei controlli" nella S.p.a.*, a cura di Tombari, Torino, 2013, 3; ID., *I principi di corretta amministrazione*, cit., 6; AMATUCCI, *Adeguatezza degli assetti, responsabilità degli amministratori e business judgment rule*, in *Giur. comm.*, 2016, I, 643 ss.

⁵ IRRERA, *Assetti organizzativi adeguati e governo delle società di capitali*, cit., 63. Anche la norma civilistica in parola non è priva di questioni interpretative. Un primo tema attiene al chiarimento del contenuto del principio di correttezza nelle obbligazioni ex art. 1175 c.c., in quanto, per lungo tempo, la dottrina lo ha fatto coincidere con quello di buona fede ex art. 1375 c.c. [: in questo senso, *ex multis*, v. VISINTINI, *Inadempimento e mora del debitore*, in *Il Codice Civile Commentato*, diretto da Busnelli, Milano, 2006, 227 ss.]; posta una tale coincidenza, peraltro, si è rilevato come alla clausola di buona fede sia stata prestata maggior attenzione [: v. RODOTÀ, voce "*Diligenza (diritto civile)*", in *Enc. dir.*, XII, Milano, 1964, 541 ss.]. Oltre a ciò, altra questione interpretativa riguarda la classificazione della clausola in parola come criterio che permette di individuare in prospettiva ex ante alcuni criteri integrativi del contenuto dell'obbligazione (v. MENGONI, *Spunti per una teoria generale delle clausole generali*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1986, 13 ss.), ovvero come metro adottato dal giudice in prospettiva ex post, da applicarsi quindi in concreto, al fine di valutare il "come" dell'adempimento (v. NATOLI, *L'attuazione del rapporto obbligatorio: il comportamento del creditore*, Milano 1974, 35 ss.).

si traduce nel controllo da parte di quest'ultimi «in particolare sull'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile», anche la correttezza nelle OPC andrebbe allora riferita proprio all'obbligo, gravante sugli amministratori, di istituire assetti organizzativi adeguati (art. 2380-*bis* c.c.), di curarli e di valutarli (art. 2381 c.c.), e cioè a quel dovere che è stato definito essere il «presidio avanzato» del dovere di correttezza, assumendone, di conseguenza, la medesima *ratio*⁶.

Sul punto, si deve inoltre rilevare che, seguendo la dottrina maggioritaria, in tema di società quotate a nulla rileverebbe il fatto che, ai sensi dell'art. 149 t.u.f., il dovere di corretta amministrazione e quello di adeguatezza degli assetti siano, almeno sulla carta, obblighi autonomi, atteso che essi sono disciplinati separatamente. Si è detto, a tal riguardo, che alla distinzione sul piano formale non ne corrisponde una su quello sostanziale, in quanto la previsione *ex art* 149, comma 1°, lett. *c*), t.u.f. sugli assetti adeguati dovrebbe intendersi in ogni caso come una mera specificazione del dovere di corretta amministrazione di cui alla precedente lett. *b*), posto che i primi rappresentano, anche nelle società quotate, la più importante declinazione normativa per una corretta gestione⁷.

Tracciato questo ipotetico percorso di collegamento tra norme – e cioè tra art. 2391-*bis* e art. 2403, passando per l'art. 2381 c.c. – che si intende verificare nel prosieguo, si deve però fin da subito rilevare come, sino dalla sua introduzione, la dottrina non abbia assunto delle posizioni condivise in merito al significato della richiamata regola di corretta amministrazione. Peraltro, tale dibattito “tradizionale” – se così si può dire, (di cui meglio al successivo § 1.1) – è ridivenuto in tempi recenti di estrema attualità a seguito dell'introduzione, ad opera dell'art. 375 del d. lg. 14/2019 (e cioè del c.d. «Codice della crisi d'impresa»), del nuovo art. 2086, co. 2, c.c. che, come noto, impone all'imprenditore che operi in forma societaria o collettiva «di istituire un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa, anche in

⁶ Cfr. CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 38 ss.; IRRERA, *Le procedure e il comitato di amministratori indipendenti nel Regolamento Consob sulle operazioni con parti correlate*, cit., 23 ss.; DEMURO, *Il coordinamento delle procedure in materia di operazioni con parti correlate con il modello organizzativo predisposto ai sensi del d. lgs. 231/01*, in *Le operazioni con parti correlate. Atti del convegno*, a cura di Cariello, Milano, 2011, 159; HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*², cit., 52 ss.

⁷ IRRERA, *Assetti organizzativi adeguati e governo delle società di capitali*, cit., 70; SFAMENI, *Art. 2403 c.c.*, in *Le società per azioni. Codice civile e leggi complementari*, Commentario Abbadessa-Portale, Milano, 2016, vol. I, 1548 ss.

funzione della rilevazione tempestiva della crisi dell'impresa e della perdita della continuità aziendale, nonché di attivarsi senza indugio per l'adozione e l'attuazione di uno degli strumenti previsti dall'ordinamento per il superamento della crisi e il recupero della continuità aziendale».

Tutto ciò detto, per verificare, allora, se effettivamente la correttezza nelle OPC coincida con quella di cui all'art. 2403 c.c., ovvero si ponga con quest'ultima in un rapporto di continenza, oppure ancora se ne discosti del tutto, quanto brevemente esposto finora – seppur in maniera solo accennata – permette di comprendere come l'indagine non possa che muovere proprio affrontando il dibattito classico sulla clausola di corretta amministrazione e quello, interconnesso al primo, sulla clausola di adeguatezza degli assetti.

1.1. Il dibattito sulla «corretta amministrazione» all'indomani della riforma del diritto societario

Quando, nel 2003, il legislatore della riforma ha imposto al collegio sindacale il compito di vigilare «sul rispetto dei principi di corretta amministrazione», una parte della dottrina ha accolto tale novità definendola come una vera e propria “rivoluzione copernicana” del diritto societario italiano⁸. In questa prospettiva si è infatti sostenuto che alla norma, da innalzare a clausola generale, era da attribuire un ruolo centrale, in quanto permetteva finalmente alla diligenza di tornare a svolgere il suo ruolo di metro di valutazione del comportamento degli amministratori e non più, invece, quello di un obbligo autonomo⁹.

Al contrario, prima di allora il dovere di diligenza aveva assunto una connotazione definita «double face»¹⁰, nel senso che esso si atteggiava in maniera differente a seconda che si trattasse di una obbligazione a contenuto specifico ovvero del dovere generale di

⁸ Tale visione è stata sostenuta in particolare da IRRERA, *Aspetti organizzativi adeguati e governo delle società di capitali*, cit., *passim*, ID., *Gli obblighi degli amministratori di società per azioni tra vecchie e nuove clausole generali*, cit., *passim*. Per una ricostruzione del dibattito sulla correttezza ex art. 2403 c.c. dopo la riforma del 2003 (e al nuovo Codice della crisi d'impresa), sia consentito il rimando a GHILARDI, *I principi di corretta amministrazione e di adeguatezza dell'assetto organizzativo e i doveri di vigilanza dei sindaci di banche sul sistema dei controlli interni*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, II, 586 ss.

⁹ IRRERA, *Aspetti organizzativi adeguati e governo delle società di capitali*, cit., 54; ID., *Gli obblighi degli amministratori di società per azioni tra vecchie e nuove clausole generali*, cit., 8.

¹⁰ L'espressione è di IRRERA, *Aspetti organizzativi adeguati e governo delle società di capitali*, cit., 52; ID., *Gli obblighi degli amministratori di società per azioni tra vecchie e nuove clausole generali*, cit., 7.

gestire la società in maniera diligente. *Da un lato*, infatti, la diligenza era la misura dell'impegno richiesto agli amministratori, che potevano andare esenti da responsabilità solo se dimostravano, *ex art. 1218 c.c.*, che l'inadempimento derivasse da impossibilità della prestazione a loro non imputabile; *dall'altro lato*, invece, per quanto riguardava l'obbligo generico di gestire la società con diligenza – poiché esso non è, per l'appunto, legato ad alcun obbligo specifico – quest'ultima aveva subito, in ossequio alle indicazioni degli interpreti, un ampliamento fino a diventare una vera e propria clausola generale, tanto che si riteneva che fosse l'agire diligente di per sé ad escludere l'inadempimento dell'amministratore e, di conseguenza, a far venir meno la necessità di verificare il presupposto della responsabilità *ex art. 1218 c.c.*, vale a dire l'inesattezza della prestazione¹¹.

A parere della dottrina in commento, invece, con la riforma il legislatore avrebbe introdotto un ulteriore principio, per l'appunto, la correttezza, idoneo a integrare il contenuto di un obbligo di legge, riconducendo così la diligenza unicamente a “modo” di adempiere esattamente un'obbligazione e tendendola, pertanto, estranea al contenuto dell'obbligazione medesima¹². Per quanto concerne, allora, l'individuazione della sostanza del principio di corretta amministrazione, dato che è lo stesso art. 2403 c.c. a stabilire che il dovere di vigilanza dei sindaci su di essa si traduce «in particolare» nell'obbligo, sempre in capo ai medesimi, di controllare che gli assetti siano adeguati, si è ritenuto – come già anticipato – che proprio gli assetti adeguati costituiscano per eccellenza il dovere espressione della clausola generale in esame¹³. Rimandando per ora il discorso sulla definizione di «assetti» e di cosa significhi che essi siano «adeguati», basti per ora rilevare che, secondo questo orientamento, il dovere specifico per gli

¹¹ IRRERA, *Assetti organizzativi adeguati e governo delle società di capitali*, cit., 49, il quale rimanda, in giurisprudenza, a Cass., 23 marzo 2004, n. 5718, in *Riv. not.*, 2004, 1571 ss.

¹² IRRERA, *Assetti organizzativi adeguati e governo delle società di capitali*, cit., 54; VASSALLI, *L'art. 2392 novellato e la valutazione della diligenza degli amministratori*, in *Profili e problemi nell'amministrazione della riforma delle società*, a cura di Sconamiglio, Milano, 2003, 31.

¹³ IRRERA, *Assetti organizzativi adeguati e governo delle società di capitali*, cit., 69; conf., sul punto, MONTALENTI, *I principi di corretta amministrazione: una nuova clausola generale*, cit., 6.; AMBROSINI, *Artt. 2403-2406 c.c.*, in *Il nuovo diritto societario*, diretto da Cottino-Bonfante, Bologna, 2004, vol. I, 898; AMATUCCI, *Adeguatezza degli assetti, responsabilità degli amministratori e business judgment rule*, cit., 643 ss.; v., anche, BUONOCORE, *Adeguatezza, precauzione, gestione, responsabilità*, cit., 5, secondo cui l'art. 2381 che prevede, per l'appunto, l'introduzione della clausola di adeguatezza degli assetti costituisce «[l]a novità più “nuova” delle recenti riforme delle società di capitali, [...] capace di mutare i “fondamentali” di un tema centrale come quello della responsabilità d'impresa».

amministratori delegati di «curare» e per il consiglio di amministrazione di «valutare» che gli assetti siano adeguati – doveri che, a differenza di quello di correttezza, sono stati espressamente sanciti anche in capo ai gestori *ex art.* 2381, commi 3 e 5, c.c. (cui ora si aggiunge il combinato disposto di cui agli artt. 2086, co. 2, c.c. e 2380-*bis*, co. 1, c.c.) – nonché, per i sindaci, di vigilare su di essi, deve essere integrato, preso atto del silenzio del legislatore sul punto, mediante il rimando a regole extra-giuridiche, ossia a quanto formulato dalle scienze aziendalistiche e in particolare dalle «Norme di comportamento del collegio sindacale» emanate dal CNDCEC¹⁴.

In posizione diametralmente opposta a quella appena riferita si colloca l'orientamento dottrinale che nega qualsivoglia centralità della norma che impone indirettamente in capo all'organo gestorio il dovere di corretta amministrazione, ritenendo, di contro, che il dovere di diligenza continui a costituire – come già avveniva nel contesto *ante* riforma – la “stella polare” in materia di doveri di comportamento degli amministratori. Più precisamente, si dice al riguardo che gli obblighi di cura e valutazione degli assetti adeguati *ex art.* 2381 c.c. non avrebbero una vera e propria portata innovativa, costituendo più semplicemente un obbligo speciale, imposto agli amministratori, volto a meglio precisare, attraverso il richiamo alle procedure, il generale obbligo di diligenza *ex art.* 2392 c.c., riempiendolo così di contenuto¹⁵. Tale impostazione ha pertanto portato alcuni degli autori di questo filone a concludere che, anche oggi, il dovere di diligenza si rivolge non solo al “modo”, ma anche al “contenuto” della prestazione¹⁶. A supporto di tale ricostruzione, in effetti, vi è l'argomento – che a chi scrive appare senz'altro convincente – che qualora si sostiene (come sostenuto dalla prima dottrina analizzata) che la correttezza si traduce in assetti adeguati che a loro volta si concretizzano nel rispetto di

¹⁴ IRRERA, *Assetti organizzativi adeguati e governo delle società di capitali*, 66; ID., *Gli obblighi degli amministratori di società per azioni tra vecchie e nuove clausole generali*, cit., 16; MONTALENTI, *Impresa, società di capitali, mercati finanziari*, Torino, 2017, 190.

¹⁵ Tra coloro i quali ritengono che il dovere di predisporre assetti adeguati era desumibile anche nel sistema pre-riforma: cfr. ABBADESSA, *Profili tipici della delega amministrativa*, cit., 493; KUTUFÀ, *Adeguatezza degli assetti e responsabilità gestoria*, in AA. VV., *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*, Torino, 2010, 709; COLOMBO, *Amministrazione e controllo*, in *Il nuovo ordinamento delle società. Lezioni sulla riforma e modelli statutari*, a cura del Consiglio Notarile di Milano, Milano, 2003, 178; ABRIANI, *Il ruolo del collegio sindacale nella governance del nuovo millennio*, in *La governance nelle società di capitali. A dieci anni dalla riforma*, diretto da Vietti, Milano, 2013, 331; MONTALENTI, *Corporate governance e “sistema di controlli”*, cit., 4.

¹⁶ DE CRESCIENZO, *Gli amministratori nel sistema tradizionale*, in *Le nuove S.p.A.*, diretto da Cagnasso-Panzani, Bologna, 2010, 827.

norme meta-giuridiche suggerite dalle scienze aziendalistiche, si deve però rilevare che gli amministratori sono in ogni caso tenuti al rispetto di tali norme (e cioè a prescindere dal dovere di correttezza) in quanto esse costituiscono l'attuazione del comando di agire diligentemente *ex artt. 2392 e 1176, co. 2, c.c.* Per dirla diversamente, si può cambiare nome al «dovere di diligenza» e utilizzare la nuova denominazione «dovere di correttezza», ma il contenuto non cambia¹⁷.

In conclusione di questo *excursus* sembra potersi affermare che la contrapposizione richiamata di posizioni tradizionali costituisca, per lo più, un dibattito meramente terminologico, di talché non particolarmente proficuo, che si pone poiché una parte degli interpreti ha avvertito l'esigenza di individuare un apposito contenuto alle parole adoperate dal legislatore, la cui soluzione interpretativa individuata risulta però inadatta a incidere sostanzialmente sul contenuto dei doveri gravanti sugli amministratori.

Tutto ciò detto, tornando ora alle OPC, il quadro appena delineato sembrerebbe dover necessariamente portare alla conclusione che nel caso, ancora tutto da verificare, in cui la correttezza *ex art. 2391-bis c.c.* condivide la medesima radice di quella ai sensi dell'art. 2403 c.c., bisognerebbe allora ritenere che la prima, al pari della seconda, sia espressione del dovere di diligenza, o meglio, in termini più fiduciari, del *duty of care*. Tale affermazione, tuttavia, si porrebbe evidentemente in contrasto con quanto sostenuto non solo in questo lavoro, ma anche e soprattutto dalla dottrina specialistica più volte richiamata. Ed infatti, per quanto la correttezza sia un dovere fiduciario molto simile, nel suo atteggiarsi, al *duty of care*, la disciplina OPC mira, innanzitutto, a risolvere un problema di *loyalty*, sicché non si può concludere che il principio posto dal legislatore quale “faro” alla luce del quale la Consob e le società aperte al mercato del capitale di rischio debbano leggere la materia sia collegato con quello ma non con questo *fiduciary duty*.

¹⁷ ZAMPERETTI, *Il dovere di informazione degli amministratori nella governance delle società per azioni*, Milano, 2005, 309, che ritiene che «i “principi di corretta amministrazione” siano sostanzialmente un'ipostatizzazione della categoria civilistica della diligenza professionale richiesta dall'art. 2392 c.c. e quindi non siano in grado, in quanto tali, di fornire apporti significativi»; v. anche, recentemente (e cioè dopo l'introduzione dell'art. 2086, co. 2, c.c.), SPOLIDORO, *Note critiche sulla «gestione dell'impresa» nel nuovo art. 2086 c.c. (con una postilla sul ruolo dei soci)*, in *Riv. soc.*, 2019, 253 ss.; conf., anche se riconducibile poi a una diversa impostazione, (v. *ultra* § 1.3.), GINEVRA-PRESCIANI, *Il dovere di istituire assetti adeguati ex art. 2086 c.c.*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2019, 1214, ove rispetto al dibattito riferito agli AA. rilevano che «nelle sue concrete applicazioni la regola di correttezza è sembrata sovrapporsi o sostituirsi a quella di diligenza, con il conseguente profilarsi del rischio di un'operazione ermeneutica meramente nominalistica».

A questo punto, se si prende atto di come le possibili spiegazioni classiche della clausola di corretta amministrazione non convincano né dalla prospettiva del tentativo di individuazione del suo contenuto, né da quella di una sua ipotetica declinazione nelle OPC, per una diversa possibile spiegazione del tema giunge in soccorso l'attuale dibattito che si sta sviluppando all'indomani dell'introduzione del richiamato art. 2086, co. 2, c.c., che consente a chi scrive di affrontare il tema della correttezza per il tramite della "nuova" clausola di adeguatezza degli assetti imposto dalla norma medesima. Tuttavia, l'analisi non può non prendere le mosse da un riesame del suo "antecedente" storico, ovvero sia l'adeguatezza degli assetti imposta nell'ambito delle s.p.a. con la riforma del 2003.

1.2. Il contenuto della clausola di adeguatezza degli assetti nella riforma del diritto societario

I doveri di curare, di valutare ovvero di vigilare che gli assetti siano adeguati risultano essere un dato normativo a cui gli interpreti hanno prestato una maggiore attenzione rispetto a quello affrontato poc'anzi e su cui, almeno in parte, sembrano addivenire a soluzioni largamente condivise¹⁸.

Tra i temi affrontati vi è, innanzitutto, quello per cui se è vero che il legislatore impone agli amministratori delegati di curare tre differenti tipologie di assetti – e cioè quello organizzativo, quello amministrativo e quello contabile (art. 2381, co. 5, c.c.) –, al consiglio di amministrazione di valutarli (art. 2381, co. 3, c.c.) nonché al collegio sindacale di vigilare sugli stessi (art. 2403 c.c.), è altrettanto vero che egli non indica in alcun modo quale sia il contenuto di essi: di conseguenza, la dottrina è orientata, si potrebbe dire pacificamente, nel ritenere che esso consista, come già si è anticipato, in quanto indicato *in primis* dalla dottrina aziendalistica¹⁹. A tal riguardo, quest'ultima ritiene che il "cuore" dell'assetto organizzativo risieda nella predisposizione di un organigramma aziendale, da cui emergano chiaramente quali siano i ruoli, le funzioni, i

¹⁸ In argomento, cfr. BUONOCORE, *Adeguatezza, precauzione, gestione, responsabilità*, cit., 5 ss.; MERUZZI, *L'adeguatezza degli assetti*, in *associazionepreite.it*, 1 ss.; KUTUFÀ, *Adeguatezza degli assetti e responsabilità gestoria*, cit., 707 ss.; MOZZARELLI, *Appunti in tema di rischio organizzativo e procedimentalizzazione dell'attività imprenditoriale*, in AA. VV., *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*, Torino, 2010, 728; RIOLFO, *L'adeguatezza degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili nella s.p.a.: dal sistema tradizionale ai modelli alternativi di amministrazione e controllo*, in *Le clausole generali del diritto societario*, a cura di Meruzzi-Tantini, in *Trattato Galgano*, Padova, 2011, 139 ss.

¹⁹ IRRERA, *Gli obblighi degli amministratori di società per azioni*, cit., 16.

poteri e le deleghe attribuite ai vari soggetti coinvolti²⁰. Invece, per quanto concerne quello amministrativo, esso si concreterebbe nella formalizzazione delle procedure atte a assicurare il corretto e ordinato svolgimento dell'attività sociale in tutte le sue fasi. Infine, quello contabile richiederebbe la predisposizione di un efficiente sistema di supervisione e di rilevazione in tale preciso ambito²¹.

Oltre a ciò, alcuni autori hanno ulteriormente precisato che, seppur non espressamente previsti, tra gli assetti rilevanti *ex artt.* 2381 e 2403 c.c. rientrerebbero anche quello patrimoniale, relativo cioè alla necessità di un capitale sociale adeguato rispetto all'oggetto sociale – in accordo al noto tema dottrinale e giurisprudenziale²² – e tecnico, che si riferisce tanto ai luoghi in cui si svolge la produzione industriale, si somministra il servizio o si svolge l'attività commerciale propriamente intesa, quanto al complesso di beni che servono a produrre i beni o a somministrare il servizio, nonché gli uffici che sono più direttamente collegati all'attività di impresa. La ragione dell'affermazione di assetti ulteriori rispetto a quelli indicati dalla legge risiede nel fatto che, secondo questa impostazione, il contenuto di quelli espressamente previsti andrebbe integrato – oltre che dalle scienze aziendalistiche – anche con altre fonti normative, pure extra-codicistiche, che siano in grado di attribuire significato alla regola in esame²³.

²⁰ Cfr. IRRERA, *Gli obblighi degli amministratori di società per azioni*, cit., 17; IRRERA-SPIOTTA-CAVANNA, *Gli obblighi e i doveri*, cit., 231; in linea con questa ricostruzione, CNDCEC, *Norme di comportamento del collegio sindacale di società quotate*, 26 aprile 2018, disponibile in *commercialisti.it*, 55, ove si definisce l'assetto organizzativo come «il complesso delle direttive e delle procedure stabilite per garantire che il potere decisionale sia assegnato ed effettivamente esercitato da un appropriato livello di competenza e responsabilità» (Norma Q.3.4, Principio secondo).

²¹ Cfr. IRRERA, *Gli obblighi degli amministratori di società per azioni*, cit., 17; KUTUFÀ, *Adeguatezza degli assetti e responsabilità gestoria*, cit., 711; v. anche CNDCEC, *Norme di comportamento del collegio sindacale di società quotate*, cit., 63, secondo cui gli assetti amministrativo e contabile sono costituiti da «l'insieme delle direttive, delle procedure e delle prassi operative dirette a garantire la completezza, la correttezza e la tempestività di una informativa societaria attendibile e conforme ai principi adottati dalla società» (Norma Q.3.6, Principio secondo).

²² Il riferimento è chiaramente quello a quella autorevole dottrina che ha sostenuto la tesi della «non manifesta inadeguatezza», e quindi dell'adeguatezza, del capitale sociale: PORTALE, *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, in *Trattato della s.p.a.*, diretto da Colombo-Portale, Torino, 2004, vol. I, 4 ss.

²³ Sull'individuazione dell'esistenza di questi due ulteriori assetti, BUONOCORE, *Adeguatezza, precauzione, gestione, responsabilità*, cit., 11; RIOLFO, *L'adeguatezza degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili nella s.p.a.*, cit., 169; sul primo punto, v. anche GINEVRA-PRESCIANI, *Il dovere di istituire assetti adeguati ex art. 2086 c.c.*, cit., 1235; MAUGERI, *Note in tema di doveri degli amministratori nel governo del rischio di impresa (non bancaria)*, in *Orizzonti dir. comm.*, 2014, 16; sul secondo profilo, cfr. MERUZZI, *L'adeguatezza degli assetti*, cit., 26; KUTUFÀ, *Adeguatezza degli assetti e responsabilità gestoria*, cit., 718; SFAMENI, *Responsabilità da reato degli enti e nuovo diritto azionario: appunti in tema di doveri degli amministratori e organismo di vigilanza*, in *Riv. soc.*, 2007, 154 ss.; più di

Nonostante il silenzio della legge sul profilo sostanziale degli assetti, essa indica però chiaramente che i doveri degli amministratori sugli stessi non si esauriscono nella loro predisposizione (*rectius*, cura e valutazione), in quanto la stessa norma stabilisce che questi debbano essere «adeguati». Anche su tale aspetto la dottrina appare allineata nel rilevare che un siffatto criterio qualitativo non può che significare – in diritto, come nella lingua italiana – che agli organi sociali sia richiesto di operare un’attività di “comparazione” e di “commisurazione” degli assetti, ciò comportando che non si tratti di un concetto autonomo ma che vada rapportato, in concreto, a delle categorie di grandezza o di valore. Posto ciò, si capisce allora come l’adozione degli assetti sulla base delle indicazioni delle scienze aziendalistiche e delle altre fonti normative non è di per sé sufficiente a far sì che essi possano dirsi adeguati, in quanto viene richiesto che siano messi in relazione «alla natura e alle dimensioni dell’impresa» (art. 2381, co. 5, c.c.)²⁴.

Quanto al profilo dimensionale, viene in risalto la distinzione tra società quotate e non quotate, in quanto la quotazione impone l’adozione di un sistema di controlli interni che si caratterizza per l’esistenza di un dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari (art. 154-*bis* t.u.f.) e di un sistema di *internal audit* (artt. 123-*bis* e 149 t.u.f.), anche se la differenziazione che più interessa in questa sede è quella tra società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio e le chiuse che rileverebbe, per quanto concerne l’adeguatezza degli assetti, proprio con riferimento alla presenza, nella sola prima categoria, del presidio organizzativo costituito dalla disciplina sulle OPC²⁵.

Sotto il versante della natura dell’impresa, invece, basti qui rilevare come un certo oggetto sociale possa determinare una maggior complessità negli assetti, come avviene, ad esempio, nelle società che operano in ambito bancario, finanziario e assicurativo, ove i regimi settoriali e la regolamentazione secondaria impongono la predisposizione delle funzioni di *risk management* e di *compliance*, che nelle altre società sono di norma meramente facoltative.

recente PRESCIANI, *Il modello organizzativo ex artt. 6-7 d.lgs. 231/2001*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, I, 742.

²⁴ Per un’ampia disamina sul punto, cfr. IRRERA, *Assetti organizzativi adeguati e governo delle società di capitali*, cit., 69; MOZZARELLI, *Appunti in tema di rischio organizzativo e proceduralizzazione dell’attività imprenditoriale*, cit., 728; KUTUFÀ, *Adeguatezza degli assetti e responsabilità gestoria*, cit., 711; BUONOCORE, *Adeguatezza, precauzione, gestione, responsabilità*, cit., 12; MERUZZI, *L’adeguatezza degli assetti*, cit., 23.

²⁵ MERUZZI, *L’adeguatezza degli assetti*, cit., 24.

La seppur succinta esegesi delle norme poste dal legislatore della riforma è di per sé però sufficiente a comprendere come la diretta conseguenza di esse sia che non esiste un assetto adeguato ideale e universalmente valido, in quanto l'organo gestorio sarà chiamato a individuare, tra i vari modelli di assetti individuati dagli aziendalisti – che hanno, perciò, rilevanza unicamente “indiretta” –, quello specifico da adottare nella propria s.p.a.: in questo senso, essi dovranno tenere presenti, innanzitutto, i parametri individuati all'art. 2381 c.c., da integrare comunque con gli ulteriori criteri che dovessero ritenere di dover applicare al fine di garantire l'adeguatezza, tenendo inoltre sempre presente che il concetto di “adeguare” comporta altresì l'obbligo di aggiornare costantemente gli assetti (e, in particolare, quello organizzativo) rispetto alle novità normative, scientifiche e tecnologiche²⁶. Si badi che quanto esposto comporta una conclusione rilevante: cioè, posto che la legge impone unicamente di adottare assetti tanto più complessi quanto più la società sia grande (ovvero eserciti certe tipologie di attività) e che questo dovere è però eventualmente da integrare con ulteriori criteri, la scelta di quali assetti predisporre rimane, in ogni caso, il frutto di una scelta imprenditoriale.

Se, fino a quanto detto sinora, le posizioni dottrinali si uniformano tra di loro, esse iniziano a diversificarsi con riferimento allo specifico tema dell'individuazione della tipologia di società a cui le disposizioni in parola si applicano. A tal proposito – sempre all'indomani della riforma (e, quindi, prima dell'intervento del nuovo art. 2086, co. 2, c.c.) – una certa parte della dottrina aveva già sostenuto che la clausola di adeguatezza degli assetti *ex artt.* 2381 e 2403 c.c. sia una regola applicabile al di là del perimetro delle s.p.a. ove viene espressamente prevista, potendosi applicare (quantomeno) anche alle s.r.l. Ed, infatti, poiché l'art. 2477 c.c., nel caso di nomina dell'organo di controllo, rimanda espressamente all'applicazione delle regole previste per il collegio sindacale di s.p.a., allora tra le norme applicabili alle s.r.l. vi è senz'altro ricompreso anche l'art. 2403 c.c. e, di conseguenza, il dovere di vigilare che gli assetti siano adeguati²⁷.

²⁶ BUONOCORE, *Adeguatezza, precauzione, gestione, responsabilità*, cit., 11; MERUZZI, *L'adeguatezza degli assetti*, cit., 26.

²⁷ Cfr. IRRERA, *Assetti organizzativi adeguati e governo delle società di capitali*, cit., 311; BUONOCORE, *Adeguatezza, precauzione, gestione, responsabilità*, cit., 11; CAGNASSO, *Gli assetti adeguati nella s.r.l.*, in *Assetti adeguati e modelli organizzativi*, diretto da Irrera, Bologna, 2016, 578. In giurisprudenza, di recente, v. Trib. Roma, 8 aprile 2020, in *dirittobancario.it*.

Sul motivo di una tale possibilità di estensione analogica vi sono, però, differenti opinioni: per un verso, per alcuni autori, l'adeguatezza, che costituisce espressione del dovere di diligenza, sarebbe una regola volta unicamente a meglio specificare e puntualizzare i doveri che già incombono sugli amministratori, e cioè di agire nell'interesse dei soci. In quanto tale, essa merita, allora, di essere applicata anche con riferimento all'altro tipo di società di capitali in cui si ripresenta il medesimo rapporto di *agency*, seppur in maniera più temperata, stante l'esistenza in questo tipo sociale di una meno netta separazione tra proprietà e controllo²⁸.

Per altro verso, invece, altri autori hanno affermato che la clausola in parola costituirebbe non tanto l'espressione di una regola strettamente riferibile al "tipo" s.p.a., ossia di un principio del c.d. «diritto societario», riconducibile al rapporto di *agency* intercorrente tra soci e amministratori nelle società di capitali, quanto di un vero e proprio pilastro del «diritto di impresa»²⁹ – per le cui implicazioni v. appena *ultra*, § 2.1. –, e, pertanto, «sarebbe ben strano che dovessero avere un assetto organizzativo "adeguato" solo le imprese che prendono la forma delle società per azioni e non le imprese che prendono, invece, la forma di altre società»³⁰.

1.3. La ratio della clausola di adeguatezza alla luce del nuovo codice della crisi d'impresa

L'introduzione del menzionato nuovo comma 2 dell'art. 2086 c.c. – che risulta essere una norma di rilievo sotto molteplici punti di vista³¹ – per quel che qui interessa ha

²⁸ Cfr. RESCIGNO, *La responsabilità per la gestione: profili generali*, in Mosco-Regoli-Rescigno-Sconamiglio, *L'amministrazione. La responsabilità gestoria*, in Ibba-Marasà, *Trattato delle società a responsabilità limitata*, Padova, 2012, vol. V, 193 ss.; CAGNASSO, *Il diritto societario della crisi fra passato e futuro*, in *Giur. comm.*, 2017, I, 33 ss.; ID., *Gli assetti adeguati nella s.r.l.*, cit., 573 ss.

²⁹ Cfr. BUONOCORE, *Adeguatezza, precauzione, gestione, responsabilità*, cit. passim; conf. SFAMENI, *Responsabilità da reato degli enti e nuovo diritto azionario*, cit., 162; AMATUCCI, *Adeguatezza degli assetti, responsabilità degli amministratori e business judgment rule*, cit., 643 ss.; MAUGERI, *Note in tema di doveri degli amministratori nel governo del rischio di impresa*, cit., 2014, 11 e 22.

³⁰ L'affermazione è di BUONOCORE, *Adeguatezza, precauzione, gestione, responsabilità*, cit., 18.

³¹ Per una serie di primi commenti alla disposizione: cfr. ABRIANI-ROSSI, *Nuova disciplina della crisi d'impresa e modificazioni del codice civile: prime letture*, in *Società*, 2019, 395; SPOLIDORO, *Note critiche sulla «gestione dell'impresa» nel nuovo art. 2086 c.c.*, cit., 253 ss.; TRIMARCHI, *Codice della crisi: riflessioni sulle prime norme*, in *Notariato*, 2019, 115 ss.; DI CATALDO-ROSSI, *Nuove regole generali per l'impresa nel nuovo Codice della crisi e dell'insolvenza*, in *Riv. dir. soc.*, 2019, 745 ss.; GINEVRA-PRESCIANI, *Il dovere di istituire assetti adeguati*, cit., 1209 ss.; v. anche MONTALENTI, *Gestione dell'impresa, assetti organizzativi e procedure di allerta nella riforma Rordorf*, in *Nuovo dir. soc.*, 2018, 951 ss.; NIGRO, *Il "diritto societario della crisi": nuovi orizzonti?*, in *Riv. soc.*, 2018, 1207 ss.

determinato la riapertura di un vivace dibattito in dottrina attorno alla specifica questione relativa a “perché” gli assetti debbano essere adeguati.

A tal proposito, nelle indicazioni degli interpreti sviluppatasi all’indomani della riforma del diritto societario sugli artt. 2381 e 2403 c.c., la “predisposizione” (o meglio, la cura e la valutazione) di assetti adeguati, che comporta di per sé una limitazione dell’attività di iniziativa economica del soggetto medesimo su cui gravano tali obblighi, è stata tendenzialmente letta nel senso di una norma volta a salvaguardare l’efficienza della gestione societaria³². In particolare, si è detto che la procedimentalizzazione dell’attività degli amministratori prevista da queste norme, mediante l’utilizzo dei modelli formulati dalle scienze aziendalistiche, consentirebbe per l’appunto di ridurre quanto più possibile il rischio di risultati negativi nella gestione³³. Per dirla diversamente, la clausola in parola imporrebbe certi doveri organizzativi agli organi sociali al fine della salvaguardia dello *shareholder value*; il che significa, traducendo il concetto nei termini più propriamente economici utilizzati nella presente indagine, che essa è indirizzata a riequilibrare le asimmetrie esistenti nel classico rapporto di *agency* intercorrente tra amministratori e soci.

Più nel dettaglio si è affermato che, poiché l’iniziativa economica libera è garantita a livello costituzionale (art. 41, co. 1, Cost.), una sua eventuale limitazione non può essere ammessa se non sulla base della presenza di altre esigenze di tutela, altrettanto rilevanti, tali da giustificare un bilanciamento. Dacché, queste andrebbero rinvenute nella necessità di tutelare: *i*) l’interesse dei soci a non veder dissipato il proprio investimento a causa dell’agire inefficiente dei gestori; *ii*) seppur solo indirettamente, l’interesse dei terzi, intesi quali creditori sociali, a non dover subire una limitazione della propria libertà di iniziativa economica dovuta dai fallimenti a catena generati da una inefficiente gestione societaria; *iii*) nonché l’interesse dei terzi in generale a non dover patire la compressione

³² Cfr. MOZZARELLI, *Appunti in tema di rischio organizzativo e procedimentalizzazione dell’attività imprenditoriale*, cit., 736 ss.; MERUZZI, *L’adeguatezza degli assetti*, cit., 20 ss.; KUTUFÀ, *Adeguatezza degli assetti e responsabilità gestoria*, cit., 719; SFAMENI, *Responsabilità da reato degli enti e nuovo diritto azionario*, cit., 164; IRRERA-FREGONARA, *I modelli di organizzazione e gestione e gli assetti organizzativi, amministrativi e contabili*, in *Assetti adeguati e modelli organizzativi*, diretto da Irrera, Bologna, 2016, 895. Inoltre, nelle indicazioni degli AA. citati, tale ricostruzione troverebbe conferma anche nella legge delega, a norma della quale gli assetti sarebbero funzionali «a promuovere l’efficienza e la correttezza della gestione dell’impresa sociale» [art. 4, co. 2, lett. b) l. 366/ 2001].

³³ IRRERA, *Assetti organizzativi adeguati e governo delle società di capitali*, cit., 76; KUTUFÀ, *Adeguatezza degli assetti e responsabilità gestoria*, cit., 719; IRRERA-FREGONARA, *I modelli di organizzazione e gestione e gli assetti organizzativi, amministrativi e contabili*, cit., 891.

o il pregiudizio di propri diritti fondamentali che entrino in contrasto con il diritto di iniziativa economica del soggetto tenuto al rispetto dei doveri di adeguatezza³⁴. Per quanto concerne il primo interesse esso è stato desunto dalla tutela del risparmio ex art. 47 Cost., mentre il secondo e il terzo troverebbero radice nel medesimo principio di libertà di iniziativa economica di cui all'art. 41, co. 1, Cost., ora inteso come una libertà degna di tutela anche in capo alle controparti contrattuali³⁵.

Si badi che una tale ricostruzione della *ratio* della norma risulta essere stata a lungo condivisa in dottrina, tanto da coloro i quali sostenevano che l'adeguatezza fosse espressione del più generale dovere di diligenza, volto ad assicurare che i gestori agissero nell'interesse lucrativo dei soci, quanto da coloro che, al contrario, ritenevano che l'adeguatezza fosse espressione della correttezza, almeno per certuni costituente espressione di un principio del diritto d'impresa³⁶.

Posta la complessità delle questioni che si stanno analizzando, a risolvere quantomeno il dibattito dato dalla contrapposizione di dottrine sulla riconduzione della clausola di adeguatezza degli assetti ai principi del diritto societario ovvero del diritto d'impresa è intervenuto lo stesso legislatore che, come si è già avuto modo di richiamare, nel nuovo art. 2086, co. 2, c.c. prevede l'obbligo di dotarsi di assetti adeguati non più solo in capo alle s.p.a. (o, eventualmente, tramite analogia, a tutte le società di capitali) ma lo estende a tutte le società esercitate collettivamente³⁷, riconducendo così espressamente il

³⁴ Così MERUZZI, *L'adeguatezza degli assetti*, cit., 20 s.; conf., anche se meno esplicito, SFAMENI, *Responsabilità da reato degli enti e nuovo diritto azionario*, cit., 164.

³⁵ MERUZZI, *L'adeguatezza degli assetti*, cit., 22.

³⁶ Con riferimento al dovere di diligenza, v. KUTUFÀ, *Adeguatezza degli assetti e responsabilità gestoria*; cit., 719; con riguardo alla correttezza quale espressione del diritto d'impresa, v. SFAMENI, *Responsabilità da reato degli enti e nuovo diritto azionario*, cit., 163 ss. Ciò sembra essere confermato anche qualora la regola di adeguatezza venga rapportata al tema della responsabilità sociale d'impresa: cfr. BUONOCORE, *Adeguatezza, precauzione, gestione, responsabilità*, cit., 34 ss.; RIOLFO, *L'adeguatezza degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili nella s.p.a.*, cit., 204 ss., il quale opera una distinzione tra adeguatezza "interna", «riguardante la società come monade staccata dall'ambiente circostante (ad avere rilievo sarà qui la volontà dei soci [...])» e adeguatezza "esterna", «che va vista inserita nel contesto economico, giuridico e sociale che le è proprio (rileveranno – ed eserciteranno la loro influenza – allora normative di settore, principi giuridici generali, norme imperative, regole e prassi operative)».

³⁷ Per una critica al riferimento alla sola impresa collettiva, v. SPOLIDORO, *Note critiche sulla «gestione dell'impresa» nel nuovo art. 2086 c.c.*, cit., 259 ss.; ABRIANI-ROSSI, *Nuova disciplina della crisi d'impresa e modificazioni del codice civile*, cit., 395 nt. 6; contra GINEVRA-PRESCIANI, *Il dovere di istituire assetti adeguati ex art. 2086 c.c.*, cit., 1225 nt. 40; TRIMARCHI, *Codice della crisi*, cit., 117; RORDORF, *Doveri e responsabilità degli organi di società alla luce del codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, in *Riv. soc.*, 2019, 929 ss.

principio in parola all'alveo delle regole generali in materia di organizzazione d'impresa³⁸.

Sulla scorta di tale intervento, la dottrina è quindi tornata nuovamente a interrogarsi sulla *ratio* della norma, accorgendosi che, con tutta evidenza, l'adeguatezza non può allora essere posta al fine di tutelare l'interesse lucrativo degli *shareholder*, riequilibrando così gli *agency problem* del rapporto intercorrente tra amministratori e soci, proprio perché la clausola è ora imposta anche a tipi sociali – quali le società di persone – che non sono intrinsecamente caratterizzate dalla presenza di questa relazione fiduciaria, tipica per l'appunto delle società di capitali e, in particolar modo, delle s.p.a.³⁹.

Se si prosegue salendo sul piano delle fonti costituzionali coinvolte, ci si rende ulteriormente conto di quanto non solo quanto tradizionalmente affermato sia inesatto, ma addirittura contraddittorio, giungendo finanche al paradosso: se è vero, infatti, che l'obbligo di assetti adeguati comporta una limitazione della libertà di iniziativa economica in capo all'imprenditore che è tenuto a rispettare tale regola, allora si capisce come ciò sia inconciliabile con l'ulteriore affermazione, che deriva direttamente dall'impostazione tradizionale, che essa sia posta proprio per salvaguardare l'interesse economico al lucro del medesimo imprenditore. Insomma, risulta del tutto illogico sostenere che il motivo per cui il legislatore limita la libertà d'iniziativa economica, tutelata ex art. 41, co. 1, Cost., è proprio quello di far ottenere un maggior guadagno allo stesso soggetto la cui libertà d'iniziativa economica viene limitata⁴⁰.

Ciò significa che sussiste la necessità di individuare un'altra finalità della norma in esame – che chiaramente non può essere l'efficienza gestoria “pura” – che è stata rinvenuta, da parte della dottrina che ha evidenziato l'incoerenza della posizione classica appena riferita, in quella che è stata nominata come un'efficienza «sostenibile», volta cioè alla «protezione dell'affidamento del mercato nell'organizzazione d'impresa, affinché questa non assuma rischi superiori a quelli giustificati dall'attività svolta»⁴¹. Quel che

³⁸ GINEVRA-PRESCIANI, *Il dovere di istituire assetti adeguati ex art. 2086 c.c.*, cit., 1224.

³⁹ *Ibidem*; PRESCIANI, *Il modello organizzativo ex artt. 6-7 d.lgs. 231/2001*, cit., 743.

⁴⁰ GINEVRA-PRESCIANI, *Il dovere di istituire assetti adeguati ex art. 2086 c.c.*, cit., 1224, i quali rilevano che ritenere «che il principio di adeguatezza degli assetti si risolva in una libertà di impresa imposta al fine di tutelare l'imprenditore contro la propria dabbennaggine è tesi certamente non sostenibile».

⁴¹ Così espressamente GINEVRA-PRESCIANI, *Il dovere di istituire assetti adeguati ex art. 2086 c.c.*, cit., 1226; v., anche, GINEVRA, *Identità e rilevanza della persona giuridica alla luce del d. lgs. n. 231/2001*, in *Riv. soc.*, 2020, 72 ss.

rileva, pertanto, non è tanto l'interesse dei soci, quanto quello degli *stakeholder* – intesi come creditori, terzi investitori e finanziatori esterni – che a vario titolo hanno interesse a che l'organizzazione sia affidabile; e ciò al fine di far sì che la corresponsione di fattori produttivi da parte di tali soggetti esterni avvenga in un contesto non caratterizzato da comportamenti di azzardo morale da parte dell'imprenditore. In termini più propriamente economici – ormai noti al lettore di questo lavoro –, questa nuova impostazione rileva come il rapporto di *agency* avuto di mira dalla norma si manifesti proprio nella dinamica tra imprenditore e terzi: l'imprenditore è sempre libero di gestire proprio rischio di impresa, salvo il rispetto, imposto dall'obbligo di assetti adeguati, di un livello “minimo” di esigenze degli *stakeholder*, i quali devono essere salvaguardati dagli abusi di potere da parte dell'imprenditore. Chiaramente, ciò non significa negare che gli assetti adeguati possano rivelarsi utili anche al fine di riequilibrare il rapporto di *agency* tra amministratori e soci – atteso che gli stessi assetti possono evitare che il comportamento dei fiduciari provochi perdite facilmente evitabili, derivanti dall'effettivo verificarsi di rischi mal presidiati – ma ciò costituisce una conseguenza meramente indiretta della tutela posta in favore dei terzi.

Seguendo questo orientamento, si è allora affermato che, con riguardo ai principi costituzionali coinvolti, con l'art. 2086 c.c. si debba definitivamente effettuare un passaggio dagli artt. 41, co. 1, 42, co. 2 e 47, co. 1, Cost. agli artt. 41, co. 2 e 47, co. 2, Cost., cioè da un sistema incentrato sulla salvaguardia della libertà d'impresa in sé – delimitata unicamente dalla necessità che essa avvenga conformemente alla funzione sociale della proprietà e alla tutela del risparmio –, a uno che, di contro, sia attento che le modalità di esercizio della libertà d'impresa medesima siano coerenti con «l'utilità sociale», in quanto solo la protezione dal rischio di un utilizzo sconsiderato o interessato dei beni e delle risorse affidate *lato sensu* all'imprenditore fa sì che questi siano indirizzati e canalizzati verso le imprese meritevoli, garantendo, di conseguenza, la tenuta del sistema⁴².

⁴² Sul rapporto tra norme costituzionali: cfr. LUCIANI, *Economia nel diritto costituzionale*, in *Digesto IV, Disc. pubbl.*, Torino, 1990, 374 ss.; BENVENUTI, *Democrazia e potere economico*, in *Riv. AIC*, 2018, 258 ss.; MENGONI, *Autonomia privata e Costituzione*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1997, I, 1 ss.; per lo “slittamento” dei principi costituzionali di riferimento, GINEVRA-PRESCIANI, *Il dovere di istituire assetti adeguati ex art. 2086 c.c.*, cit., 219 ss.; v. anche GINEVRA, *L'organizzazione societaria. Lezioni e casi di diritto commerciale avanzato*, Torino, 2018, vol. I, 7.

Questa impostazione risulta peraltro confermata dalla lettera della norma, in quanto, a ben guardare, a differenza di quanto accaduto con il suo antecedente, e cioè l'art. 2381 c.c., il legislatore non è più rimasto del tutto "silente" circa la finalità degli assetti che viene ora espressamente individuata (anche) «in funzione della rilevazione tempestiva della crisi dell'impresa e della perdita della continuità aziendale». Essa è un'esigenza che, con tutta evidenza, non può più essere sostenuta sussistere in funzione di una tutela meramente indiretta dei terzi (e, in particolare, dei creditori), solo secondaria rispetto a quella accordata ai soci⁴³. Al contrario, la previsione normativa si spiega proprio perché, come noto, nelle situazioni di crisi si ingenera una conflittualità tra gli interessi dei soci e quelli dei creditori sociali, in quanto non è affatto raro che i primi, che hanno ormai perduto quanto investito, azzardino in iniziative altamente rischiose il cui molto probabile cattivo esito è destinato a gravare solo in capo ai secondi⁴⁴.

Data tale ricostruzione, a questo punto dell'esposizione sembra di potersi trarre (almeno) un paio di conclusioni utili per quanto concerne la domanda di ricerca posta in questo lavoro. La prima è che se il dovere di adeguatezza degli assetti deve essere letto alla luce di quanto per ultimo esposto, altrettanto deve farsi con riguardo alla clausola di cui essa, s'è detto, costituisce estrinsecazione, e cioè la «corretta amministrazione». Si sta quindi dicendo che se l'adeguatezza ha una specifica finalità, che non è senz'altro quella di riequilibrare il rapporto tra soci e amministratori, a questo punto emerge chiaramente come essa, nonostante quanto affermato da altra dottrina⁴⁵, si discosti dal dovere di

⁴³ Sul punto, v. PRESCIANI, *Il modello organizzativo ex artt. 6-7 d.lgs. 231/2001*, cit., 744, secondo cui alla disposizione in esame «[v]iene, così, espressamente individuata la funzione "minima" degli assetti, i quali includono la predisposizione di "campanelli d'allarme" volti ad avvisare tempestivamente l'imprenditore (collettivo) del sopraggiungere della crisi. E ciò, non certo per tutelare l'interesse dello stesso imprenditore (atteggiamento che sembrerebbe eccessivamente paternalistico), quanto perché è proprio durante la fase della crisi che l'attività rischia di porsi in contrasto con l'utilità sociale, provocando delle esternalità negative verso terzi».

⁴⁴ PRESCIANI, *Il modello organizzativo ex artt. 6-7 d.lgs. 231/2001*, cit., 744 nt. 54; per ulteriori approfondimenti su tale aspetto, cfr. EASTERBROOK-FISCHEL, *L'economia delle società per azioni: un'analisi strutturale*, Milano, 1996, 84; SACCHI, *Sul così detto diritto societario della crisi: una categoria concettuale inutile o dannosa?*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2018, 1286.

⁴⁵ SPOLIDORO, *Note critiche sulla «gestione dell'impresa» nel nuovo art. 2086 c.c.*, cit., 266, il quale ritiene che, ancor oggi, l'istituzione degli assetti «rinvia all'applicazione di una clausola generale, quella dell'adeguatezza, che ha tutta l'aria di essere una specificazione della diligenza». Tale impostazione sembra essere stata sostenuta pure nelle prime pronunce della giurisprudenza di merito a seguito della novella: v. Trib. Roma, 8 aprile 2020, cit., 14 ss., là dove i giudici ritengono applicabile la bjr in ambito di predisposizione degli assetti sulla base della considerazione che «la funzione organizzativa rientra pur sempre nel più vasto ambito della gestione sociale e che essa deve necessariamente essere esercitata impiegando un insopprimibile margine di libertà, per cui le decisioni relative all'espletamento della stessa

diligenza, il quale, al contrario, è precisamente indirizzato a quell'*agency relationship*. Proseguendo poi tale ragionamento anche al livello sistematico superiore, ciò significa altresì che la clausola di corretta amministrazione, lungi dal dover essere ricondotta alla diligenza, è parimenti volta a garantire la sostenibilità, ossia a rivolgere attenzione alla riferita dinamica tra imprenditori e terzi⁴⁶.

Da questo quadro ne discende, quale corollario, che non è condivisibile l'opinione di chi ha ritenuto che la correttezza degli amministratori di cui all'art. 2403 c.c. sarebbe a sua volta riconducibile al generale principio di correttezza *ex art. 1175 c.c.* Come stato opportunamente rilevato da una dottrina, l'utilizzo pressoché del medesimo vocabolo da parte del legislatore implica, per verità, nozioni giuridiche molto diverse tra loro⁴⁷. *Da un lato*, infatti, bisogna notare che «affermare che gli amministratori sono tenuti, nel loro agire, a rispettare regole di correttezza vuol dire imporre loro condotte e scelte gestionali non solo formalmente rispettose del dato normativo, ma anche coerenti con l'interesse sociale»⁴⁸. *Dall'altro lato*, invece, qualora si affermi che gli amministratori sono tenuti a rispettare il dovere di corretta amministrazione si sta dicendo che essi sono tenuti a doveri, innanzitutto, organizzativi⁴⁹ – indicati *in primis* dalle scienze aziendali – e, poi, di gestione – secondo gli assetti effettivamente predisposti – previsti al fine di garantire non tanto che essi agiscano in linea con l'interesse dei soci, quanto che essi “non esagerino” nell'esercizio del loro potere gestorio in danno dei terzi.

La seconda conclusione è apprezzabile, invece, sul diverso piano dell'impostazione seguita in questo lavoro, e cioè quello dell'ottica fiduciaria: in quanto tale, essa merita allora una trattazione separata in quanto, a parere di chi scrive, costituisce un punto di svolta importante ai fini della presente indagine.

vengono incluse tra le decisioni strategiche». Di tal che, prosegue il giudice, entro i limiti della razionalità e della ragionevolezza della scelta, il giudice non può entrare nel merito della scelta gestoria.

⁴⁶ GINEVRA-PRESCIANI, *Il dovere di istituire assetti adeguati ex art. 2086 c.c.*, cit., 1226, i quali rilevano che il dovere di correttezza degli amministratori in parola sarebbe «inteso ad assicurare che il rischio assunto sia sempre quello autorizzato, appunto, dalla sostenibilità dell'impresa gestita e prima ancora organizzata».

⁴⁷ Sul tema, MERUZZI, *L'informativa endo-societaria nella società per azioni*, in *Contr. e impr.*, 2010, 765; conf., nonostante in precedenti scritti si fosse espresso in senso contrario, IRRERA, *Gli obblighi degli amministratori di società per azioni tra vecchie e nuove clausole generali*, cit., 14.

⁴⁸ L'espressione è di MERUZZI, *L'informativa endo-societaria nella società per azioni*, cit., 765.

⁴⁹ *Ibidem*.

2. La rilevanza fiduciaria del dovere di correttezza degli amministratori negli assetti e nelle OPC

L'affermazione che la *ratio* della correttezza negli assetti sia la sostenibilità finanziaria, posta al fine di evitare il *market failure* mediante la protezione dell'affidamento dei terzi che a vario titolo gravitano intorno all'organizzazione, consente, proprio in ragione della declinazione di tale clausola quale strumento posto a salvaguardia di certi soggetti in un dato rapporto di *agency* – e quindi, in una fattispecie fiduciaria – di annoverare la regola in parola tra quelle norme che, seppur non espressamente, nel nostro ordinamento sono chiara ed evidente manifestazione dei *fiduciary duty*, di cui ricorrono tutti gli elementi.

A ben guardare, si è innanzitutto sottolineato come nella correttezza negli assetti adeguati siano presenti un fiduciario, che ora è l'imprenditore, e un fiduciante, i terzi, a cui, seppur da "fuori", viene richiesto di dare fiducia all'impresa e presso i quali quest'ultima, dal canto suo, intende approvvigionarsi, al fine di ottenere risorse produttive⁵⁰. Questi due soggetti instaurano tra di loro una *agency relationship* che, come tutti i rapporti di agenzia, è caratterizzata da uno squilibrio di potere del primo sul secondo, che la clausola in parola è diretta a riparare.

Inoltre, la correttezza negli assetti, come tutte le norme fiduciarie, presenta la caratteristica di avere senz'altro finalità preventiva, atteso che essa si indirizza non tanto a disciplinare, a livello sanzionatorio, quali siano le conseguenze all'eventuale violazione del dettato normativo in essa previsto – e ciò è particolarmente evidente dal momento in cui non sono affatto chiari quali siano i rimedi attivabili –, quanto ad anticipare il rischio che si avveri il tradimento della fiducia; ciò sembra particolarmente evidente nel nuovo comma 2 dell'art. 2086 c.c. che andrebbe letto nel senso, come sostenuto da alcuni autori, che gli assetti siano posti (anche) al fine di anticipare la crisi⁵¹.

⁵⁰ GINEVRA-PRESCIANI, *Il dovere di istituire assetti adeguati ex art. 2086 c.c.*, cit., 1226.

⁵¹ Così, PRESCIANI, *Il modello organizzativo ex artt. 6-7 d.lgs. 231/2001*, cit., 744, secondo la quale, oltre a «rilevare» la crisi, la norma impone, seppur in maniera solo implicita (in ragione della lettura combinata della stessa con l'art. 2428 c.c.), gli ulteriori obblighi di «individuare, prevenire e gestire quei rischi ai quali si espone l'attività d'impresa», e ciò affinché l'impresa non assuma su di sé rischi insostenibili, sempre nell'ottica di tutela dei terzi; *contra*, ABRIANI, *Doveri e responsabilità degli amministratori e dei sindaci*, in *La riforma del fallimento: Il nuovo codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, a cura di POLLIO-LONGONI, Milano, 2019, il quale diversifica tra il rischio "estremo" costituito dalla perdita della continuità aziendale, che andrebbe prevenuto, e gli altri rischi che, di contro, andrebbero soltanto gestiti.

Da ultimo, ma non meno importante, si deve evidenziare che, come avviene in tutte fattispecie fiduciarie, i *fiduciary duty* quale quello in commento sono posti al preciso scopo di proteggere il funzionamento del meccanismo fiduciario stesso. Tale dovere garantisce, infatti, che i fiducianti continuino ad affidare risorse ai fiduciari ma, al contempo, esso non limita in maglie troppo strette l'operato dei fiduciari, incentivando, in tal guisa, l'esistenza di soggetti professionalmente preparati a ricoprire tale incarico. Da questa prospettiva, si deve però precisare che il meccanismo fiduciario tutelato dalla regola di correttezza negli assetti non è quello "classico" della fiducia "interna" all'organizzazione – valutabile nella dinamica tra soci e amministratori, ovvero tra socio di maggioranza e soci di minoranza –, quanto, come si è detto più volte, quello della fiducia "esterna" a essa.

Posta la natura fiduciaria della norma, una prima questione che resta da dirimere attiene a se la correttezza negli assetti costituisca un *fiduciary duty* autonomo o se, invece, essa possa essere ricondotta a uno dei doveri fiduciari classici. In particolare, il dubbio è che tale clausola possa essere una specificazione del *duty of loyalty*, cioè di quel dovere irrinunciabile nelle fattispecie fiduciarie precisamente deputato ad assicurare il funzionamento del meccanismo fiduciario medesimo. A prescindere da quale sia la soluzione a tale quesito, anche da questo angolo di visuale si riconferma (in suffragio dell'intuizione da parte di uno degli orientamenti tradizionali all'indomani della riforma, nonché degli argomenti, maggiormente convincenti, di altro orientamento più recente) come la correttezza negli assetti non possa essere ricondotta al *duty of care*, vale a dire alla diligenza, la quale è fiduciarmente posta al diverso fine di "rassicurare" il fiduciante che abbia già affidato le proprie risorse che il fiduciario sarà prudente e accorto e che amministrerà i beni al fine di farli fruttare, venendo pertanto a mancare in riferimento ad essa quell'attenzione all'attrazione futura dell'investimento⁵².

Si badi bene che quanto si sta ora ipotizzando non comporta, tuttavia, che tra i doveri fiduciari di *loyalty* e di *care* non vi sia una forte interconnessione. È necessario, allora,

⁵² Per alcuni, è proprio la mancanza della proiezione verso futuro del *duty of care* a far sì che esso vada escluso dal novero dei doveri fiduciari: sul punto, in termini generali, v. FLANNIGAN, *Fiduciary and Contractual Accountability*, cit., 173, secondo cui, nel momento in cui il fiduciario esercita i propri poteri sui beni affidatigli «a beneficiary might disagree with the merits or fairness of the choices they [n.d.r. the fiduciaries] make. That, however, is not the concern of fiduciary accountability in the absence of any allegation of opportunism».

chiarire fin da subito l'equivoco, che potrebbe sorgere a questo punto, che gli amministratori non sarebbero tenuti a istituire gli assetti, appunto, con diligenza: quest'ultima resta in ogni caso un parametro che deve essere osservato dall'organo gestorio in relazione a qualunque proprio obbligo⁵³.

Lasciando per un momento tale questione e tornando alla materia oggetto della presente indagine, dall'analisi fin qui svolta si può affermare come sia la correttezza negli assetti sia la correttezza nelle OPC attengano entrambe senz'altro a fattispecie fiduciarie. Tanto detto sulla prima, si ricorda, infatti, anche con riguardo alla seconda, che la normativa OPC non è posta, come sostenuto dall'ottica più tradizionale, al solo fine di «neutralizzare» l'agire degli amministratori in modo che questi assumano, grazie al ricorso alle procedure, decisioni migliori – in quanto non “colorate” da conflitto di interessi proprio o del socio di maggioranza – ovvero più «ponderate» – poiché, attraverso di esse, si riducono i margini di errore –, ma nell'ottica fiduciaria qui adottata essa serve anche e soprattutto al fine di incentivare l'affidamento nei confronti delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio.

Facendo un ulteriore passo in tale direzione, si può rilevare come, seppur afferenti a doveri di legge distinti, la logica sottesa al pensiero di coloro che sostengono che la correttezza negli assetti è finalizzata all'efficienza gestoria sia accostabile alla logica di chi reputa che il fine della correttezza nelle OPC sia l'imparzialità e la ponderatezza della scelta degli amministratori. Ed infatti, entrambe le affermazioni tengono in conto unicamente della necessità di tutela dello *shareholder value*, senza però mai indirizzarsi verso una lettura che consideri la capacità delle due normative di poter incidere sull'attrazione e la canalizzazione degli investimenti⁵⁴.

A questo punto si tratta di comprendere, e in ciò consiste un secondo tema che merita di essere approfondito, quale sia il rapporto tra le due clausole di correttezza che gli

⁵³ Cfr. GINEVRA-PRESCIANI, *Il dovere di istituire assetti adeguati ex art. 2086 c.c.*, cit., 1236; ABRIANI-ROSSI, *Nuova disciplina della crisi d'impresa*, cit., 396; CONFORTI, *La responsabilità civile degli amministratori di società per azioni*, Milano, 2012, 364; IRRERA, *Gli obblighi degli amministratori di società per azioni tra vecchie e nuove clausole generali*, cit., *passim*.

⁵⁴ Ciò sembra potersi desumere, *ex multis*, da BARACHINI, *Tutela delle minoranze e funzione gestoria*, cit., 576, che in tema di «neutralizzazione» della funzione gestoria afferma che essa sia «[u]n'espressione [...] con la quale si vuole evidentemente sottolineare come vi sia un'insopprimibile esigenza di efficienza – oltre che di logica – nell'assicurare che l'azione dei gestori si mostri totalmente disinteressata, ovvero messa al riparo (o comunque depurata) da elementi di giudizio diversi da quello – e unico – cui la medesima dovrebbe ispirarsi: e cioè l'interesse della società e dei suoi soci (unitariamente intesi)».

amministratori sono tenuti a rispettare e che sembra possa declinarsi in un paio di modalità, tra loro antitetiche. *Da un lato*, si potrebbe rinvenire come anche la correttezza nelle OPC sia tesa, oltre che alla tutela del meccanismo fiduciario “interno”, anche a evitare, al pari della correttezza negli assetti, il *market abuse*, e cioè a preservare la fiducia “esterna”. Ciò significa che la correttezza nelle OPC sarebbe volta anche a un ulteriore scopo, e non solo a quello di assicurare che il fiduciario non possa estrarre “senza freni” benefici privati del controllo per salvaguardare al contempo l’interesse dei soci-*principal* e la libertà degli *agent* nell’utilizzo dei beni affidati loro. *Dall’altro lato*, a una più attenta analisi, potrebbe, invece, risultare che il meccanismo fiduciario tutelato dalla correttezza nelle OPC sia solo quello “interno”, il quale, lungi dal significare il riconoscimento di una tutela esclusiva del *principal*, è indirizzato a evitare che il conflitto di interessi anche solo potenziale dei fiduciari possa compromettere l’affidamento futuro di coloro i quali hanno già affidato ovvero vorrebbero affidare al mercato le proprie risorse. In altre parole, la prima soluzione realizza la riconducibilità delle OPC agli assetti, mentre la seconda mantiene concettualmente distinti i due principi.

Il lavoro procederà affrontando dapprima quest’ultima questione (§2.1), per poi tornare a quella relativa al dovere di correttezza negli assetti come dovere fiduciario autonomo ovvero ricompreso nella *loyalty* (§2.2).

2.1. Adeguatezza degli assetti e OPC: un unico dovere di correttezza degli amministratori?

L’introduzione dell’art. 2086, co. 2, c.c. che ha causato il ripensamento complessivo da parte della dottrina sulla clausola di adeguatezza negli assetti – e, quindi, anche su quella di corretta amministrazione – impone, a questo punto, una certa cautela metodologica, atteso che risulta necessaria qualche ulteriore verifica prima di poter confermare quanto sostenuto anche dalla più recente dottrina in materia di OPC, sia antecedente che appena successiva al d. lgs. 14/2019, ossia che se è vero che gli assetti sono procedimentalizzazione dei processi decisionali, allora l’art. 2391-*bis* c.c. e il Reg. OPC costituiscono una piena attuazione degli assetti medesimi di cui agli artt. 2086, 2380-*bis* e 2381 c.c.⁵⁵.

⁵⁵ Cfr. IRRERA, *Le procedure e il comitato di amministratori indipendenti nel Regolamento Consob sulle operazioni con parti correlate*, cit., 23 ss.; CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 38 ss.;

In effetti, a una più attenta analisi, tale ragionamento non può essere condiviso. Vero è che le OPC sono senz'altro delle procedure che costituiscono un lampante esempio di complessa “procedimentalizzazione” dell'attività gestoria, ma ciò non comporta automaticamente che ogni qualsivoglia ipotesi di proceduralizzazione costituisca un'estrinsecazione degli assetti. Una tale differenziazione delle procedure discende, a parere di chi scrive, dall'inquadramento delle stesse alla luce della distinzione, già richiamata, che distingue tra principi che sono espressione del diritto dell'impresa, tra cui si annoverano proprio gli assetti, e principi del diritto societario: al fine di capire meglio tale contrapposizione è necessario, a questo punto, svolgere un breve *excursus* di approfondimento.

Tale classificazione, per quanto conosciuta e matura – poiché, con tutta evidenza, trova la sua radice in due differenti disposizioni normative “cardine” per gli studiosi della materia e cioè, per l'una categoria, l'art. 2082 c.c. e, per l'altra, l'art. 2247 c.c. –, non è tra le più richiamate dalla dottrina⁵⁶, per lo meno con riferimento ai temi qui analizzati⁵⁷.

A ben guardare, però, tale scarso utilizzo da parte degli interpreti è dovuto in ragione dell'approccio di politica legislativa che è stato a lungo adottato dal legislatore italiano⁵⁸. Più precisamente, come noto, tra gli elementi costitutivi della fattispecie *ex art. 2082 c.c.* vi è l'organizzazione⁵⁹, requisito che, secondo pacifica dottrina, richiede un minimo di “etero-organizzazione” e cioè di combinazione di fattori produttivi. Ciò significa non solo che, per essere imprenditore, è necessario che sussistano al contempo il fattore capitale e il fattore lavoro, ma anche che egli chiarisca – pur in maniera solo informale e minima –

seppur più sfumato, MERUZZI, *L'adeguatezza degli assetti*, cit., 24; dopo l'introduzione dell'art. 2086, co. 2, c.c., v. HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*², cit., 52 ss.

⁵⁶ Per una critica al mancato ripensamento sulla fattispecie di impresa rispetto alle regole societarie, v. FERRO-LUZZI, *Riflessioni sulla riforma, I: la società per azioni come organizzazione del finanziamento di impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, 674 ss.

⁵⁷ Anche se, come riferito, essa non del tutto sconosciuta in tema di adeguatezza: BUONOCORE, *Adeguatezza, precauzione, gestione, responsabilità*, cit. *passim*; SFAMENI, *Responsabilità da reato degli enti e nuovo diritto azionario*, cit., 162; AMATUCCI, *Adeguatezza degli assetti, responsabilità degli amministratori e business judgment rule*, cit., 643 ss.; MAUGERI, *Note in tema di doveri degli amministratori nel governo del rischio di impresa*, cit., 2014, 11 e 22.

⁵⁸ Sulla ricostruzione in parola: GINEVRA-PRESCIANI, *Il dovere di istituire assetti adeguati ex art. 2086 c.c.*, cit., 1216 ss.; PRESCIANI, *Il modello organizzativo ex artt. 6-7 d.lgs. 231/2001*, cit., 738 ss.

⁵⁹ Per una generale panoramica sul requisito dell'organizzazione *ex art. 2082 c.c.*, *ex multis*: CETRA, *La fattispecie “impresa”*, in *Diritto commerciale*, a cura di Cian, Torino, 2017, vol. I, 33 ss.; CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, Milano, 2008, vol. I, 27; BUONOCORE, (voce) *Impresa*, in *Enc. dir.*, 2007, I, 779; v., anche, sul rapporto tra organizzazione e assetti: MERUZZI, *L'adeguatezza degli assetti*, cit., 1 s.

un embrionale organigramma da cui risultino le funzioni attribuite all'interno dell'impresa, chiarendo così chi fa cosa e secondo quali modalità. Posta la norma, il legislatore per molto tempo non è intervenuto oltre su tale profilo, omettendo quindi qualsivoglia previsione sulle regole interne dell'organizzazione dell'attività di impresa, lasciando così ogni determinazione interamente all'imprenditore, il quale era lasciato libero di prevedere delle regole "mobili", fluide, senza la necessità che fossero fissate *ex ante*. Questa impostazione veniva riconosciuta in ossequio al principio di libertà di iniziativa economica dello stesso *ex art. 41, co. 1, Cost.*

Questo quadro rimane immutato fino all'inizio del nuovo millennio, salvo che per alcune disposizioni eccezionali che imponevano l'adozione di schemi organizzativi predeterminati nei settori speciali, ossia alle banche, agli intermediari finanziari e assicurativi, nonché alle quotate (vale a dire in ipotesi in cui la sussistenza della tutela del risparmio *ex artt. 47 e 41, commi 2 e 3, Cost.* richiedeva il temperamento della menzionata libertà di iniziativa economica), al fine di garantire la «sana e prudente gestione»⁶⁰. Da tal momento, invece, prima con la disciplina di cui al d. lgs. 231/2001⁶¹ e poi (e soprattutto) con la riforma del diritto societario, si avverte un cambio di passo del legislatore con riferimento all'attenzione da quest'ultimo prestata alla struttura organizzativa, in quanto inizia a prender piede l'idea che attraverso una buona regolamentazione di questo aspetto si possa meglio controllare e monitorare l'attività d'impresa, riducendo, così, i rischi di un suo malfunzionamento: e tutto ciò, in coerenza con la tutela dell'utilità sociale, sancita *ex art. 41, commi 2 e 3, Cost.*

In altri termini si sta dicendo che, con la riforma del 2003, è avvenuto un cambiamento radicale nell'approccio normativo, atteso che, per un verso, è stata riconosciuta un'ampia autonomia statutaria alle società e son state ridotte, di contro, le norme avente contenuto inderogabile, ma, per altro verso, il legislatore ha iniziato ad "intromettersi" sulle modalità di esercizio dell'attività d'impresa proprio con la previsione che impone agli amministratori di società per azioni l'istituzione di assetti organizzativi, amministrativi e contabili adeguati di cui all'art. 2381 c.c. Tale evoluzione è poi continuata, culminando

⁶⁰ IRRERA, *Assetti adeguati e modelli organizzativi*, cit., 94 ss.; AMATUCCI, *Adeguatezza degli assetti, responsabilità degli amministratori e business judgment rule*, cit., 643; MOZZARELLI, *Appunti in tema di rischio organizzativo e procedimentalizzazione dell'attività imprenditoriale*, cit., 732.

⁶¹ Per un approfondimento sulla disciplina della 231 in relazione all'evoluzione in parola, v. PRESCIANI, *Il modello organizzativo ex artt. 6-7 d.lgs. 231/2001*, cit., 741 ss.

nel nuovo art. 2086, co. 2, c.c. che, come s'è detto, allarga tale dovere a tutte le imprese collettive, facendolo inequivocabilmente assurgere a principio generale del diritto d'impresa.

Dalla ricostruzione appena svolta emerge come oggi vi sia la necessità, maggiormente avvertita che in passato, di individuare le norme del diritto d'impresa che, come il dovere di adeguatezza degli assetti, sono poste al fine dell'esigenza di tutela degli interessi dei terzi. Ciononostante, tale esigenza non porta comunque a ritenere che ogni nuova normativa introdotta durante il tracciato percorso di cambiamento di politica legislativa debba essere letto alla luce del menzionato diritto di impresa, e non di quello societario.

Proprio in funzione di quest'ultimo sembra, infatti, doversi collocare la disciplina OPC: un indice in tal senso risiede nel fatto che essa costituisce una disciplina introdotta nel 2004 – e cioè durante il primo momento di passaggio del *trend* evolutivo rilevato – e che, però, rimarrà espressamente prevista solo per alcuni sotto-tipi di s.p.a., le quotate e quelle ad azionariato diffuso, anche a seguito del completamento delle modifiche regolamentari emanate dalla Commissione, vale a dire in un momento storico in cui il legislatore ha completato quel percorso che ha portato, con l'art. 2086, co. 2, c.c., alla definitiva esplicitazione delle regole di diritto di impresa, là dove esistenti.

Oltre a ciò, è sul fronte sostanziale, ossia su quello dell'esatta individuazione del contenuto dell'assetto organizzativo, che ci si accorge in definitiva di come la disciplina OPC non faccia parte di esso. Come si è visto, le procedure che fanno parte dell'assetto organizzativo trovano il proprio nucleo nell'istituzione di un organigramma e di un funzionigramma dell'attività d'impresa e, in generale, di tutti quei processi necessari «per garantire che il potere decisionale sia assegnato ed effettivamente esercitato ad un appropriato livello di competenza e responsabilità»⁶² che, in parole semplici, significa che sugli amministratori incombe l'obbligo di stabilire preventivamente, non volta per volta, a tutti i livelli dell'impresa, chi fa cosa e come deve farlo. Si capisce bene, invece, come le procedure *ex artt.* 4, 7 e 8 Reg. OPC di una data s.p.a., quotata o ad azionariato diffuso, non hanno questa funzione: esse, piuttosto, sono volte a disciplinare, secondo le procedure indicate e nei limiti consentiti dal medesimo regolamento, lo specifico *iter* con cui l'organo gestorio di una certa società aperta debba assumere la decisione nelle

⁶² V. CNDCEC, *Norme di comportamento del collegio sindacale di società quotate*, cit., Norma Q.3.4, Principio secondo.

transazioni da concludere con certi soggetti “prossimi”, che le rendono pertanto in odore di conflitto di interessi. Insomma, le procedure nelle OPC riguardano il tema, tutto di diritto societario, della ripartizione interna tra consiglio di amministrazione e comitato parti correlate, nelle OPC di maggior rilevanza, ovvero tra consiglio di amministrazione o altro organo competente a decidere sull’operazione e comitato, in quelle di minore rilevanza⁶³.

A nulla servirebbe poi richiamare l’argomento secondo cui nell’assetto organizzativo, oltre agli assetti organizzativi “aziendali”, andrebbero ricompresi anche gli assetti organizzativi “statutari”, ossia quelli che si occupano «della conformazione e del funzionamento degli organi sociali, del rapporto tra gli stessi, nonché della responsabilità che assumono i relativi componenti verso la società»⁶⁴, posto che l’adozione delle procedure OPC non è affatto rimessa allo statuto, essendo invece di competenza, *ex art. 2391-bis c.c.*, dell’organo amministrativo mediante il procedimento indicato all’art. 4 Reg. OPC.

Da questa impostazione sulla lettura della disciplina OPC– che, a quanto consta, è nuova in materia – discendono alcuni corollari. Il primo, attiene al chiarimento tra il rapporto tra disciplina OPC e quella relativa alla responsabilità da reato degli enti (d. lgs. 231/2001), accostamento sovente operato dalla dottrina⁶⁵. Come noto, con il *corpus* normativo da ultimo richiamato il legislatore ha introdotto, sul piano penale, una

⁶³ Di recente, in questo senso, invece, HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*², cit., 52, la quale sostiene che «[n]el senso della riconducibilità delle procedure in materia al novero degli assetti organizzativi depono in primis la definizione di assetto organizzativo fornita all’interno delle norme di comportamento [...], ove si fa espresso riferimento alle direttive e alle procedure stabilite per garantire che il potere decisionale sia assegnato ed effettivamente esercitato a un appropriato livello di competenza e responsabilità. Le procedure in materia di parti correlate perseguono proprio questo obiettivo, fornendo ai soggetti competenti ad assumere la decisione un bagaglio informativo più ampio grazie al parere redatto dal comitato e richiamando l’attenzione dell’intero consiglio sugli affari più rilevanti». Tale impostazione non sembra cogliere nel segno, in particolar modo in relazione alla tipologia di operazioni ritenute dal legislatore ontologicamente più pericolose, e cioè le OPC di maggiore rilevanza, atteso che con riguardo a esse l’operazione proposta deve passare *ex lege* prima attraverso il vaglio del parere del comitato parti correlate e poi la deliberazione del c.d.a., dacché non si capisce in che modo ciò sarebbe espressione del potere degli amministratori di “fissare” nell’organigramma-funzionigramma l’individuazione del soggetto competente a decidere sull’operazione.

⁶⁴ Così MIRONE, *Regole di governo societario e assetti statutari delle banche tra diritto speciale e diritto generale*, in *Orizzonti dir. comm.*, 2017, 11; v. anche HOUBEN, *Articolazione dell’organo amministrativo e assetti organizzativi adeguati: il ruolo del Codice di Corporate Governance*, in *Riv. dir. banc.*, 2020, I, 721.

⁶⁵ DEMURO, *Il coordinamento delle procedure in materia di operazioni con parti correlate con il modello organizzativo predisposto ai sensi del d. lgs. 231/01*, cit., 159 ss.; v. anche CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 39.

responsabilità delle società e, in generale, degli enti⁶⁶ per i reati commessi nell'interesse o a vantaggio della medesima società o ente da soggetti facenti parte, a vario titolo, della loro struttura organizzativa⁶⁷. Senonché, la medesima normativa prevede ulteriormente che la società o l'ente possano andare esenti da responsabilità nel caso in cui essi, prima della commissione del reato, abbiano predisposto ed efficacemente attuato, *ex artt. 6-7 d. lgs. 231/2001*, il c.d. «modello di organizzazione e gestione» (anche detto «mog»), vale a dire una procedura interna idonea «a prevenire reati della specie di quello verificatosi»⁶⁸.

Chiaramente, non è di certo questa la sede per addentrarsi nelle numerose questioni di diritto societario lasciate aperte dalla materia. Tuttavia, risulta essere un passaggio interessante per questo lavoro sottolineare come, facendo leva sull'elemento procedurale, ossia su una caratteristica fondamentale anche della disciplina ora in parola, la dottrina abbia concluso che, in ambito societario, tra assetti organizzativi e disciplina 231 vi sarebbe una certa sovrapposizione, tanto che in tale area comune è possibile inquadrare il rapporto tra le due come di *genus a species*. Ma non solo: sulla base del riscontro, di carattere pratico, che anche tra disciplina 231 e quella OPC vi sia un certo grado di interferenza, in quanto, già intuitivamente, si capisce come certe attività illecite (*e.g.* riciclaggio o ricettazione) che si realizzano mediante operazioni di *cash flow* ovvero di *asset tunneling* possano realizzarsi più facilmente proprio qualora la controparte sia un soggetto “vicino” alla società⁶⁹, alcuni autori hanno ritenuto che la normativa OPC

⁶⁶ I soggetti destinatari della normativa sono gli enti forniti di personalità giuridica e le società e associazioni anche prive di personalità giuridica (art. 1, co. 2, d. lgs. 231/2001) ma non lo Stato, gli enti pubblici territoriali, gli enti pubblici non economici o gli enti che svolgono funzioni di rilievo costituzionale (art. 1, co. 3); l'opinione maggioritaria esclude inoltre che essa si applichi agli imprenditori individuali: su tale disposizione, cfr., *ex multis*, AMARELLI, *Art. 1*, in *Compliance - Responsabilità da reato degli enti collettivi*, a cura di Castronuovo-De Simone-Ginevra-Lionzo-Negri-Varraso, Milano, 2019, 21 ss.; GINEVRA, *Identità e rilevanza della persona giuridica alla luce del d. lgs. n. 231/2001*, cit., *passim*.

⁶⁷ Ai sensi dell'art. 5 d. lgs. 231/2001, la responsabilità della società o dell'ente insorge a seguito della commissione di reati da parte di soggetti “apicali” ovvero di “sottoposti” a questi: per un approfondimento, *ex multis*, v. BORDIGA, *Responsabilità amministrativa degli enti e criteri di imputazione oggettiva*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2020, 415 ss.

⁶⁸ Artt. 6, co. 1, lett. a) e 7, co. 2, d. lgs. 231/2001.

⁶⁹ Sul punto, DEMURO, *Il coordinamento delle procedure in materia di operazioni con parti correlate con il modello organizzativo predisposto ai sensi del d. lgs. 231/01*, cit., 164 s., il quale rileva altresì che, a titolo esemplificativo, «partendo dal dato di fatto (conosciuto) che l'acquisto di beni e servizi possa essere un'attività strumentale alla creazione di “riserve” extrabilancio (nella prassi, “fondi neri”) si può ritenere non lontano dalla realtà che la creazione di tali riserve possa trovare la sua via privilegiata attraverso delle operazioni con soggetti “correlati”».

costituirebbe a sua volta una specificazione della disciplina della 231 «in quanto destinata a regolare (*rectius*: procedimentalizzare) i processi decisionali e operativi, con finalità penal-preventiva, di alcune specifiche operazioni»⁷⁰ concluse, per l'appunto, con delle parti correlate.

Se si segue la lettura qui proposta, tale ultima affermazione non può però essere accolta. Lungi dal voler negare che le due normative possano spesso trovare, in concreto, punti di contatto, a differenza di quanto affermato con riferimento alle OPC, le procedure previste dalla 231 (ed in particolare il mog) qualora poste in essere da un'impresa sono effettivamente – come peraltro è stato affermato non di rado dalla dottrina⁷¹ – accostabili al dovere di istituire un assetto organizzativo adeguato. Esse chiaramente costituiscono, infatti, una di quelle normative che si occupa dell'organizzazione dell'attività imprenditoriale, che trova conferma nel dato che fin dalla sua introduzione si applica a tutte le imprese esercitate collettivamente (e non solo a un certo sotto-tipo di s.p.a., come avviene nelle OPC). Se così è, allora, come si è già visto per gli assetti, la sua funzione non è tanto quella di preservare, per il tramite dell'istituzione e dell'attuazione del mog, l'interesse sociale (e cioè l'interesse “egoistico” dei soci) da condotte che altrimenti potrebbero creare un danno patrimoniale o reputazionale alla società, quanto, al contrario, quella di garantire che l'attività non sia esercitata in contrasto con l'utilità sociale; tutela che in questo caso si declina specificatamente nella tutela di interessi “esterni”, qualificabili come interessi pubblici⁷². E ciò costituisce con tutta evidenza una differenza con la normativa OPC, che è di contro una materia tesa ad occuparsi di quale sia l'*iter* di approvazione da parte degli amministratori di alcuni tipi di affari in certi sotto-tipi di s.p.a., per cui si deve negare che tra le due discipline vi sia un rapporto di continenza.

⁷⁰ Così espressamente DEMURO, *Il coordinamento delle procedure in materia di operazioni con parti correlate con il modello organizzativo predisposto ai sensi del d. lgs. 231/01*, cit., 163 s.

⁷¹ Cfr. COLOMBO, *I modelli di organizzazione e l'organismo di vigilanza (d. lgs. 231/2001) nel quadro del sistema dei controlli interni di banche ed altri intermediari finanziari*, in *Banca impr. soc.*, 2008, 413 ss.; GALLETTI, *I modelli organizzativi nel d. lgs. n. 231 del 2001: le implicazioni per la corporate governance*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 126 s.; KUTUFÀ, *Adeguatezza degli assetti e responsabilità gestoria*, cit., 719 ss.; SFAMENI, *Responsabilità da reato degli enti e nuovo diritto azionario*, cit., 171 ss.; PRESCIANI, *Il modello organizzativo ex artt. 6-7 d.lgs. 231/2001*, cit., 741 ss.; v. anche BUONOCORE, *Adeguatezza, precauzione, gestione, responsabilità*, cit., 14 ss. e 26 ss.; IRRERA, *Assetti organizzativi adeguati*, cit., 76; MOZZARELLI, *Appunti in tema di rischio organizzativo e procedimentalizzazione dell'attività imprenditoriale*, cit., 732.

⁷² PRESCIANI, *Il modello organizzativo ex artt. 6-7 d.lgs. 231/2001*, cit., 745.

Quale seconda conseguenza, in ragione di quanto esposto si può adottare la giusta prospettiva che permette di capire come non sia sostenibile la tesi, accolta da alcuni autori, che vuole le OPC espressamente previste solo in certi sotto-tipi di s.p.a. perché lì i parametri normativi della «natura» e delle «dimensioni» dell'impresa lo richiederebbero al fine di poter ritenere gli assetti predisposti effettivamente adeguati⁷³. Adottare questa tesi, infatti, se non si tiene a mente quale sia il contenuto dell'assetto organizzativo, porterebbe inevitabilmente a sostenere che, a prescindere dall'esistenza di un appiglio normativo apposito, ogni s.p.a. (se non addirittura ogni società di capitali) dovrebbe prevedere una procedura sulla falsariga di quelle previste dal Reg. OPC qualora uno dei due parametri *ex art. 2381 c.c.* lo richieda. Un ragionamento non dissimile è per esempio stato sostenuto con riferimento ad altre regole organizzative, quali, ad esempio, il dovere di istituire il sistema di controlli interni (espressamente previsto solo nelle società quotate) anche nelle s.p.a. chiuse⁷⁴.

Allo stesso modo, non risulta decisivo per sostenere una lettura diversa neppure l'argomento di coloro che hanno cercato conferma della riconducibilità della disciplina OPC agli assetti in quelle disposizioni del Reg. OPC che sembrano modulare le procedure proprio in base ai criteri delle «dimensioni» – come l'art 10 Reg. OPC, che consente un alleggerimento delle procedure alle società di recente quotazione o a quelle con azioni diffuse in misura non rilevante – o della «natura» dell'impresa – per esempio, l'art. 4, co. 2, Reg. OPC, che consente alle società di individuare ulteriori soggetti che assumano la qualifica di parti correlate, anche in ragione delle «discipline di settore eventualmente applicabili»⁷⁵. Sul punto si noti anzitutto che, come è stato rilevato in dottrina, proprio la «natura» e le «dimensioni» costituiscono i due criteri a cui il legislatore ha fatto spesso ricorso ben prima che negli assetti adeguati *ex art. 2381 c.c.* – su tutti, si pensi all'art. 2214, co. 2, c.c., in tema di scritture contabili, il quale li richiama per l'appunto entrambi

⁷³ MERUZZI, *L'adeguatezza degli assetti*, cit., 24.

⁷⁴ Sull'obbligo di prevedere un sistema di controlli interni, ritengono che essi siano dovuti al ricorrere dei limiti individuati dalla clausola di adeguatezza *ex art. 2381 c.c.*: SFAMENI, *Art. 2403 c.c.*, cit., 1554 ss.; IRRERA, *Assetti organizzativi adeguati e governo societario*, cit., 72; KUTUFÀ, *Adeguatezza degli assetti e responsabilità gestoria*, cit., 715 nt. 29; MERUZZI, *L'adeguatezza degli assetti*, cit., 26; MONTALENTI, *Gli obblighi di vigilanza nel quadro dei principi generali sulla responsabilità degli amministratori di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società*, diretto da Abbadessa-Portale, Milano, 2006, vol. II, 840.

⁷⁵ In questo senso, invece, CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 41 s.; in relazione al solo profilo dimensionale, v. anche HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*², cit., 54 nt. 4.

–, e che pertanto costituirebbero i parametri qualitativi “classici” usati nell’ambito del diritto commerciale⁷⁶. Oltre a ciò, si deve rilevare come l’argomento non risulta ora più sostenibile, qualora si rammenti il recente intervento sul Reg. OPC in merito al profilo dimensionale. Esso, infatti, con riguardo alle procedure nelle società neo-quotate o in quelle con azioni diffuse in misura non rilevante, ha circoscritto un loro possibile allentamento nella previsione di un comitato parti correlate composto per la maggioranza (e non esclusivamente) da amministratori indipendenti anche nel caso di OPC di maggior rilevanza, atteso che per l’approvazione di quest’ultime la novella ha invece esteso anche per tali soggetti la riserva di competenza a deliberare in capo consiglio di amministrazione (art. 10, co. 1, nuovo Reg. OPC).

In conclusione, se è vero che le procedure sono volte a regolare la ripartizione tutta interna all’organo gestorio della competenza a decidere su una certa OPC, allora la loro funzione non consiste in quella tipica degli assetti. Ciò significa che la normativa OPC non si indirizza a disciplinare quel rapporto tra organizzazione e terzi finanziatori al fine di salvaguardare la sostenibilità finanziaria dell’impresa. Al contrario, l’*agency relationship* presa in considerazione dalla stessa risulta essere unicamente quella “classica” nelle società di capitali, ove la separazione tra proprietà e controllo determina l’insorgenza di *agency problem*, per un verso, nella dinamica tra soci e amministratori, in particolare nelle società ad assetti proprietari diffusi, e per altro verso, in quella tra soci di maggioranza (o anche di controllo) e soci di minoranza (anche esterni), soprattutto nelle società ad assetti proprietari concentrati. Tutto questo senza però dimenticare che, trattandosi di rapporti fiduciari, le OPC sono tese a tutelare non solo l’«efficienza gestoria», da attuarsi per il tramite della «neutralizzazione» dell’agire degli amministratori, ma anche il funzionamento dell’intero meccanismo fiduciario al fine dell’attrazione degli investimenti di futuri *principal*.

Se si torna ora alla correttezza, a chi scrive pare che sia innegabile il riconoscimento di una concatenazione, o meglio, di un rapporto di continenza tra il dovere di predisporre procedure che assicurino il rispetto della correttezza sostanziale e procedurale nelle OPC (art. 2391-*bis* c.c.) e la clausola, più generale, di correttezza degli amministratori (art. 2403 c.c.), che si spiega sulla base dell’esistenza di un “comun denominatore” a entrambe

⁷⁶ DE MARI, *Gli assetti organizzativi societari*, in *Assetti adeguati e modelli organizzativi*, diretto da Irrera, Bologna, 2016, 29 nt. 15; KUTUFÀ, *Adeguatezza degli assetti e responsabilità gestoria*, cit., 711.

le norme, costituito dalla “procedimentalizzazione” (sia dal punto di vista, prima, della predisposizione e, poi, del rispetto delle procedure). Attesa, però, la diversa *ratio* delle OPC e degli assetti adeguati, si ipotizza che l’obbligo generico di corretta amministrazione *ex art. 2403 c.c.* racchiuda in sé due diverse possibili declinazioni fiduciarie che si estrinsecano, per l’appunto, l’una negli assetti e l’altra nelle OPC. L’alternativa è, chiaramente, quella di sostenere che, per quanto gli assetti e le OPC condividano una medesima matrice fiduciaria, si tratti di due regole separate, afferenti a *fiduciary duty* distinti, difficilmente riconducibili in egual misura al principio di correttezza *ex art. 2403 c.c.*

Tutto ciò ben sapendo che l’individuazione di tale questione nei termini appena riferiti si pone in discontinuità con quanto invece sostenuto dalla dottrina anche più recente, la quale ancora rimanda le OPC agli assetti, a loro volta riconducibili al dovere di diligenza per il tramite del dovere di correttezza⁷⁷.

A chiarimento del quesito se il principio di corretta amministrazione *ex art. 2403 c.c.* sia un principio ampio che rinchiede, per un verso, gli assetti adeguati e, per altro verso, la correttezza nelle OPC, ovvero se tali ultime due clausole sono inconciliabili, viene fortunatamente in soccorso il dato comparatistico.

2.2. *I fiduciary duty coinvolti negli assetti secondo la giurisprudenza statunitense: la riconduzione al duty of loyalty*

La comprensione di quali siano gli esatti contorni dei *fiduciary duty* è una questione che ricorre spesso anche nelle pronunce più recenti dei giudici statunitensi, vuoi perché il contenuto di essi non è positivizzato, vuoi perché, nel tempo, i rapporti fiduciarci a cui essi si riferiscono sono mutati, interferendo, quindi, sul contenuto degli stessi. In relazione a tale ultimo profilo, già dall’analisi del filone di decisioni da cui emerge l’evoluzione del *duty of loyalty* avvenuta con riferimento ad alcune tipologie di OPC si è rilevato, in termini generali, come il binomio tra *duty of care* e *duty of loyalty* non consti in una bipartizione statica, monolitica o sempre chiara circa i confini di ognuno di essi. Al contrario, seppur sia indiscutibile che il “cuore” del *duty of loyalty* consista nel comando, rivolto al fiduciario, di non gestire le risorse affidategli in conflitto di interessi con il fiduciante e, di conseguenza, essendo le OPC delle ipotesi che, con tutta evidenza,

⁷⁷ Da ultimo, HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*², cit., 129.

pongono un problema di *loyalty*, si è visto come, al fine di incentivare la conclusione di quelle favorevoli per i *principal*, le Corti del Delaware abbiano, per un verso, rinunciato a un severo scrutinio su tale dovere fiduciario secondo quanto imporrebbe l'*entire fairness standard*, operando però, per altro verso, una rivitalizzazione di quello che a una prima analisi può sembrare il *duty of care* – *i.e.*, il *duty of loyalty* proceduralizzato –, esigendo un rigoroso rispetto di questo nelle varie fasi delle procedure previste al fine dell'approvazione della transazione.

Tenendo presente tale percorso, occorre però ora volgere l'attenzione al diverso filone di pronunce, sempre rese dalle Corti del Delaware, in tema di assetti. Esso, per verità è già stato approfondito e studiato dalla dottrina italiana, soprattutto per quanto riguarda l'analisi dell'effettiva esistenza, in quell'ordinamento, di una responsabilità degli amministratori in caso di mancata implementazione ovvero di mancato monitoraggio degli stessi assetti, nonché della questione dell'applicabilità o no a quest'ultimi della *bjr*, anche nell'ottica di una lettura comparata⁷⁸. Tuttavia, ai fini questo lavoro, tale giurisprudenza è rilevante dalla diversa prospettiva di comprendere quale o quali siano, per quei giudici, i doveri fiduciari coinvolti in relazione a tale obbligo.

Più precisamente, la questione che quelle Corti hanno dovuto affrontare concerne se e in che misura l'adeguatezza degli assetti possa essere ricondotta al *duty of loyalty*, atteso che essa non riguarda un'ipotesi di conflitto di interessi, ovvero al *duty of care*, nonostante ciò comporterebbe, di fatto, il venir meno di qualsivoglia responsabilità degli amministratori in virtù dell'esistenza negli statuti delle società di *exculpatory clause* [tit. 8, § 102 (b)(7) DCGL], che hanno per l'appunto introdotto la possibilità di esonerare i propri amministratori da responsabilità in caso di violazione del solo *duty of care*⁷⁹, oppure ancora se essa debba essere invece riferita a un terzo e nuovo dovere fiduciario.

La prima sentenza da segnalare è quella relativa al noto caso *Caremark*⁸⁰, deciso dalla *Court of Chancery of Delaware*, sul tema del dovere degli amministratori di curare l'adeguatezza dell'assetto organizzativo e in particolare del sistema di controllo interno,

⁷⁸ Cfr. AMATUCCI, *Adeguatezza degli assetti, responsabilità degli amministratori e business judgment rule*, cit., 643 ss.; SEMEGHINI, *La Business Judgement Rule, diritto statunitense*, cit., *passim*; FORMISANI, *Business judgment rule e assetti organizzativi: incontri (e sconti) in una terra di confine*, in *Riv. dir. soc.*, 2018, 469 ss.

⁷⁹ Sul motivo dell'introduzione da parte del legislatore delle *exculpatory provision* a seguito della nota vicenda *Van Gorkom*, si rinvia *supra*, cap. 2, sez. I, § 4, nt. 70.

⁸⁰ *In re Caremark International inc., Derivative litigation*, in 698 a.2d 959 (1996 Del. Ch.), 960 ss.

ove l'ancor più celebre giudice Allen ne ha limitato la responsabilità alle ipotesi di «utter failure to attempt to assure a reasonable information and reporting system exists», vale a dire a quelle ipotesi integranti «the lack of *good faith* that is a necessary condition to liability»⁸¹ (enfasi aggiunta). Oltre all'inequivocabile riferimento al concetto di adeguatezza («[...] reporting system, which the board concludes is adequate»⁸²), ciò che colpisce di questa pronuncia è come in relazione al dovere di monitoraggio degli amministratori (il c.d. «duty to oversight») esso inizi ad essere ricondotto, a monte, a quello che sembra essere un inedito dovere fiduciario, vale a dire il *duty to act in good faith*, distinto dai classici *duty of loyalty* e *duty of care*, nonostante la precisazione che esso vada comunque ricondotto nell'alveo di quest'ultimo⁸³.

Forse anche in accoglimento del rilievo che quanto sostenuto in *Caremark* non fosse privo di incoerenze – in quanto l'affermazione di un dovere di *good faith* sulla base del quale fondare la responsabilità si pone in contraddizione con la sua riconduzione al *duty of care*, dato che l'esistenza di una *exculpatory provision* porterebbe in ogni caso a esonerare l'amministratore da responsabilità – tale impostazione è stata tuttavia modificata dalla successiva e altrettanto famosa pronuncia, questa volta resa dalla Corte Suprema del Delaware, *Stone v. Ritter*. In quest'ultima viene riaffermato che il dovere degli amministratori di monitorare gli assetti deriva dal *duty to act in good faith*, con la precisazione, però, che esso non costituisce un terzo e indipendente dovere fiduciario, essendo, di contro, un'estrinsecazione del *duty of loyalty*⁸⁴. Al netto dei problemi di coerenza sistematica che poneva *Caremark*, l'impianto seguito dalla sentenza in esame – oltre al merito di distinguere espressamente il caso della violazione del dovere di *good faith* da quello della *gross negligence* (e cioè della violazione del *duty of care*)⁸⁵ – sul

⁸¹ *Ivi*, 971.

⁸² *Ivi*, 970.

⁸³ *Ivi*, 969, là dove si precisa che «[t]he core element of any corporate law duty of care inquiry is whether there is a good faith effort to be informed and exercise judgment».

⁸⁴ V. *Stone v. Ritter*, in *911 A.2d 362 (2006 Del.)*, 369 s., secondo cui «the obligation to act in good faith does not establish an independent fiduciary duty that stands on the same footing as the duties of care and loyalty» e ove la *Supreme Court*, anche attraverso il richiamo di un precedente [e cioè *Guttman v. Huang*, in *823 A.2d 492 (Del. Ch. 2003)*, 506] afferma che «[t]he failure to act in good faith may result in liability because the requirement to act in good faith “is a subsidiary element” i.e., a condition, “of the fundamental duty of loyalty”. It follows that because a showing of bad faith conduct [...] is essential to establish director oversight liability, the fiduciary duty violated by that conduct is the duty of loyalty».

⁸⁵ V. *Stone v. Ritter*, cit., 369, nell'affermazione per cui «a failure to act in good faith requires conduct that is qualitatively different from, and more culpable than, the conduct giving rise to a violation of the

piano sostanziale comporta l'importante affermazione che «the fiduciary duty of loyalty is not limited to cases involving a financial or other cognizable fiduciary conflict of interest. It also encompasses cases where the fiduciary fails to act in good faith»⁸⁶. Con *Ritter v. Stone* si iniziano così a ridisegnare i contorni del *duty of loyalty*, aprendo all'idea che in esso convivano al contempo la sua declinazione classica, che si estrinseca sul tradizionale terreno fiduciario del conflitto di interessi, ma anche quella diversa che viene in rilievo nella materia degli assetti, cioè in un ambito non colorato alla presenza, neppure in astratto, di tale conflitto.

Questo schema è stato poi confermato anche dalla successiva giurisprudenza, tra cui va citata la nota vicenda giudiziaria che ha coinvolto il colosso *Citigroup* contro i propri *shareholder*, i quali hanno agito contro la società in quanto, nonostante la predisposizione di un sistema di controllo interno, avevano riscontrato un mancato monitoraggio da parte degli amministratori sull'andamento dei mutui *subprime* anche in presenza di segnali d'allarme (i c.d. «red flag»)⁸⁷. In tale decisione i giudici riconfermano senza esitazioni l'individuazione della *good faith* quale componente della *loyalty*⁸⁸, rivolgendo piuttosto la propria attenzione a meglio specificare – rispetto a *Caremark* – i limiti entro cui può ravvisarsi una responsabilità degli amministratori per un mancato esercizio del proprio *duty to oversight* sugli assetti predisposti anche in presenza di *red flag*. Sul punto, i giudici distinguono le fattispecie di responsabilità per omessa vigilanza su condotte fraudolente o penalmente rilevanti dall'ipotesi in cui si contesti una omessa vigilanza sull'assunzione di un rischio troppo elevato, ritenendo che, in tal caso, l'operazione riguardi una scelta discrezionale degli amministratori che, in quanto tale, è coperta da *bjr*⁸⁹. Nella prima ipotesi (quella peraltro rilevante per il caso sottoposto all'attenzione di quei giudici),

fiduciary duty of care (i.e., gross negligence)». La Corte prosegue allora richiamando un precedente, il quale stabilisce che «[a] failure to act in good faith may be shown, for instance, where the fiduciary intentionally acts with a purpose other than that of advancing the best interests of the corporation, where the fiduciary acts with the intent to violate applicable positive law, or where the fiduciary intentionally fails to act in the face of a known duty to act, demonstrating a conscious disregard for his duties. There may be other examples of bad faith yet to be proven or alleged, but these three are the most salient» [v. *In re Walt Disney Co. Deriv. Litig.*, in 906 A.2d 27 (Del. 2006), 66].

⁸⁶ *Ivi*, 370.

⁸⁷ *In re Citigroup Inc. Shareholder Derivative Litigation*, in 964 A.2d 106 (2009 Del. Ch.), 111 ss. Più di recente, v. anche *In re Central Laborers Pension Fund, et al. v. James Dimon, et. al.*, No. 14-4516 (2nd Cir. 2016), che ha coinvolto gli amministratori di JPMorgan & Chase.

⁸⁸ *In re Citigroup Inc. Shareholder Derivative Litigation*, cit., 122, ove si afferma che «the concept of good faith [...] embedded in the fiduciary duty of loyalty».

⁸⁹ *Ivi*, 130.

invece, sulla scorta di *Caremark*, si conferma necessario un «sustained or systematic failure to exercise oversight» o, in alternativa, si individua quale elemento essenziale un «conscious disregard for their responsibilities»⁹⁰ (la c.d. *recklessness*), ciò implicando che qualora, come avvenuto nel caso di specie, gli attori lamentino che gli «oversight mechanisms were not adequate»⁹¹ si debba provare (come, invece gli *shareholders* di Citigroup hanno omesso di fare) «how the board's oversight mechanisms were inadequate or how the director defendants knew of these inadequacies and consciously ignored them»⁹².

L'idea che il *duty of loyalty* racchiuda dentro di sé due diverse anime, come suggerito dalla giurisprudenza l'oltreoceano, pare compatibile con quanto sostenuto in una recente pronuncia del giudice di legittimità italiano proprio in materia di OPC⁹³. In particolare, il passaggio che qui interessa è quello in cui la Suprema Corte – al fine di confermare o no le sanzioni pecuniarie amministrative inflitte ai sindaci di una società quotata per non aver adeguatamente vigilato prima sull'adozione e poi sulla attuazione, da parte degli amministratori, delle procedure previste dal Reg. OPC – rileva che l'art. 2403 c.c. impone al collegio sindacale anche un controllo dei principi di buona amministrazione «sotto i due concorrenti profili di correttezza e di adeguatezza [...] [I]addove con la prima qualità deve intendersi la conformazione dell'azione amministrativa ai canoni dell'interesse perseguito [...] e con la seconda, la più confacente conformazione agli assetti funzionali e organizzativi». Pertanto, anche la Corte di Cassazione sembra riconoscere che la correttezza *ex art. 2403 c.c.* possa avere un contenuto autonomo, e quindi anche più ampio, di quello sottostante al principio di adeguatezza degli assetti.

A questo punto si capisce meglio anche come, nel tentativo di una parte della dottrina di argomentare perchè le OPC andrebbero qualificate come assetti⁹⁴, non risulterebbe decisivo il rilievo che, nel caso in cui il collegio sindacale dovesse rilevare significativi rischi di inadeguatezza degli assetti organizzativi *oppure* delle procedure in materia di OPC, le Norme di comportamento del CNDCEC impongono all'organo di controllo di

⁹⁰ *Ivi*, 122.

⁹¹ *Ivi*, 127.

⁹² *Ivi*, 128.

⁹³ Si tratta di Cass. 10 luglio 2020, n. 14708, che costituisce una ulteriore pronuncia nella nota vicenda Parmalat-Lactalis, questa volta dalla prospettiva dei doveri dell'organo di controllo.

⁹⁴ HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*², cit., 53.

adottare il medesimo comportamento. In particolare, tali disposizioni stabiliscono che in entrambi i casi l'organo di controllo deve richiedere all'amministratore delegato l'adozione e il monitoraggio di un piano di azioni correttive e informare il presidente del consiglio di amministrazione, (cfr. Norme Q.3.4 e Q.3.11, *Criteri applicativi*)⁹⁵. Il dato normativo segnalato non è tuttavia dirimente per ritenere che le OPC siano un'estrinsecazione degli assetti in quanto, al contrario, esso è conciliabile anche con la lettura qui suggerita. E infatti, l'attivarsi dei medesimi obblighi dei sindaci si spiega in ragione dell'appartenenza del dovere di vigilanza sugli assetti adeguati e del dovere di vigilanza sulle procedure OPC alla medesima "area concettuale", cioè di un'attività di controllo volta a verificare il rispetto del *duty of loyalty*.

In conclusione, non solo l'esperienza giurisprudenziale comparata ma anche la menzionata pronuncia della Corte di Cassazione depongono nel senso che, tra le ipotesi formulate in precedenza, la corretta amministrazione *ex art. 2403 c.c.*, che senz'altro si traduce negli assetti adeguati, potendo pertanto assumere la finalità tipica di quest'ultimi, sia un principio più ampio in cui convergono più "anime", in grado pertanto di racchiudere anche la correttezza nelle OPC.

3. Il rapporto tra correttezza sostanziale e correttezza procedurale nell'ottica della responsabilità degli amministratori

Una volta inquadrata la clausola di correttezza *ex artt. 2403 e 2391-bis c.c.* come emanazione del *duty of loyalty*, volgendo ora l'attenzione unicamente alla normativa OPC resta da capire quale sia effettivamente il rapporto tra i due "sotto-tipi" di correttezza, sanciti già dall'*art. 2391-bis c.c.* e ripresi all'*art. 4 Reg. OPC*, cioè tra la «correttezza sostanziale» e la «correttezza procedurale», le quali devono essere assicurate dagli amministratori con l'adozione delle procedure in materia.

Per valutare tale rapporto, pare che il "terreno di prova" più adatto sia sul fronte applicativo, ossia dalla prospettiva della responsabilità degli amministratori: come si è visto, esso costituisce un tema particolarmente delicato nelle OPC in quanto, ad eccezione del nuovo *art. 192-quinquies t.u.f.*, la Consob nulla ha previsto dal punto di vista sanzionatorio, rendendo di conseguenza necessario il ricorso alle regole generali. Se

⁹⁵ CNDCEC, *Norme di comportamento del collegio sindacale di società quotate*, cit., 57 e 77.

pertanto vi sono molteplici profili della responsabilità che meriterebbero un approfondimento⁹⁶ – *da un lato*, vuoi per la numerosa casistica di ipotesi verificabili, *dall'altro lato*, vuoi per l'esistenza del distinto ma inevitabilmente interconnesso quesito interpretativo sull'identificazione della funzione degli amministratori indipendenti –, quello che pare particolarmente interessante ai fini del presente lavoro è quello volto alla comprensione di cosa succeda qualora *l'iter* procedurale seguito dalla società sia stato effettivamente conforme a quello previsto nelle procedure generali da questa adottate, ma l'esito dell'operazione sia comunque non soddisfacente. Rimandando più oltre il discorso circa l'individuazione del contenuto della valutazione richiesta al comitato parti correlate, ci si sta chiedendo in altri termini se al rispetto della correttezza procedurale resti un margine – e se sì, in quali termini – per sindacare un'operazione su cui, *ex post*, si abbia il dubbio che non sia davvero corretta nella sostanza.

La fattispecie che si vuole qui considerare è quella della procedura “classica” da seguire in caso di OPC di maggior rilevanza (e cioè senza necessità di ricorso al meccanismo di *whitewash*) ex artt. 7 e 8 Reg. OPC, che si può sintetizzare in breve come segue: su impulso dei propri amministratori, il consiglio di amministrazione viene portato a conoscenza per sommi capi dell'operazione che si ha intenzione di valutare e, una volta riscontrata, in prospettiva *ex ante*, la coerenza dell'operazione con l'interesse sociale, nominati eventualmente i propri *advisor*, rimette l'operazione al comitato parti correlate. Dopo aver seguito l'istruttoria e le trattative, se necessario anche nominando i propri consulenti o formulando richieste di informazioni o osservazioni agli organi delegati, una volta ricevute tutte le informazioni necessarie il comitato rende il parere motivato sulla correttezza sostanziale e convenienza delle condizioni dell'operazione e sull'interesse sociale al compimento della stessa. Successivamente, il consiglio di amministrazione, una volta riesaminata l'operazione, la approva. Poi, però, la stessa operazione risulta non appagante, perché per esempio non del tutto in linea con le condizioni di mercato o addirittura dannosa⁹⁷.

⁹⁶ Si noti come i più recenti lavori monografici in materia si siano occupati proprio di approfondire i numerosi temi della responsabilità: cfr. HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*², cit., 56 ss.; CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 119 ss.; MICIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., 217 ss.

⁹⁷ Per una più approfondita concatenazione dei passaggi che emergono dal Reg. OPC (e specialmente dagli artt. 7 e 8), v. RIMINI, *Gli assetti e le operazioni con parti correlate*, cit., 558 ss.

Il tema attiene, pertanto, a chiarire se in tal caso si potrebbe, ed eventualmente entro quali limiti, rimettere in discussione la correttezza sostanziale dell'operazione conclusa, ritenuta sussistere *in primis* dal comitato nel proprio parere e poi confermata dal *plenum*. Va da sé che prendere una posizione su tale questione implica di dover affrontare anche quella, come si è detto, altrettanto dibattuta, dell'applicabilità o meno della *bjr* "a valle" della decisione resa dall'organo amministrativo collegiale⁹⁸.

Per arrivare a una soluzione, occorre richiamare brevemente l'impostazione fiduciaria seguita in questo lavoro, secondo la quale la correttezza sostanziale costituisce un'estrinsecazione (o, se si preferisce, un'evoluzione) del *duty of loyalty* – che si manifesta attraverso il ricorso alle procedure e all'anticipazione del momento di rilevanza del conflitto di interessi –, e cioè di quel *fiduciary duty* che si occupa senz'altro di assicurare che l'*agency relationship* funzioni dalla prospettiva del *principal*, cioè dei soci (e dei soci di minoranza), che per il tramite di questa vengono rassicurati del fatto che gli *agent* non tradiscano la fiducia in loro risposta. Ma non solo: la correttezza, infatti, si occupa del rapporto fiduciario anche dalla prospettiva degli *agent*, assicurandosi che dei fiduciari professionali siano incentivati a voler continuare a ricevere le risorse di chi vorrà loro affidarle. *Da un lato*, ad essi viene perciò di certo imposto il rispetto della norma in parola, ma, *dall'altro lato*, viene altresì garantito loro che, una volta che essi agiscano in conformità a tutti gli obblighi previsti dalla disciplina, non potranno essere ritenuti responsabili, prevedendo quindi un limite alla possibilità che l'esercizio dell'azione di responsabilità nei loro confronti avvenga con successo.

Se si tiene debitamente conto di questa ottica, si comprende allora come vada letto il rapporto tra le due "correttezze" e quali letture del fenomeno non possano, invece, essere accolte. Tra quest'ultime si segnala un'autorevole dottrina secondo cui il rapporto di mezzo a fine che sussiste tra correttezza procedurale e correttezza sostanziale – in quanto la prima serve proprio quale sicurezza aggiuntiva a che l'operazione sia poi sostanzialmente corretta – sussisterebbe sempre e quindi anche dalla prospettiva della responsabilità, in quanto tutta la normativa OPC sarebbe, in ultima istanza, volta proprio

⁹⁸ Per le posizioni dottrinali sulla *bjr* "a monte", e cioè sul parere del comitato parti correlate, ovvero "a valle", v. cap. 1, §§ 2.2.1 e 2.3.

a garantire la correttezza sostanziale “in sé” dell’operazione⁹⁹. In altri termini, la scrupolosa osservanza delle disposizioni regolamentari costituisce semplicemente uno strumento per la realizzazione della correttezza sostanziale, che resta il canone da realizzare in ogni caso. A sostegno di ciò si potrebbe addurre che gli artt. 2391-*bis* c.c. e 4 Reg. OPC impongono che gli organi di amministrazione delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio assicurino entrambe le tipologie di correttezza, e non solamente quella procedurale e che, anzi, gli artt. 7 e 8 Reg. OPC, nel disciplinare il contenuto del parere a cui è tenuto il comitato parti correlate, si premurano unicamente che questo tenga conto della correttezza sostanziale, ma non anche di quella procedurale.

Seguendo tale approccio il rispetto delle procedure non porta mai a riconoscere una “immunità” assoluta a favore dell’operazione, potendo, al più, svolgere il ruolo di una presunzione relativa (o di un indizio) di legittimità¹⁰⁰. Per altro, se si adotta una definizione “restrittiva” di correttezza sostanziale, come ha fatto l’autore che più di tutti ha adottato la tesi in commento, cioè di un «giudizio oggettivo in termini di onestà e di equilibrio contrattuale dentro il rapporto [tra parti correlate] e tra le prestazioni»¹⁰¹, ciò porta, quale conseguenza, che la correttezza sostanziale dell’operazione possa sempre essere messa in discussione, anche solo per il fatto che questa non sia stata conclusa, ad esempio, a condizioni perfettamente equivalenti a quelle realizzabili nel mercato. Ma c’è di più: secondo questa opinione, un ineccepibile *iter* procedurale non consente neppure l’applicazione della *bjr* (intesa “all’italiana”, quale insindacabilità *ex post* nel merito della scelta gestoria salvo manifesta irrazionalità o irragionevolezza) qualora essa si riveli svantaggiosa, in quanto essa non è compatibile, per l’appunto, con la necessità di assicurare in ogni caso il rispetto della correttezza sostanziale «oggettiva» dell’operazione¹⁰².

La riferita ricostruzione è stata aspramente criticata da altra parte della dottrina, la quale ha evidenziato come essa poggi su un’errata individuazione della *ratio* della

⁹⁹ Per tale impostazione v. MAZZONI, *Operazioni con parti correlate e abusi*, cit., 204, ove l’A. rileva che «deve considerarsi un punto fermo in linea di principio che l’ottemperanza alle regole procedurali lascia sempre aperta la porta alla dimostrazione che l’operazione è comunque viziata da mancanza di correttezza sostanziale»; conf. RIMINI, *Gli assetti e le operazioni con parti correlate*, cit., 557 nt. 26.

¹⁰⁰ V. nota precedente.

¹⁰¹ MAZZONI, *Operazioni con parti correlate e abusi*, cit., 206.

¹⁰² MAZZONI, *Operazioni con parti correlate e abusi*, cit., 206 s.; *contra*, però, seppur appartenga allo stesso filone, RIMINI, *Gli assetti e le operazioni con parti correlate*, cit., 570.

disciplina, che non consisterebbe affatto nella tutela della correttezza sostanziale “in sé”. Per quanto tale rilievo sia senz’altro da condividere, di questo secondo filone interpretativo non possono però essere accolti gli argomenti, in quanto esso rinviene gli interessi tutelati dalla normativa OPC unicamente nella necessità di garantire, proprio attraverso la correttezza sostanziale, l’imparzialità da parte di chi esercita la funzione gestoria¹⁰³, che, s’è detto, è una tesi il cui difetto è quello di tener conto solo di una parte del fenomeno fiduciario cui la regola in parola è rivolta.

Lungi dal voler qui negare che la correttezza procedurale venga prevista dal legislatore all’interno dell’art. 2391-*bis* c.c. e dell’art. 4 Reg. OPC proprio in quanto strumentale al raggiungimento di quella sostanziale, ciò non deve però inevitabilmente portare alle conclusioni sostenute dalla prima lettura analizzata. Più in linea con l’impostazione qui adottata e richiamata, si tratta allora di capire entro quali limiti sia concessa l’applicazione di un *safe harbor*, ossia di individuare quelle ipotesi in cui si possa applicare una “presunzione di correttezza” dell’operazione approvata che, in quanto tale, possa rendere a sua volta applicabile la *bjr* con riferimento ai profili di merito della stessa¹⁰⁴.

A tal riguardo, si deve innanzitutto rilevare come gli amministratori indipendenti, membri del comitato parti correlate, siano senz’altro tenuti a comportarsi secondo correttezza, sostanziale e procedurale (*ex artt. 2391-bis c.c. e 7-8 Reg. OPC*), e secondo il più generale dovere di diligenza (*ex artt. 2392 e 1176, co. 2, c.c.*, ma anche in ossequio ad altre disposizioni codicistiche). Più precisamente, per quanto attiene alla correttezza sostanziale, il Reg. OPC espressamente gli impone, come detto, di darne una appropriata motivazione con riferimento all’operazione nel proprio parere [artt. 7, co. 1, lett. *a*) e 8,

¹⁰³ In questi termini GUIZZI, *Interessi degli amministratori e operazioni con parti correlate*, cit., 204, a cui pare che «la valutazione di correttezza sostanziale assuma [...] un carattere pur sempre essenzialmente strumentale, giacché il fine ultimo cui si tende, accentuando il grado di trasparenza e procedimentalizzazione dell’agire degli amministratori, è non la giustizia contrattuale e l’obiettivo convenienza dell’operazione, bensì quello di una gestione imparziale».

¹⁰⁴ Si noti tuttavia che il riferito “doppio passaggio” (e cioè di una “presunzione di correttezza” che, qualora ricorra, rende poi applicabile le regole generali, tra cui la *bjr*) non è necessario qualora si ritenga invece che le procedure siano una specificazione del dovere di diligenza, in quanto ad essa andrebbero ricondotti gli assetti di cui le stesse procedure sono espressione. In tal caso, allora, vi sarebbero le condizioni per beneficiare direttamente della *bjr*: HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*², cit., 127 ss.; sulle procedure come espressione del dovere di diligenza, v. anche MIOLA, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 650. Anche qualora si riconducano gli assetti all’alveo della diligenza, l’applicabilità della *bjr* non è però pacifica: cfr. AMATUCCI, *Adeguatezza degli assetti, responsabilità degli amministratori e business judgment rule*, cit., 667, secondo cui in tale ambito non sussisterebbe uno spazio per la discrezionalità gestoria, dacché è sempre possibile il riesame giudiziale.

co. 1, Reg. OPC]¹⁰⁵. Invece, con riguardo alla correttezza procedurale, il Reg. OPC, pur non richiamandola espressamente agli artt. 7 e 8, di fatto la declina con estrema precisione nei vari passaggi procedurali ivi contemplati: sono esempio di essa *a*) il dovere di coinvolgimento tempestivo nelle trattative e nell'istruttoria, attraverso la ricezione di un flusso informativo completo e aggiornato con la facoltà di chiedere informazioni e formulare osservazioni agli organi delegati e ai soggetti incaricati delle trattative e dell'istruttoria [art. 8, co. 1, lett. *b*), nuovo Reg. OPC]; *b*) il potere-dovere del comitato di nominare i propri *advisor* quando l'operazione lo richieda [art. 7, co. 1, lett. *b*), Reg. OPC]; *c*) il medesimo dovere di predisporre un parere motivato, oltre che sulla correttezza, sulla convenienza e sull'interesse sociale [artt. 7, co. 1, lett. *a*) e 8, co. 1, Reg. OPC]¹⁰⁶. Infine, per quanto attiene il generale dovere di diligenza, esso si declina nel dovere del comitato di agire informato e di informare i deleganti¹⁰⁷, nonché in quello di agire con prudenza e razionalità.

Come si è già visto, occorre ora ricordare come il contenuto della correttezza procedurale e del generale dovere di diligenza finisca per confondersi. Infatti, in questo tipo di operazioni, al fine di poterle rendere realizzabili, l'esistenza di un conflitto di interessi potenziale impone di dover superare il "classico" *duty of loyalty* – e cioè la regola del *sole interest* esistente nel *trust* –, in favore di un *duty of loyalty* procedimentalizzato, nel suo atteggiarsi più vicino al *duty of care*. Poiché la funzione della correttezza procedurale è comunque garantire il rispetto del *duty of loyalty*, nonostante questa e il dovere generale di diligenza possano essere accostati, pare però opportuno tenerli distinti, una volta considerata la diversa *ratio* per cui sono previsti.

Tornando ai doveri degli amministratori, oltre a quanto detto con riferimento a quelli che incombono sui membri del comitato parti correlate, si deve richiamare come la

¹⁰⁵ Sul contenuto di tale dovere v. *ultra*, cap. 3, § 4.

¹⁰⁶ Si ricordi che secondo l'impostazione maggioritaria, che ha fatto propria l'espressione della giurisprudenza, la valutazione di convenienza delle condizioni dell'operazione costituisce, insieme con la correttezza, «un'endiadi reciprocamente esplicativa», per cui tale elemento sarebbe da ricondurre, sul piano delle categorie dei doveri degli amministratori, a quella della correttezza sostanziale. Si segnala, però, che per altri autori, la valutazione di convenienza costituirebbe un elemento autonomo rispetto alla correttezza, perciò, in tal caso, andrebbe riferita alla correttezza procedurale. Dichiarando fin da subito l'adesione a questo ultimo orientamento, sul chiarimento del rapporto tra le due valutazioni: v. *ultra*, cap. 3, § 4.

¹⁰⁷ Si deve infatti rilevare che il dovere di informazione a cui sono tenuti i membri del comitato parti correlate nei confronti del consiglio non si debba risolvere solo nella predisposizione del parere, in quanto, ad esempio, in sede consiliare potrebbe essere necessario provvedere a una integrazione delle informazioni già contenute in esso: sul punto, v. CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 204.

Consob abbia poi ulteriormente previsto che nella propria delibera il consiglio di amministrazione rechi «adeguata motivazione in merito all'interesse della società al compimento dell'operazione nonché alla convenienza e alla correttezza sostanziale delle relative condizioni» [artt. 7, co. 1, lett. e) e 8, co. 1, Reg. OPC]¹⁰⁸.

Nelle OPC di maggior rilevanza, ove è prevista la riserva di competenza a deliberare del *plenum*, la norma citata è chiaramente volta a evitare che quest'ultimo si adagi passivamente su quanto scritto nel parere dagli amministratori indipendenti; tuttavia, in dottrina è discusso se il consiglio di amministrazione possa affidarsi, in una certa misura, da definire, a quanto scritto dal comitato nel parere o se, invece, debba svolgere, nuovamente, una verifica completa con riguardo al profilo di correttezza sostanziale. In termini pratici, il tema che si pone è capire, qualora il comitato si sia dichiarato favorevole su una data operazione a un certo prezzo, se il consiglio di amministrazione debba svolgere nuovamente una verifica completa sullo stesso.

Al riguardo, le ragioni di coloro i quali sostengono che gli amministratori non possono fidarsi troppo di quanto scritto dal comitato parti correlate risiederebbero proprio nella norma che impone l'intervento del *plenum* alla fine della complessa procedura prevista, soggetto che verrebbe pertanto fortemente responsabilizzato dal legislatore e a cui viene quindi richiesto di considerare i medesimi elementi valutati dal comitato parti correlate. Se si vuole, allora, dare risalto alla responsabilizzazione in parola, la conclusione a cui si giunge è che i deleganti debbano svolgere un "controllo analitico", e non "sintetico", sul parere del comitato, dovendo rivalutare autonomamente i singoli elementi, in quanto quello degli amministratori indipendenti è solo uno *screening* ulteriore¹⁰⁹.

L'impostazione non merita di essere accolta. *Da un lato*, perché sul piano della funzione delle procedure, come si è detto, esse non sono affatto previste al mero fine di

¹⁰⁸ La norma in esame sancisce l'obbligo di motivazione della delibera consiliare «ove applicabile» in quanto nelle OPC di minor rilevanza, il cui procedimento è disciplinato proprio dall'art. 7 Reg. OPC, non è obbligatorio che, a seguito del parere reso dal comitato parti correlate, la decisione sull'operazione sia di competenza del *plenum*.

¹⁰⁹ CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 204, secondo cui «la tipologia di controllo che i consiglieri devono svolgere sulle stesse [n.d.r. sulle OPC di maggiore rilevanza] è di tipo analitico e non sintetico». E ancora: «si deve ritenere che il parere del comitato di indipendenti [...] non sostituisce la valutazione del consiglio di amministrazione, costituendo semmai un passaggio preventivo e intermedio la cui funzione è quella di offrire un ulteriore screening su quegli stessi elementi dell'operazione [...] che il consiglio di amministrazione è chiamato in un secondo momento a ri-valutare autonomamente, insieme con il merito imprenditoriale dell'operazione» (p. 206 s.); v. anche REGOLI, *Gli amministratori indipendenti e i codici di autodisciplina*, cit., 151.

garantire la ponderatezza della scelta gestoria, che sembra invece essere il ragionamento sotteso all'affermazione che il comitato svolga un lavoro di «ulteriore *screening*»; *dall'altro lato*, e di conseguenza, perché se la funzione non è la ponderatezza ma il funzionamento del meccanismo fiduciario anche dal lato degli *agent*, ciò comporta che le procedure debbano prevedere un cambiamento anche sul piano della responsabilità, al fine, lo si ripete, di assicurare i fiduciari che qualora abbiano adempiuto ai propri doveri, essi non potranno subire condanne in tal senso¹¹⁰.

Di contro, appare condivisibile la tesi sostenuta dagli autori i quali ritengono che non si possa pretendere dal consiglio di amministrazione una valutazione tanto precisa quanto quella espressa dal comitato parti correlate, atteso che il primo non dispone degli stessi strumenti di approfondimento, nonostante esso sia comunque destinatario anche delle informazioni fornite da coloro i quali hanno proposto e istruito l'operazione. Tale ricostruzione comporta che il *board* debba verificare che il comitato parti correlate abbia rispettato: *i*) i propri doveri di correttezza sostanziale, e cioè abbia dato nel parere una motivazione sul punto; *ii*) i doveri di correttezza procedurale, non rinvenendo vizi macroscopici o comunque facilmente rilevabili nel procedimento; e *iii*) il dovere "generale" di diligenza, ossia che abbia agito, al di là di quanto previsto dal Reg. OPC, in maniera informata secondo i dettami di legge, altresì tenendo adeguatamente informati i deleganti, e che non abbia adempiuto ai propri doveri in maniera sconsiderata.

Se l'esito di una tale verifica è positivo, all'operato degli amministratori – sia, quindi, di quelli facenti parte del comitato parti correlate, sia degli altri membri del consiglio di amministrazione – si applicherà una "presunzione di correttezza" dell'operazione, vale a dire di un vero e proprio *safe harbor* su tale aspetto, che rende a sua volta applicabile, per quanto attiene ai profili di opportunità, l'insindacabilità della scelta gestoria prevista dalla *bjr*¹¹¹. In breve: qualora il comitato parti correlate abbia rispettato i propri doveri di

¹¹⁰ Un'altra ragione per cui la tesi riferita non appare condivisibile attiene al rilievo che nelle OPC di minor rilevanza di competenza non consigliare si passerebbe da un sistema in cui il consiglio di amministrazione è tenuto a riconsiderare analiticamente tutti gli elementi del parere (nelle OPC di maggior rilevanza e in quelle di minor rilevanza di competenza consigliare) a un sistema ove, di fatto, non vi è nessun controllo; si tratterebbe, quindi, di un sistema quantomeno incoerente, soprattutto se la funzione del comitato parti correlate fosse quello, qui rifiutato, ma accolto dalla dottrina in parola, di garantire la ponderatezza della scelta gestoria.

¹¹¹ Cfr. POMELLI, *La disciplina Consob delle operazioni con parti correlate*, cit., 1391; ID., *Art. 2391 bis c.c.*, in *Commentario breve al diritto delle società*, a cura di Maffei Alberti, Padova, 2005, 725 s., ove l'A. rileva che il giudice eventualmente adito «non potrebbe sostituire la propria valutazione sulla fairness e, più in generale, sul merito della decisione a quelle espresse, rispettivamente, dagli indipendenti e

correttezza procedurale e di diligenza generale, non si potrà mai sindacare la correttezza sostanziale dell'operazione approvata dal consiglio di amministrazione, ritenuta sussistere in prima battuta dagli amministratori indipendenti, salvo che nel parere la motivazione su di essa fosse manifestamente irrazionale o superficiale.

Tuttavia, anche qualora si aderisse alla diversa opinione di chi ritiene che ai fini dell'approvazione dell'affare il *plenum* abbia effettivamente a disposizione le medesime informazioni del comitato parti correlate con riguardo ai profili di rischio dello stesso, le conclusioni appena rassegnate non mutano¹¹². Al riguardo si è infatti condivisibilmente rilevato che, sul piano sistematico, l'imposizione da parte del legislatore di procedure così articolate non può che spiegarsi proprio al fine di far sì che il rispetto di esse e, in particolare, la presenza di una valutazione positiva del comitato possa – al pari degli altri meccanismi adoperati in altri ordinamenti – “ripulire” l'operazione dai rischi connessi alla presenza del conflitto di interessi potenziale¹¹³. Ciò significa che è proprio il rispetto di tutti i doveri procedimentali previsti, in combinazione con quelli generali, a rendere corretta sostanzialmente l'operazione, consentendo così a quelle proposte che abbiano superato il vaglio del comitato di essere concluse. Altrimenti facendo, l'intero impianto normativo perderebbe ogni significato, atteso che non ritenere sufficienti le cautele preventive determinerebbe, nella prassi, una rinuncia da parte della società a porre in essere operazioni con soggetti vicini. E ciò, tradendo, per un verso, l'idea sottesa alla stessa disciplina secondo cui esse possono essere vantaggiose e, per altro verso, avendo optato per una tecnica legislativa molto costosa che, nei risultati, è però identica a quelli che si sarebbero verificati nel caso in cui si fosse deciso di vietarli *tout court*, stante il rischio che gli amministratori potrebbero essere sempre ritenuti responsabili¹¹⁴.

dall'organo deliberante, né imputare a quest'ultimo l'eventuale risultato negativo maturato»; HOUBEN, *Le operazioni con parti correlate e governo societario*², cit., 129 ss.; MONTALENTI, *I principi di corretta amministrazione*, cit., 20 ss.; su tale punto, v. anche CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 206 s.

¹¹² HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*², cit., 127 e 129 ss.

¹¹³ V. SEMEGHINI, *Valutazioni preventive e retrospettive sulle operazioni con parti correlate*, cit., 169, secondo cui se è vero che le maggiori cautele previste in Delaware per le OPC – ove, ad esempio, al coinvolgimento dello *special committee* si aggiunge, almeno in certi casi, necessariamente quello del MOM – potrebbero far dubitare che anche in Italia si possa applicare un *safe harbor* all'operazione, è altrettanto vero che, in Italia, l'intervento del comitato parti correlate è precipuamente volto, dal punto di vista della revisione giudiziale, a equiparare l'operazione a quella che avrebbe potuto esser conclusa dalla società con una parte non correlata.

¹¹⁴ HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*², cit., 130 s.

Tali conclusioni si conciliano, peraltro, con l'analisi svolta nel capitolo precedente, in quanto il motivo per cui non si può riconoscere la possibilità al giudice di poter sempre entrare nel merito della correttezza sostanziale ben si sposa con la funzione delle OPC di consentire l'estrazione controllata dei benefici privati del controllo anche espropriativi da parte dei fiduciari. Ed infatti, in uno scrutinio *ex post* difficilmente si riuscirebbe a tener debitamente conto, data la loro difficile misurabilità, di tutti i benefici – anche aventi natura proporzionale, non solo quindi di quelli privati del controllo – che sono coinvolti in un affare concluso con un soggetto “prossimo” e di conseguenza sussisterebbe un alto rischio che il giudice possa incorrere in un «falso positivo»¹¹⁵, impedendo quindi, per un verso, la conclusione di OPC complessivamente favorevoli e, per altro verso, dell'appropriazione di benefici privati “buoni”, ancorché dissipativi.

Se, però, il comitato parti correlate non dovesse aver adempiuto ai propri doveri, vuoi perché la motivazione sulla correttezza sostanziale risulti manifestamente irrazionale o superficiale, vuoi perché abbia agito in violazione delle procedure o in violazione del dovere generale di diligenza, essi potranno senz'altro essere condannati. A questo punto, però, verrà in risalto l'ulteriore questione dottrinale attinente a se possa esserci una attenuazione ovvero una esenzione da responsabilità per i membri del consiglio di amministrazione – o meglio, per gli amministratori che non abbiano dato propulsione o seguito l'istruttoria dell'operazione, ma che si siano limitati ad approvarla nel *plenum* – che abbiano fatto legittimamente affidamento sul parere motivato del comitato parti correlate¹¹⁶.

In particolare, ferma restando la responsabilità di questi in caso di omessa vigilanza, la dottrina sta attualmente dibattendo se, nell'ipotesi appena formulata, si potrebbe parlare di vera e propria esenzione da responsabilità per gli amministratori non esecutivi e non membri del comitato parti correlate o se si tratti, più semplicemente, di una gradazione della responsabilità. La risposta in un senso piuttosto che in un altro dipende, con tutta

¹¹⁵ PACCES, *Procedural and Substantive Review of Related Party Transactions (RPTs)*, cit., 2 e 14.

¹¹⁶ Cfr. GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, cit., 195 s.; PRESTI, *Art. 2391-bis c.c.*, cit., 1380, secondo cui, nelle OPC di maggiore rilevanza, «un'esenzione o riduzione da responsabilità sarà per loro [n.d.r., gli amministratori non membri del comitato parti correlate] configurabile solo se e nella misura in cui nel caso concreto l'“affidamento” nella valutazione positiva del comitato si configuri, tenuto conto dell'articolazione del parere, come un'informazione sulla cui esattezza potevano legittimamente confidare». Si badi come l'A., al pari di altri, non prenda posizione sul tema se si tratti di responsabilità esclusiva del comitato parti correlate ovvero di responsabilità graduabile nei soli rapporti interni: sul punto v. appena infra nel testo.

evidenza, dalla posizione che si ritenga di assumere con riferimento della questione che vi sta a monte, già esposta più sopra, e cioè se l'attività a cui è tenuto il comitato parti correlate sia una «funzione in concreto attribuita» in grado di rompere il vincolo di solidarietà *ex art. 2392 c.c.*, o se, invece, essa attenga a un profilo meramente interno, in quanto tale non in grado di incidere sulla solidarietà, e che può al più comportare un'attenuazione della responsabilità mediante l'esperimento dell'azione di regresso¹¹⁷.

4. Individuazione del contenuto della valutazione di correttezza sostanziale e di convenienza da parte del comitato parti correlate

Un'altra questione centrale posta dalla normativa su cui ora può prendersi posizione è quella del contenuto della valutazione a cui sono chiamati gli amministratori membri del comitato parti correlate nel proprio parere, in particolare in relazione al profilo della «correttezza sostanziale delle condizioni dell'operazione», ma anche di quello relativo alla «convenienza» delle stesse, sia che si tratti di OPC di maggiore che di minore rilevanza [artt. 7, co.1, lett. a) e 8, co. 1, lett. c) Reg. OPC].

Come si è visto in apertura di questo lavoro, il tema risulta ampiamente dibattuto. Alla luce della più attenta analisi che si è svolta in queste pagine, ciò non deve sorprendere qualora si prenda in considerazione la scelta normativa particolarmente complessa che è stata operata da Consob.

Dall'analisi comparata è emerso, infatti, come la correttezza sostanziale sia tradizionalmente un criterio di valutazione dell'OPC che opera in un'ottica prettamente *ex post*, cioè qualora ai fini della conclusione di essa non siano stati previsti obblighi procedurali preventivi. In altri termini, si è visto come in Delaware essa sia una *liability rule* che, in quanto tale, non impone ai fiduciari il rispetto di particolari *iter* per l'approvazione dell'affare con una *related party*, ma che consente al contempo ai fiducianti di chiedere al giudice di valutare nel merito l'*entire fairness* dello stesso¹¹⁸. Ciò

¹¹⁷ In dottrina, nel primo senso: cfr. HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*, cit., 87 s.; CALANDRA BUONAURA, *L'amministrazione della società per azioni nel sistema tradizionale*, cit., 272. Nel secondo: cfr. PUCCI, *Il parere degli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate*, cit., 336 ss.; CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 202; GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, 192 ss., secondo cui, però, si potrebbe comunque arrivare all'esenzione da responsabilità per gli amministratori non membri del comitato in quanto per l'addebito di responsabilità è sempre richiesto, dal punto di vista soggettivo, il requisito della colpa.

¹¹⁸ Ciò almeno semplificando, atteso che la *fairness* coniata dalle Corti del Delaware abbraccia sia la correttezza sostanziale (*fair price*) che la correttezza procedurale (*fair dealing*): v. *Winberger v. UOP, Inc.*,

significa indagare se l'operazione sia stata effettivamente conclusa *at arm's length* (e cioè a condizioni di mercato) perché solo se è così l'operazione non può essere considerata scorretta, in quanto i fiducianti non hanno “perso” nulla rispetto alle alternative disponibili nel mercato¹¹⁹. Al contrario, come si è anche approfondito pocanzi, qualora la scelta dell'ordinamento sia stata quella di prevedere una procedimentalizzazione della disciplina, un *second guessing* sull'OPC non viene più dato sulla correttezza sostanziale della stessa, ma viene sostituito da una valutazione sulla correttezza procedurale. Questo vuol dire che la non dannosità della transazione la si desume dal rispetto delle procedure, rinunciando quindi a una valutazione sulla correttezza sostanziale, e quindi sul prezzo della stessa. Tuttavia, nelle procedure, la Commissione ha stabilito che il comitato parti correlate debba esprimere, nel parere a cui è tenuto, una valutazione sulla correttezza sostanziale delle condizioni dell'operazione: pertanto, una valutazione vertente sul prezzo della stessa viene imposta nel nostro ordinamento in ottica *ex ante*¹²⁰.

A questo punto, nel silenzio delle norme, si tratta allora di individuare quale sia esattamente il contenuto di tale tipo di giudizio, eliminando fin da subito dalle opzioni percorribili quella per prima paventata dalla dottrina, ossia che i membri del comitato parti correlate debbano esprimersi positivamente solo allorquando il prezzo individuato nella OPC proposta sia in linea con quello di un affare concluso a condizioni di mercato¹²¹. Il rifiuto di una tale impostazione si spiega in quanto, come emerso dall'osservazione empirica delle tipologie di OPC e anche nel corso del presente lavoro, il motivo per cui una certa società è interessata a concludere una certa operazione con una parte correlata invece che con un terzo consiste proprio nel fatto che essa consenta di

cit., 711. Nonostante i giudici prestino pertanto attenzione anche alla *procedural fairness*, si deve rilevare che: *i*) lì non sono necessariamente imposti presidi procedimentali ai fini della conclusione dell'OPC; e che *ii*) secondo quell'ordinamento non è riconosciuto alcun rimedio se l'operazione risulta negoziata secondo *fair terms*. Sul tema, v. ENRIQUES, *Related Party Transactions*, cit., 26, il quale specifica che «[h]owever, as a matter of practice if not of substance, Delaware case law nudges corporations into subjecting RTPs to procedural safeguards: the more rigorously these safeguards are complied with, in form as well as substance, the less the judges will be inclined to rule for the plaintiffs by finding that its terms themselves are substantially unfair».

¹¹⁹ PACCES, *Procedural and Substantive Review of Related Party Transactions (RPTs)*, cit., 2.

¹²⁰ CUGNASCO, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 93. Si badi tuttavia che la scelta operata nel nostro ordinamento non è un unicum: anche nel Regno Unito, ove le procedure sono diversamente incentrate sul coinvolgimento dei soci non correlati (tramite il MOM) invece che degli amministratori indipendenti, è preventivamente richiesto «a statement by the board that the transaction or arrangement is fair» [Listing Rules, 13.6.1(5)].

¹²¹ FERRO-LUZZI, *Parti correlate*, cit., 4.

potersi discostare dalle condizioni economiche imposte nel caso in cui manchi tale prossimità. Infatti, il risparmio in termini di costi di transazione dato dal rapporto di vicinanza si riflette inevitabilmente sul prezzo dell'affare: sicché è ben possibile che un'operazione per un prezzo inferiore a quello di altra conclusa con un terzo *at arm's lenght* possa comunque dirsi *fair*.

La stessa dottrina ha quindi abbandonato tale ricostruzione, ritenendo, come già rilevato, che il contenuto della correttezza sostanziale fosse sintetizzabile nell'assenza di un pregiudizio ingiustificato in capo alla società¹²². In coerenza con questa definizione, per verità un po' laconica, sembrano percorribili due strade interpretative, tra loro alternative.

Per una prima lettura, l'assenza di un pregiudizio ingiustificato potrebbe significare che il comitato parti correlate sia tenuto a provare, nella propria motivazione, la "bontà" complessiva dell'OPC. Ciò significa che nel caso in cui i termini dell'operazione non dovessero coincidere con quelli di una *at arm's lenght*, essi dovranno individuare e quantificare con esattezza i costi di transazione coinvolti nella stessa, al fine di dimostrare che la società partecipa comunque in qualche misura alla suddivisione del *surplus* dell'operazione.

Proseguendo per tal via, qualora si aderisse poi alla tesi, sostenuta da molti, per cui la valutazione sulla correttezza e quella sulla convenienza delle condizioni dell'operazione siano poco più che un'endiadi in cui la seconda costituisce una precisazione della prima, ciò porterebbe a sostenere che il comitato parti correlate deve tenere in attenta considerazione non solo i costi di transazione risparmiati, ma anche se dall'affare deriva un'equa partecipazione della società al *surplus*¹²³. In particolare, tale lettura costituirebbe l'approdo logico sulla questione in esame dato da coloro i quali ritengono che l'ulteriore valutazione sulla convenienza sia dovuta proprio perché per l'ordinamento non basterebbe che l'affare in esame sia equiparabile *lato sensu* a uno di mercato, richiedendo

¹²² VENTORUZZO, *Art. 2391-bis c.c.*, cit., 532 s.

¹²³ MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 319 ss.; ID., *Le operazioni con parti correlate: questioni sistematiche e problemi applicativi*, cit., 70; SEMEGHINI, *Valutazioni preventive e retrospettive sulle operazioni con parti correlate*, cit., 184; MAUGERI, *Le operazioni con parti correlate nei gruppi societari*, cit., 910.

invece un *quid pluris*, e cioè che l'OPC sia addirittura più vantaggiosa per la società rispetto ad un'analogo transazione con terzi¹²⁴.

Quest'ultima impostazione non pare condivisibile. Già in termini generali, per verità, affermare che l'OPC è corretta sostanzialmente solo allorquando i costi di transazione sono tali da giustificare un discostamento rispetto al prezzo di mercato sconta delle problematiche, consistenti, per un verso, nella circostanza che un'esatta misurazione degli stessi può rivelarsi un'attività tutt'altro che semplice mentre, per altro verso, non si deve scordare che alcune tipologie di OPC costituiscono fattispecie di cui non sussiste un'alternativa nel mercato. Oltre a ciò, accogliere tale definizione comporterebbe rinunciare a tutte quelle operazioni, anche al di fuori della logica di gruppo, pregiudizievoli nell'immediato, ma aventi un senso economico in una prospettiva più ampia: tuttavia, come si è rilevato nel capitolo che precede, se l'obiettivo del legislatore fosse stato quello di una maggior protezione nell'ottica dei soci di minoranza, sarebbe stato più coerente incentrare le procedure o sul coinvolgimento dell'assemblea ovvero degli amministratori di minoranza presenti.

La ragione per cui non può essere accettata la lettura riferita richiedente un'equa spartizione del *surplus* tra la società e la controparte correlata risiede nell'errata riconduzione alla correttezza di entrambi gli elementi di valutazione sulle «condizioni dell'operazione». A tal riguardo si noti anzitutto che, qualora nella società non siano presenti almeno due amministratori indipendenti (nelle OPC di minore rilevanza) ovvero tre (in quelle di maggiore rilevanza) che possano quindi esprimere il parere, esse sono tenute a prevedere nelle proprie procedure un apposito presidio equivalente limitatamente però alla sola «tutela della correttezza sostanziale dell'operazione» [artt. 7, co. 1 lett. *d*) e 8, co.1, lett. *d*) Reg. OPC]¹²⁵. Se si tiene a mente ciò, salendo al livello normativo superiore, allora anche la mancata riproposizione della suddivisione tra correttezza sostanziale e convenienza all'interno dell'art. 2391-*bis* c.c. fa propendere nel senso che

¹²⁴ Per tale ricostruzione v. espressamente SEMEGHINI, *Valutazioni preventive e retrospettive sulle operazioni con parti correlate*, cit., 184 s.

¹²⁵ PRESTI, *Art. 2391-bis c.c.*, cit., 1371; HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*², cit., 89. In diverso senso non depono neppure la circostanza che la Commissione abbia precisato in via interpretativa che «si considerano comunque “presidi equivalenti” l'assunzione della delibera previo motivato parere, non vincolante, sull'interesse della società al compimento dell'operazione nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle condizioni di quest'ultima rilasciato dal collegio sindacale o da un esperto indipendente», atteso che resta «[f]erma la facoltà per le società di individuare altre soluzioni» (Comunicazione OPC, 24 s.).

una OPC potrebbe considerarsi corretta anche là dove non economicamente conveniente. In questo senso depone anche la precisazione fornita dalla Commissione, secondo la quale «qualora il parere [n.d.r. del comitato parti correlate] sia definito come favorevole e, pertanto, consenta la conclusione dell'operazione nonostante la presenza di alcuni elementi di dissenso» è auspicabile che venga «fornita indicazione delle ragioni per le quali si ritiene che tali ultimi elementi non inficino il complessivo giudizio sull'interesse della società al compimento dell'operazione nonché sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni»¹²⁶.

Tutto ciò considerato, si può ora stabilire con maggior precisione quale sia il contenuto degli obblighi di valutazione del comitato parti correlate. Sul fronte della correttezza sostanziale, il compito a cui sono chiamati gli amministratori nel parere si risolve in un dovere di approfondita motivazione di tutti gli elementi della OPC proposta che concorrono a spiegare perché essa non possa essere ritenuta abusiva per i fiduciari. In particolare, dal parere dovrà emergere come sono stati tenuti in considerazione: *i*) il risparmio ottenibile in termini di costi di transazione, in quei casi in cui sia possibile stimarli (seppur non sempre con esattezza); *ii*) le specificità dell'operazione che la rendono l'unica opzione percorribile rispetto a quanto potrebbe essere concluso nel mercato; nonché *iii*) le ragioni economiche che non la rendono “senza senso”, anche nel caso in cui possa essere espropriativa nell'immediato (si pensi, ad esempio, a uno “sconto” sul prezzo di alcune merci al di sotto del costo di produzione in favore di una parte correlata non controllata, in prospettiva del consolidamento di un importante rapporto commerciale).

Traducendo quanto detto in termini più propriamente economici, il comitato parti correlate potrà (e dovrà) ritenere una proposta OPC corretta sostanzialmente non solo ogniqualvolta vi sia una partecipazione, seppur minima, al *surplus*, ma addirittura quando, in un'ottica “atomistica”, possa non esserci alcuna partecipazione allo stesso. Tuttavia, ciò sarà possibile solo nel momento in cui siano fornite dallo stesso delle motivazioni appropriate.

Sul diverso versante della convenienza delle condizioni dell'operazione, se si segue l'impostazione qui proposta, essa consiste in un elemento finalizzato a rendere noto ai

¹²⁶ Comunicazione OPC, 23.

soci e al mercato tale aspetto. In altri termini, posto che sull'OPC può essere espresso parere favorevole anche qualora la valutazione su questo specifico elemento sia negativa, la funzione di una motivazione sullo stesso – su cui deve poi esprimersi anche il *plenum*, qualora sia competente a deliberare [artt. 7, co. 1, lett. e) e 8, co. 1, Reg. OPC] – è volta a far sì che ai soci e al mercato siano dati gli strumenti necessari al fine di poter valutare l'equità dell'affare, valutazione che resta pertanto esposta unicamente al loro giudizio e non anche a quello degli amministratori indipendenti¹²⁷. Ciò significa, in breve, che la convenienza consiste in una norma di trasparenza.

In conclusione, si può svolgere ora un tentativo di riconduzione della valutazione di correttezza sostanziale in commento ai principi generali. A chi scrive pare che essa essendo rivolta, come s'è detto, per un verso, a far sì che emergano le motivazioni del perché l'operazione non debba essere considerata abusiva da parte del fiduciario, mentre, per altro verso, all'accertamento da parte del comitato parti correlate del rispetto dell'*iter* procedimentale¹²⁸, si risolva in un'espressione della diligenza professionale di cui agli artt. 1176, co. 2 e 2392 c.c. In altra prospettiva, la procedimentalizzazione del *duty of loyalty* che, come rilevato altrove, comporta, ove tanto più marcata, un progressivo slittamento dal *duty of loyalty* puro verso il *duty of care*, nelle OPC trova il suo apice, atteso che la valutazione di correttezza sostanziale dovuta dal comitato parti correlate, per quanto sia uno dei presidi a garanzia del funzionamento del meccanismo fiduciario, si atteggia con le modalità tipiche del *duty of care*, e cioè del dovere fiduciario di diligenza.

5. La correttezza come evoluzione del duty of loyalty: OPC e interessi degli amministratori.

Un distinto tema sul quale l'inquadramento del dovere di correttezza svolto in questo lavoro è destinato ad avere una ricaduta è quello del rapporto tra le due norme, collocate nel codice civile l'una a fianco all'altra, che disciplinano il conflitto di interessi nelle s.p.a., cioè l'art. 2391-bis c.c. sulle OPC e l'art. 2391 c.c. sugli interessi degli amministratori. Quest'ultimo, come noto, regola la materia mediante l'imposizione di

¹²⁷ Seppur in senso dubitativo, v. SEMEGHINI, *Valutazioni preventive e retrospettive sulle operazioni con parti correlate*, cit., 184 s. nt. 95.

¹²⁸ Non si dimentichi, infatti, che nel Reg. OPC – a differenza che l'art. 2391-bis c.c. – manca il riferimento alla correttezza procedurale, dacché essa va ricompresa nella valutazione di correttezza sostanziale.

regole procedurali, richiedendo, per un verso, all'amministratore che sia portatore di un «interesse» – proprio o altrui, confliggente o non confliggente con l'interesse sociale – in una certa operazione della società, di dover informare il consiglio di amministrazione dell'esistenza dello stesso (art. 2391, co. 1, c.c.); per altro verso, al *plenum* non viene fatto divieto di porre in essere l'operazione, obbligandolo tuttavia ad «adeguatamente motivare le ragioni e la convenienza per la società dell'operazione» (art. 2391, co. 2, c.c.)¹²⁹.

Le due norme, le quali condividono con tutta evidenza la finalità di evitare che operazioni volte a soddisfare anzitutto interessi extra-sociali danneggino la società stessa – indirizzandosi, in termini fiduciari, ad assicurare il rispetto del *duty of loyalty* –, si riferiscono però a un novero di affari della società che non coincidono esattamente tra loro. Non solo perché, dal punto di vista dell'ambito applicativo, l'art. 2391-*bis* c.c. si rivolge solo a quelli conclusi da una società quotata o ad azionariato diffuso, ma anche perché nelle due disposizioni il legislatore è ricorso all'utilizzo di diverse tipologie di criteri, che determinano l'attivarsi in maniera differente dei relativi obblighi procedurali, l'uno “soggettivo” (e cioè l'«interesse») e l'altro “oggettivo” (ossia i concetti di «operazione con parte correlata» e di «parte correlata»)¹³⁰. Di conseguenza, potrà ben verificarsi la situazione in cui un amministratore sia portatore di un interesse di un soggetto terzo, non rientrante però tra i soggetti definiti «parte correlata», così come vi potrebbe invece essere una OPC a cui però non si accompagna nessun interesse dell'amministratore. Nel primo caso, pertanto, l'operazione sarà disciplinata unicamente dall'art. 2391 c.c., mentre, nel secondo, a essa sarà applicata esclusivamente la normativa OPC. Vi è, però, una terza tipologia di operazioni ove, in effetti, le due discipline restano entrambe astrattamente applicabili, divenendo allora necessario interrogarsi sul se l'una deroghi l'altra, ovvero se esse vadano cumulate: ci si riferisce, in particolare, a quelle ipotesi in cui l'amministratore sia portatore di un interesse di una parte correlata alla

¹²⁹ Per un approfondimento della norma in commento, *ex multis*, cfr. VENTORUZZO, *Art. 2391 c.c.*, in *Amministratori* (artt. 2380-2396), a cura di Ghezzi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, Milano, 2005, 423 ss.; MINERVINI, *Gli interessi degli amministratori di s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 147 ss.; MOZZARELLI, *Art. 2391 c.c.*, in *Le società per azioni. Codice civile e leggi complementari*, Commentario Abbadessa-Portale, Milano, 2016, vol. I, 1340 ss.

¹³⁰ MIOLA, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 665.

società, sia questa egli stesso ovvero un terzo, con cui quest'ultima intenda compiere un affare¹³¹.

La dottrina che si è posta tale quesito ha talvolta sostenuto una soluzione, talora talaltra. *Da un lato*, vi è infatti chi sostiene che le due discipline abbiano finalità solo parzialmente condivise, tanto che la questione della doppia applicabilità andrebbe sempre risolta, a monte, nel senso del cumulo: secondo tale impostazione, infatti, l'art. 2391 c.c. sarebbe volto a far sì che l'amministratore interessato renda edotto il consiglio di amministrazione, altrimenti all'oscuro dell'esistenza conflitto di interessi, mentre l'art. 2391-*bis* c.c. sarebbe teso a evitare che tutti gli amministratori, scientemente, decidano di pregiudicare l'interesse dell'ente gestito a vantaggio di quello di un soggetto correlato¹³². In altre parole, secondo questo filone di pensiero la circostanza che le discipline abbiano un ambito applicativo almeno parzialmente coincidente risulta essere una circostanza di mero fatto, che non incide sul piano interpretativo.

Quale variazione di questa prima impostazione, pur riconoscendo che le norme in commento siano tese al medesimo obiettivo, altri autori ritengono che tra esse vi sia però un mero rapporto di interferenza, in quanto operanti su piani e con tecniche differenti: da ciò discenderebbe, ancora una volta, che l'applicazione di una disciplina non escluda quella dell'altra¹³³.

Dall'altro lato, una seconda dottrina ha invece qualificato il rapporto tra le norme come di *genus* a *species* sulla base dell'argomento che il legislatore, nel momento in cui ha attribuito rilevanza all'elemento oggettivo della correlazione nelle OPC, ha

¹³¹ Non ci si può infatti limitare al rilievo che l'art. 2, co. 2, Reg. OPC sancisca che «[r]esta fermo quanto previsto dagli articoli [...] 2391», che potrebbe indurre l'interprete nell'errore di concludere, senza argomentare, per il cumulo delle discipline. Si badi inoltre che, per quanto si tratti di un tema applicativo, destinato cioè ad avere rilievo nelle pronunce giurisprudenziali, ad oggi esso non risulta essere un tema direttamente affrontato dalle Corti: al tal riguardo, v. Trib. Milano 20 febbraio 2015, cit., 18, là dove sulla questione ha solamente ricordato che «prima dell'entrata in vigore dell'art. 2391-*bis* c.c., era vigente per tutte le società l'art. 2391 c.c., sicché in ogni caso si imponeva, da parte del c.d.a., la valutazione di merito della opportunità e convenienza dell'operazione in conflitto di interessi».

¹³² Così VENTORUZZO, *Art. 2391-*bis* c.c.*, cit., 541 s., il quale, tuttavia, rileva che in concreto «[c]iò non esclude che in alcuni casi il rispetto dell'una disposizione possa implicare il rispetto dell'altra»; conf. ESPOSITO, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 876.

¹³³ Tale impostazione è maggioritaria in dottrina: seppur con posizioni parzialmente differenziate, cfr. LIACE, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 62 ss. e spec. 71; CALANDRA BUONAURA, *L'amministrazione della società per azioni nel sistema tradizionale*, cit., 231; MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate: questioni sistematiche e problemi applicativi*, cit., 68; MIOLA, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 666 s.; seppur più sfumata, HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*², cit., 101 s.

implicitamente ritenuto che esso presupponga sempre l'esistenza di un conflitto di interessi, quantomeno potenziale. In breve, in accordo con questa impostazione l'art. 2391-*bis* c.c. sarebbe una fattispecie particolare dell'art. 2391 c.c.¹³⁴. Alcuni tra gli autori riconducibili a questo filone, hanno poi inserito un correttivo alla tesi in parola, atteso che, in accordo con le regole generali, il rapporto di specialità dovrebbe portare ad applicare solamente la disciplina OPC ma poiché, in concreto, i principi delineati da Consob non sempre rafforzano la disciplina generale prevista dal Codice civile (come, ad esempio, avviene nelle operazioni «esenti» ex art. 13 Reg. OPC), bisognerebbe allora indagare se, nel caso di specie, l'applicazione della normativa che discende dall'art. 2391-*bis* c.c. sia costruita in termini effettivamente più rigorosi. Solo in quest'ultimo caso opererebbe allora il principio della prevalenza della regola speciale su quella generale¹³⁵.

La riferita contrapposizione, per quanto abbia il pregio di affrontare la questione a un piano di vertice, risulta a ben vedere solo teorica in relazione all'ambito di studio della presente indagine – e cioè le OPC di maggiore e di minore rilevanza – posto che può essere più agilmente risolta per altra via; vale a dire, domandandosi se i presidi di tutela apprestati dalla disciplina OPC nelle tipologie di operazioni qui considerate siano almeno equivalenti a quelli posti dall'art. 2391 c.c. In caso affermativo, infatti, il contemporaneo soddisfacimento delle due disposizioni rende superfluo interrogarsi ulteriormente circa il rapporto tra le due.

Per quanto concerne le OPC di maggiore rilevanza, così come per le OPC di minor rilevanza di competenza del consiglio di amministrazione, è indubbio che l'applicazione delle disposizioni regolamentari sia sufficiente a soddisfare al contempo anche i doveri richiesti dalla disciplina sugli interessi degli amministratori.

Sul versante del dovere di *disclosure*, esso risulta infatti superato dalla ricorrenza dell'elemento oggettivo della correlazione, che di per sé determina l'applicazione delle complesse procedure previste al Reg. OPC, oltrepassano così, peraltro, il problema di una valutazione appropriata dell'interesse da parte dello stesso amministratore gravato dell'obbligo in parola.

¹³⁴ Cfr. MICIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., 58; GUIZZI, *Interessi degli amministratori e operazioni con parti correlate*, cit., 188.

¹³⁵ GUIZZI, *Interessi degli amministratori e operazioni con parti correlate*, cit., 188.

Parimenti, sull'altro versante del dovere di motivazione rafforzata da parte del *plenum* al momento dell'assunzione della decisione, il coinvolgimento del comitato parti correlate costituisce un'articolazione procedimentale ulteriore, idonea a rendere più penetrante tale secondo requisito. In particolare, esso è tenuto a rendere un parere sulla correttezza e convenienza delle condizioni dell'operazione, nonché sull'interesse sociale al compimento della stessa, al consiglio di amministrazione e cioè all'organo chiamato da ultimo a deliberare sulla proposta: sicché, il parere costituisce proprio un elemento al fine di rendere quanto più edotto possibile l'organo deliberante, messo così nelle condizioni di poter rendere una adeguata motivazione delle «ragioni e della convenienza per la società dell'operazione»¹³⁶.

Inoltre, non si deve dimenticare che la disciplina regolamentare presenta ora un ulteriore profilo di maggior rigore consistente nel dovere di astensione dal voto da parte dell'amministratore coinvolto nell'operazione, rilevante proprio nella prospettiva di un confronto con l'art. 2391 c.c. Quest'ultimo, infatti, come noto, dalla riforma del 2003 non richiede più – per dottrina pressoché pacifica, neppure implicitamente¹³⁷ – un dovere di astensione dal voto in capo all'amministratore portatore dell'interesse, scelta del legislatore che si è spiegata in ragione dell'introduzione dei due presidi procedimentali richiamati che rendono tale ulteriore obbligo non più necessario¹³⁸.

Sebbene si tratti di un discorso più articolato, a delle medesime conclusioni si può addivenire anche in relazione alle OPC di minore rilevanza di competenza dell'amministratore delegato. Egli, come noto, ai sensi dell'art. 2391 c.c. è tenuto a informare circa l'esistenza dell'interesse il consiglio di amministrazione, il quale viene investito della decisione, mentre sull'amministratore delegato interessato incombe il divieto di porre in essere l'operazione. Atteso che il nuovo dovere di astensione previsto

¹³⁶ In questi termini anche HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*², cit., 99 ss.

¹³⁷ Cfr. FERRO-LUZZI, *Dal conflitto di interessi agli interessi degli amministratori*, cit., 674; MONTALENTI, *Il conflitto di interessi nella riforma del diritto societario*, in Montalenti, *Società per azioni, corporate governance e mercati finanziari*, Milano, 2011, 149; MINERVINI, *Gli interessi degli amministratori di s.p.a.*, cit., 147 ss.; SANTAGATA, *Interlocking directorates ed «interessi degli amministratori» di società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2009, 329 ss.; contra GUIZZI, *Interessi degli amministratori e operazioni con parti correlate*, cit., 174. In giurisprudenza, si badi che (ben prima del nuovo Reg. OPC) nella nota operazione tra Parmalat e Lactalis, al momento della deliberazione dell'operazione da parte del consiglio di amministrazione della prima, gli amministratori espressione del socio di maggioranza (e cioè Lactalis) si sono astenuti: v. Trib. Parma, 29 marzo 2013, cit., 96 ss.

¹³⁸ VENTORUZZO, *Art. 2391 c.c.*, cit., 425.

dal Reg. OPC in capo all'amministratore coinvolto riguarda solo le operazioni di minor rilevanza di competenza consiliare e fermo restando quanto detto sul superamento del dovere di *disclosure* in ragione dell'esistenza della correlazione, le cautele apportate dalla normativa regolamentare sono comunque equivalenti a quelle garantite dall'art. 2391 c.c., qualora il comitato parti correlate riscontri elementi critici in relazione alla propria valutazione. In tal caso, infatti, rilevato il mancato soddisfacimento su uno o più aspetti, il comitato parti correlate sarà tenuto – oltre a rendere un parere negativo – ad attivarsi per impedire il compimento dell'operazione o per attenuarne le conseguenze dannose (art. 2392, co. 2, c.c.), dovendo quindi informare il presidente del consiglio di amministrazione al fine di consentire, qualora necessario, la convocazione del *plenum* e l'avocazione della materia, conseguendo pertanto un risultato analogo a quello di cui alla norma sugli interessi degli amministratori¹³⁹

Con tutta evidenza, l'equiparabilità delle tutele sussiste anche nel caso, meno complicato rispetto a quello da ultimo trattato, in cui la valutazione espressa dal comitato parti correlate su una OPC di competenza dell'amministratore delegato sia positiva. Se è pur vero che in tal caso non sussiste un dovere di astensione in capo all'amministratore delegato nel compiere l'operazione, che è anzi proprio il soggetto competente a concluderla, è altrettanto vero che il coinvolgimento di un'articolazione consiliare terza che voti in via anticipata sulla proposta dell'operazione non costituisce una regola dissimile, almeno negli effetti, rispetto alle tutele avute di mira dall'art. 2391 c.c. Invero, il divieto di astensione dell'amministratore delegato dal compiere l'operazione che consente al consiglio di amministrazione – amministratore delegato incluso – di esprimersi collegialmente su di essa, mediante apposita motivazione rafforzata, viene qui sostituito dall'intervento preventivo del comitato parti correlate – e cioè senza il voto dell'amministratore delegato – con la redazione del parere motivato.

Se si accoglie questa impostazione, il problema della qualificazione del rapporto tra artt. 2391 e 2391-*bis* c.c. pare allora assumere importanza solo per le operazioni esentate dalle procedure del Reg. OPC per la loro esiguità ovvero per la loro ordinarietà.

Un discorso diverso rispetto a quello svolto sinora attiene invece a quei casi che astrattamente ricadono nel perimetro di comune applicazione delle due discipline, in cui

¹³⁹ HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*², cit., 101.

però la controparte dell'operazione sia in qualche modo “camuffata”, impedendo così l'attivazione delle procedure previste in materia di OPC. In tali ipotesi – si pensi, su tutte, alle c.d. «hidden ownership» –, per quanto in teoria il rispetto delle apposite previsioni procedurali di Consob e della società sarebbe sufficiente a soddisfare anche la norma sugli interessi degli amministratori, è proprio il dovere di *disclosure* previsto all'art. 2391, co. 1, c.c. che impone all'amministratore interessato di rendere edotto il consiglio di amministrazione sull'identità del soggetto che si cela dietro la controparte altrimenti opaca, permettendo così l'attivarsi del Reg. OPC. In quest'ottica, tale adempimento richiesto dall'art. 2391 c.c. è propedeutico a innescare quelli di cui al successivo art. 2391-*bis* c.c.¹⁴⁰. Di tal che, la decisione del legislatore di tener ferma nel Reg. OPC l'applicazione della prima norma anche allorquando si attivi lo stesso, si spiegherebbe proprio in ragione della volontà di assicurare che quest'ultimo effettivamente trovi applicazione nei casi a cui è indirizzato.

Allo stesso modo, a chi scrive pare che il dovere di *disclosure* in parola potrà presto avere un'utilità anche nella prospettiva dell'esatta individuazione degli amministratori «coinvolti», tenuti ad astenersi in consiglio di amministrazione dalla votazione sull'operazione: per maggiori ragionamenti in tal senso, si dovrà però aspettare la nuova Comunicazione OPC, posto che Consob ha annunciato che ivi saranno indicate informazioni più precise al riguardo.

A prescindere da tale preciso aspetto, lo studio sul rapporto tra le due norme in commento pare costituire una prospettiva interessante alla luce della quale leggere, più in generale, il nuovo dovere di astensione appena richiamato. Come s'è detto, all'indomani della riforma del 2003 l'eliminazione del divieto a esprimere il voto in capo all'amministratore interessato si è spiegata in ragione della previsione dei doveri procedurali previsti dallo stesso art. 2391 c.c. Se così è, la nuova disposizione regolamentare entra allora in contraddizione con tale impostazione, atteso che le procedure in materia di OPC sono, per un verso, di gran lunga più complesse e rigorose e, per altro verso, almeno equivalenti in quanto a tutele apprestate, rispetto a quanto sancito in tema di interessi degli amministratori.

¹⁴⁰ Per una medesima conclusione, MICHIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., 58.

In accordo con una prima possibile lettura del divieto, si potrebbe dare risalto a quanto affermato dalla stessa Consob, che ha deciso di limitare la norma alle sole quotate – escludendo quindi le società ad azionariato diffuso – in quanto la SHRD II è una disciplina rivolta unicamente ad esse. Tra le righe, tale decisione potrebbe essere spiegata in ragione della consapevolezza della Commissione che, con la norma in esame, è conscia di introdurre una previsione in grado di creare problemi di coerenza sistematica. L'impostazione però non convince, atteso che sarebbe stato allora più opportuno applicare il divieto solo alle OPC di maggior rilevanza – come in effetti richiede il legislatore unionista – e non anche a quelle di minor rilevanza di competenza consiliare, oltre a circoscrivere la nozione di amministratore coinvolto a ipotesi più limitate, come, ad esempio gli amministratori direttamente o indirettamente controparti dell'operazione.

Tanto detto, è allora necessario trovare una ragione alternativa alla norma. Come suggerito da alcuni in fase di consultazione¹⁴¹, il motivo per cui il regolatore ha deciso di limitare il divieto alle sole quotate risiederebbe probabilmente nella considerazione che le società ad azionariato diffuso sono, almeno tendenzialmente, società più piccole, ove l'imposizione di un ulteriore elemento procedimentale risulterebbe troppo gravoso.

Ciò posto, il nuovo divieto deve essere collocato nel quadro del riferito cambiamento del rapporto fiduciario qualora si ricorra al mercato dei capitali: lì, il controllo interno del fiduciante sul fiduciario diviene meno effettivo e, unitamente alla necessità di tutela della sollecitazione del risparmio, si spiega il ricorso a meccanismi preventivi. In questo senso, il dovere di astensione, che costituisce la regola principe del *trust* per indirizzare i problemi di *loyalty*, nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio non assurge a criterio generale, ma diviene un ulteriore elemento procedimentale *ex ante*. Da questo angolo di visuale, si conferma quanto già sostenuto altrove, e cioè che il rapporto di *agency* nelle società aperte si ri-avvicina, a tratti, alla fattispecie fiduciaria del *trust*.

¹⁴¹ V. COMI, *Parere del Comitato Operatori di Mercato e degli Investitori ("COMI") in merito alle modifiche regolamentari proposte in occasione del recepimento della Direttiva (UE) 2017/828 (c.d. Direttiva sui diritti degli azionisti)*, disponibile in *dirittobancario.it*, 1.

BIBLIOGRAFIA

- AA. VV., *The Anatomy of Corporate Law: a Comparative and Functional Approach*, Oxford, 2017.
- AA. VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders*, Milano, 2010.
- ABBADESSA P.-GINEVRA E., *Art. 2325-bis c.c.*, in *Società e di capitali, Commentario*, a cura di Niccolini-Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, 7.
- ABBADESSA P.-MIRONE A., *Le competenze dell'assemblea nelle s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2010, 269.
- ABBADESSA P., *Assemblea ed operazioni con parti correlate (prime riflessioni)*, in *Le operazioni con parti correlate. Atti del convegno*, a cura di Cariello, Milano, 2011, 17.
- ABBADESSA P., *Profili topici della nuova disciplina della delega amministrativa*, in *Il nuovo diritto delle società*, diretto da Abbadessa-Portale, Torino, 2006, vol. II, 491.
- ABEGGLEN S., *Investment Research: How to Solve Conflicts of Interest More Efficiently*, in Thevénoz-Bahar, *Conflict of Interest: Corporate Governance and Financial Markets*, Alphen aan den Rijn, 2007, 171.
- ABRIANI N.-ROSSI A., *Nuova disciplina della crisi d'impresa e modificazioni del codice civile: prime letture*, in *Società*, 2019, 393.
- ABRIANI N., *Doveri e responsabilità degli amministratori e dei sindaci*, in *La riforma del fallimento: Il nuovo codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, a cura di Pollio-Longoni, Milano, 2019.
- ABRIANI N., *Il ruolo del collegio sindacale nella governance del nuovo millennio*, in *La governance nelle società di capitali. A dieci anni dalla riforma*, diretto da Vietti, Milano, 2013, 329.
- ADMATI A.R.-PFLEIDERER P.-ZECHNER J., *Large Shareholder Activism, Risk Sharing, and Financial Market Equilibrium*, in *Journal of Political Economy*, 1994, 1097.
- ALLEN W.T.-KRAAKMAN R.-SUBRAMANIAN G., *Commentaries and Cases on the Law of Business Organizations*, New York, 2009.

- AMARELLI G., *Art. 1*, in *Compliance - Responsabilità da reato degli enti collettivi*, a cura di Castronuovo-De Simone-Ginevra-Lionzo-Negri-Varraso, Milano, 2019, 21.
- AMATUCCI C., *Adeguatezza degli assetti, responsabilità degli amministratori e business judgment rule*, in *Giur. comm.*, 2016, I, 643.
- AMBROSINI S., *Artt. 2403-2406 c.c.*, in *Il nuovo diritto societario*, diretto da Cottino-Bonfante, Bologna, 2004, vol. I, 894.
- ANGELICI C., *La società per azioni. Principi e problemi*, Milano, 2012.
- ANGELICI C., *Note sul «contrattualismo societario»: a proposito del pensiero di Francesco Denozza*, in *Riv. dir. comm.*, 2018, I, 191.
- ASSONIME, *Il recepimento della direttiva shareholders rights II nell'ordinamento italiano*, Circolare n. 21 del 4 novembre 2019, disponibile in *assinome.it*.
- ASSONIME, *La disciplina della Consob in materia di operazioni con parti correlate*, Circolare n. 38 del 6 dicembre 2010, in *Riv. soc.*, 2011, 99.
- ATANASOV V.-BLACK B.-CICCOTELLO C.S., *Law and Tunneling*, in *The Journal of Corporation Law*, 2011, 1.
- ATANASOV V.-BLACK B.-CICCOTELLO C.S., *Unbundling and Measuring Tunneling*, in *University of Illinois Law Review*, 2014, 1697.
- BARACHINI F., *Tutela delle minoranze e funzione gestoria*, in *Giur. comm.*, 2018, I, 576.
- BARCLAY M.J.-HOLDERNESS C.G., *Private benefits from control of public corporations*, in *Journal of Financial Economics*, 1989, 371.
- BAYER W.-SELENTIN P., *Related Party Transactions: Der neueste EU-Vorschlag im Kontext des deutschen Aktien- und Konzernrechts*, in *NZG*, 2015, 7.
- BEBCHUCK L.A.-KRAAKMAN R.-TRIANANTIS G.G., *Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Mechanism and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights*, in Mork (editor), *Concentrated Corporate Ownership*, Chicago, 2000, 295.
- BECHT M.-BOLTON P.-RÖELL A., *Corporate Governance and Control*, ECGI Working Paper Series in Law n. 2, 2002, disponibile in *SSRN*, 1.

- BELCREDI M., *La questione del ruolo «specifico» degli indipendenti nei sistemi di governance*, in *I controlli societari. Molte regole, nessun sistema*, a cura di Bianchini-Di Noia, Milano, 2010, 68.
- BENOS E.-WEISBACH M.S., *Private Benefits and Cross-Listings in the United States*, NBER Working Paper Series n. 10224, 2004, disponibile in *nber.org*.
- BENVENUTI M., *Democrazia e potere economico*, in *Riv. AIC*, 2018, 258.
- BERLE A.-MEANS G., *The Modern Corporation and Private Property*, New York, 1932.
- BIANCHI M.-CIAVARELLA A.-ENRIQUES L.-NOVEMBRE V.-SIGNORETTI R., *Regulation and self-regulation of related party transactions in Italy. An empirical analysis*, ECGI Finance Working Paper n. 415, 2014, disponibile in *SSRN*, 1.
- BIANCHI M.-BIANCO M.-GIACOMELLI S.-PACCES A.M.-TRENTO S., *Proprietà e controllo delle imprese in Italia*, Bologna, 2005.
- BLACK B.S., *Shareholder Passivity Reexamined*, in *Michigan Law Review*, 1990, 520.
- BORDIGA F., *Responsabilità amministrativa degli enti e criteri di imputazione oggettiva*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2020, 415 ss.
- BUONOCORE V., (voce) *Impresa*, in *Enc. dir.*, 2007, I, 779.
- BUONOCORE V., *Adeguatezza, precauzione, gestione, responsabilità: chiose sull'art. 2381, commi terzo e quinto, del codice civile*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 5.
- CAGNASSO O., *Gli assetti adeguati nella s.r.l.*, in *Assetti adeguati e modelli organizzativi*, diretto da Irrera, Bologna, 2016, 573.
- CAGNASSO O., *Il diritto societario della crisi fra passato e futuro*, in *Giur. comm.*, 2017, I, 33.
- CALANDRA BUONAURA V., *L'amministrazione della società per azioni nel sistema tradizionale*, in *Trattato di diritto commerciale*, fondato da Buonocore e diretto da Costi, IV, 4.VI*, Torino, 2019.
- CAMPOBASSO G.F., *Diritto commerciale*, Milano, 2008, vol. I.
- CETRA A., *La fattispecie "impresa"*, in *Diritto commerciale*, a cura di Cian, Torino, 2017, I, 25.

- CHEFFINS B.R., *Il diritto societario e la separazione di proprietà e controllo*, in *Banca impresa soc.*, 2001, 188.
- CLAESSENS S.-DJANKOV S.-LANG L.H.P., *The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations*, in *Journal of Financial Economics*, 2000, disponibile in SSRN, 1.
- CLARKE, T., *Deconstructing the Mythology of Shareholder Value: A Comment on Lynn Stout's "The Shareholder Value Myth"*, in *Accounting, Economics, and Law: A Convivium*, 2013, 15.
- CNDCEC, *Norme di comportamento del collegio sindacale di società quotate*, 26 aprile 2018, disponibile in *commercialisti.it*.
- COATES J., *Ownership, Takeovers and EU Law: How Contestable Should EU Corporations Be?*, ECGI Law Working Paper n. 11, 2003, disponibile in SSRN, 1.
- COFFEE JR J. C., *Do Norms Matter?: A Cross-Country Examination of the Private Benefits of Control*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 2001, disponibile in SSRN, 1.
- COLOMBO A., *I modelli di organizzazione e l'organismo di vigilanza (d. lgs. 231/2001) nel quadro del sistema dei controlli interni di banche ed altri intermediari finanziari*, in *Banca impr. soc.*, 2008, 407.
- COLOMBO G.E., *Amministrazione e controllo*, in *Il nuovo ordinamento delle società. Lezioni sulla riforma e modelli statutari*, a cura del Consiglio Notarile di Milano, Milano, 2003, 175.
- CONFORTI C., *La responsabilità civile degli amministratori di società per azioni*, Milano, 2012.
- CONSOB, *Appendice I – Modifiche al Regolamento Operazioni con parti correlate*, 11 dicembre 2020, disponibile in *consob.it*.
- CONSOB, *Disciplina regolamentare in attuazione dell'art. 2391-bis del codice civile in materia di operazioni con parti correlate*, 9 aprile 2008, disponibile in *consob.it*.
- CONSOB, *Documento di consultazione*, 31 ottobre 2019, disponibile in *consob.it*.
- CONSOB, *Relazione illustrativa*, 11 dicembre 2020, disponibile in *consob.it*.

- CONSOB, *Report on corporate governance of Italian listed companies*, 2019, disponibile in *consob.it*.
- CONSOB, *Report on corporate governance of Italian listed companies*, 2018, disponibile in *consob.it*.
- COTTINO G., *Divagazioni in tema di conflitto di interessi nei gruppi*, in AA.VV., *I gruppi di società, Atti del Convegno internazionale di studi*, Milano, 1996, vol. II, 1073.
- CUGNASCO R., *Le operazioni con parti correlate. Fra corporate governance, responsabilità degli amministratori ed efficiente tutela delle minoranze nelle società quotate*, Milano, 2017.
- D’ALESSANDRO F., *Il diritto delle società da i “battelli del Reno” alle “navi vichinghe”*, in *Foro it.*, 1988, V, c. 48.
- DAMMANN J., *Related Party Transactions and Intragroup Transactions*, in Enriques-Tröger (edited by), *The Law and Finance of Related Party Transactions*, Cambridge, 2019, 218.
- DAVIES P., *Related Party Transactions: UK Model*, ECGI Working Paper Series in Law n. 387, 2018, disponibile in SSRN, 1.
- DE CRESCIENZO G., *Gli amministratori nel sistema tradizionale*, in *Le nuove S.p.A.*, diretto da Cagnasso-Panzani, Bologna, 2010, 723.
- DE MARI M., *Gli assetti organizzativi societari*, in *Assetti adeguati e modelli organizzativi*, diretto da Irrera, Bologna, 2016, 23.
- DEL LINZ M., *Il nuovo caso Parmalat: considerazioni a margine di un decreto “eccessivamente creativo”*, in *Giur. comm.*, 2014, II, 113.
- DELLA TOMMASINA L., *Informazione preassembleare e tutela dell’investimento*, Milano, 2018.
- DEMOTT D.A., *Beyond Metaphor: An Analysis of Fiduciary Obligation*, in *Duke Law Journal*, 1988, 879.
- DEMOTT D.A., *Breach of Fiduciary duty: On Justifiable Expectations of Loyalty and Their Consequences*, in *Arizona Law Review*, 2006, 925.
- DEMOTT D.A., *Disloyal Agent*, in *Alabama Law Review*, 2007, 1049.

- DEMURO I., *Il coordinamento delle procedure in materia di operazioni con parti correlate con il modello organizzativo predisposto ai sensi del d. lgs. 231/01*, in *Le operazioni con parti correlate. Atti del convegno*, diretto da Cariello, Milano, 2011, 159.
- DENOZZA F., *Verso il tramonto dell'interesse sociale?*, in Paciello, *La dialettica degli interessi nella disciplina delle società per azioni*, Napoli, 2011, 77.
- DI CATALDO V.-ROSSI S., *Nuove regole generali per l'impresa nel nuovo Codice della crisi e dell'insolvenza*, in *Riv. dir. soc.*, 2019, 745.
- DRYGALA T., *Europäisches Konzernrecht: Gruppeninteresse und Related Party Transactions*, in *AG*, 2013, 198.
- DUKEMINIER J.-SITKOFF R.H., *Wills, Trusts and Estates*, New York, 2013.
- DYCK A.-ZINGALES L., *Private Benefits of Control: An International Comparison*, in *The Journal of Finance*, 2004, 537.
- EASTERBROOK F.H.-FISCHEL D.R., *L'economia delle società per azioni: un'analisi strutturale*, Milano, 1996.
- EDMANS A., *Blockholders and Corporate Governance*, in *Annual Review of Financial Economics*, 2014, 23.
- EHRHARDT O.-NOWAK E., *Private benefits of control in founding-family owned firms. An analysis of the dynamics of disproportionate ownership and control in family firm IPOs*, 2015, disponibile in SSRN, 1.
- EHRHARDT O.-NOWAK E., *What Exactly are Private Benefits of Control?*, 2008, disponibile in SSRN, 1.
- EISENHARDT K.M., *Agency Theory: An Assessment and Review*, in *Academy of Management Review*, 1989, 59.
- ENGERT A.-FLORSTEDT T., *Which Related Party Transactions Should Be Subject to Ex Ante Review? Evidence from Germany*, ECGI Working Paper n. 440, 2019, disponibile in SSRN, 1.
- ENGERT A., *Contracting over private benefits of control*, in *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 2012, disponibile in SSRN, 1.

- ENRIQUES L.-HERTIG G.-KANDA H.-PARGENDLER M., *Related Party Transactions*, in AA. VV., *The Anatomy of Corporate Law: a Comparative and Functional Approach*, Oxford, 2017, 146.
- ENRIQUES L.-TRÖGER T.H., *The Law and (Some) Finance of Related Party Transactions: An Introduction*, in Enriques-Tröger (edited by), *The Law and Finance of Related Party Transactions*, Cambridge, 2019, 1.
- ENRIQUES L.-VOLPIN P., *Corporate Governance Reforms in Continental Europe*, in *Journal of Economic Perspective*, 2007, 117.
- ENRIQUES L., *Breve commento sulla «natura» e il ruolo degli amministratori indipendenti*, in *I controlli societari. Molte regole, nessun sistema*, a cura di Bianchini-Di Noia, Milano, 2010, 42.
- ENRIQUES L., *Gruppi piramidali, operazioni intragrupo e tutela degli azionisti esterni: appunti per un'analisi economica*, in *Giur. comm.*, 1997, I, 698.
- ENRIQUES L., *Mercato del controllo e tutela degli investitori. La disciplina dell'Opa obbligatoria*, Bologna, 2002.
- ENRIQUES L., *Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges (With a Critique of the European Commission Proposal)*, ECGI Working Paper Series in Law n. 267, 2014, disponibile in SSRN, 1.
- ENRIQUES L., *The Law on Company Directors' Self-Dealing: A Comparative Analysis*, in *International and Comparative Corporate Law Journal*, 2000, 297.
- ESPOSITO S., *Le operazioni con parti correlate: regole sulla trasparenza e sul governo societario*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, I, 851.
- FACCHIN N., *Art. 2391 bis c.c.*, in *Commentario delle società*, a cura di Grippo, Milano, 2009, vol. I, 514.
- FACCIO M.-LANG L.H.P., *The Ultimate Ownership of Western European Corporations*, in *Journal of Financial Economics*, 2002, 365.
- FAMA E.F.-JENSEN M.C., *Agency Problems and Residual Claims*, in *Journal of Law and Economics*, 1983, 327.

- FAMA E.F.-JENSEN M.C., *Separation of Ownership and Control*, in *Journal of Law and Economics*, 1983, 301.
- FERRARINI G., *Funzione del consiglio di amministrazione, ruolo degli indipendenti e doveri fiduciari*, in *I controlli societari. Molte regole, nessun sistema*, a cura di Bianchini-Di Noia, Milano, 2010, 50.
- FERRO-LUZZI P., *Dal conflitto di interessi agli interessi degli amministratori; profili di sistema*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, 661.
- FERRO-LUZZI P., *La conformità delle deliberazioni assembleari alla legge ed all'atto costitutivo*, Milano, 1993.
- FERRO-LUZZI P., *Le operazioni con parti correlate infragruppo*, in *Le operazioni con parti correlate. Atti del convegno*, a cura di Cariello, Milano, 2011, 3.
- FERRO-LUZZI P., *Parti correlate. Il documento di consultazione; osservazioni*, 2010, disponibile in *consob.it*.
- FERRO-LUZZI P., *Riflessioni sulla riforma, I: la società per azioni come organizzazione del finanziamento di impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, 673.
- FINN P., *The fiduciary principle*, in Youdan (edited by), *Equity, fiduciary and Trust*, Carswell, 1989, 1.
- FISCHEL D.R., *The Business Judgment Rule and the Trans Union Case*, in *Business Lawyer*, 1985, 1437.
- FLANNIGAN R., *Fiduciary and Contractual Accountability*, in *La fiducia e i rapporti fiduciari*, a cura di Ginevra, Milano, 2012, 171.
- FLANNIGAN R., *The Economics of Fiduciary Accountability*, in *Delaware Journal of Corporate Law*, 2007, 393.
- FLEISCHER H., *Related Party Transactions bei börsennotierten Gesellschaften: Deutsches Aktien(konzern)recht und Europäische Reformvorschläge*, in *BB*, 2014, 2691.
- FORMISANI R., *Business judgment rule e assetti organizzativi: incontri (e sconti) in una terra di confine*, in *Riv. dir. soc.*, 2018, 455.
- FRANKEL T., *Fiduciary Duties as default Rules*, in *Oregon Law Review*, 1995, 1209.

- FRANKEL T., *Fiduciary Law*, in *California Law Review*, 1983, 795.
- FRANKEL T., *Fiduciary Law*, New York, 2011.
- FRIEDMAN E.-JOHNSON S.-MITTON T., *Propping and Tunneling*, in *Journal of Comparative Economics*, 2003, 372.
- GALLETTI D., *I modelli organizzativi nel d. lgs. n. 231 del 2001: le implicazioni per la corporate governance*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 126.
- GHILARDI M., *I principi di corretta amministrazione e di adeguatezza dell'assetto organizzativo e i doveri di vigilanza dei sindaci di banche sul sistema dei controlli interni*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, II, 586.
- GILOTTA S., *Interesse di gruppo e nuove regole sulle operazioni con parti correlate: una convivenza difficile*, in *Giur. comm.*, 2012, I, 254.
- GILSON R.J.-GORDON J.N., *Controlling Controlling Shareholder*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 2003, 785.
- GILSON R.J.-GORDON J.N., *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, in *Columbia Law Review*, 2013, 863.
- GILSON R.J.-SCHWARTZ A., *Constraints on Private Benefits of Control: Ex Ante Control Mechanism versus Ex Post Transaction Review*, in *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 2013, disponibile in SSRN, 1.
- GILSON R.J., *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, in *Harvard Law Review*, 2006, 1641.
- GINEVRA E.-PRESCIANI C., *Il dovere di istituire assetti adeguati ex art. 2086 c.c.*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2019, 1209.
- GINEVRA E., *Identità e rilevanza della persona giuridica alla luce del d. lgs. n. 231/2001*, in *Riv. soc.*, 2020, 72.
- GINEVRA E., *Il problema della responsabilità fiduciaria degli intermediari finanziari*, in *Efficienza del mercato e nuova intermediazione*, a cura di Ginevra, Torino, 2019, 99.
- GINEVRA E., *Il problema della responsabilità fiduciaria degli intermediari finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 2019, I, 569.

- GINEVRA E., *L'organizzazione societaria. Lezioni e casi di diritto commerciale avanzato*, Torino, vol. I, 2018.
- GINEVRA E., *La fiducia: il fenomeno e le tipologie. Fiducia "romanistica", "germanistica", "anglosassone"*, in *La fiducia e i rapporti fiduciari tra diritto privato e regole del mercato finanziario*, a cura di Ginevra, Milano, 2012, 107.
- GINEVRA E., *Sintesi finale*, in *La fiducia e i rapporti fiduciari tra diritto privato e regole del mercato finanziario*, a cura di Ginevra, Milano, 2012, 511.
- GINEVRA E., *La partecipazione fiduciaria in s.p.a.*, Torino, 2012.
- GINEVRA E., *La società per azioni: fattispecie economica e rilevanza giuridica*, in *Diritto Commerciale*, a cura di Cian, Torino, 2017, vol. III, 175.
- GINEVRA E., *Le sedi e le operazioni di mercato*, in *Diritto commerciale*, a cura di Cian, Torino, 2020, vol. IV, 269.
- GORDON E.A.-HENRY E.-PALIA D., *Related Party Transactions: Associations with Corporate Governance and Firm Value*, EFA Maastricht Meetings Paper n. 4377, 2004, disponibile in SSRN, 1.
- GOSHEN Z.-HAMDANI A., *Corporate Control and the Regulation of Controlling Shareholders*, in Enriques-Tröger (edited by), *The Law and Finance of Related Party Transactions*, Cambridge, 2019, 23.
- GOSHEN Z.-HAMDANI A., *Corporate Control, Dual Class and the Limits of Judicial Review*, in *Columbia Law Review*, 2019, 941.
- GOSHEN Z., *The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality*, in *California Law Review*, 2003, 393.
- GROSSMAN S.J.-HART O.D., *One share-one vote and the market for corporate control*, in *Journal of Financial Economics*, 1988, 175.
- GROSSMAN S.J.-HART O.D., *Takeover Bids, the free Rider Problem, and the Theory of the Corporation*, in *Bell Journal of Economics*, 1980, 42.
- GUERRERA F., *"Interessi" degli azionisti e partecipazione "differenziata" ai processi decisionali (considerazioni sul c.d. whitewash nelle società aperte)*, in *Riv. dir. soc.*, 2015, 94.

- GUIZZI G., *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi. Trasparenza, ponderazione e imparzialità nell'amministrazione delle s.p.a.*, Milano, 2014.
- GUIZZI G., *Interessi degli amministratori e operazioni con parti correlate*, in *La governance nelle società di capitali. A dieci anni dalla riforma*, diretto da Vietti, Milano, 2013, 165.
- HART O., *Firms, contracts and financial structure*, Oxford, 1995.
- HELLERINGER G., *Related Party Transactions in France – A Critical Assessment*, ECGI Working Paper Series in Law n. 474, 2019, disponibile in SSRN, 1.
- HERTIG G.-KANDA H., *Operazioni con parti correlate*, in Kraakman-Davies-Hansmann-Hertig-Hopt-Kanda-Rock, *Diritto societario comparato*, Bologna, 2006, 125.
- HOLDERNESS C.G., *A survey of Blockholders and Corporate Control*, in *Economic Policy Review*, April 2003, disponibile in SSRN, 1.
- HOLDERNESS C.G., *Do Differences in Legal Protections Explain Differences in Ownership Concentration?*, 2008, disponibile in SSRN, 1.
- HOUBEN M., *Articolazione dell'organo amministrativo e assetti organizzativi adeguati: il ruolo del Codice di Corporate Governance*, in *Riv. dir. banc.*, 2020, I, 713.
- HOUBEN M., *Operazioni con parti correlate e governo societario*, Milano, 2019.
- HOUBEN M., *Operazioni con parti correlate e governo societario*², Milano, 2020.
- HOUBEN M., *Operazioni con parti correlate e operazioni con soggetti collegati: confini e sovrapposizioni. Le interferenze soggettive e oggettive nelle banche quotate*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, I, 447.
- IRRERA M.-FREGONARA E., *I modelli di organizzazione e gestione e gli assetti organizzativi, amministrativi e contabili*, in *Assetti adeguati e modelli organizzativi*, diretto da Irrera, Bologna, 2016, 889.
- IRRERA M.-SPIOTTA M.-CAVANNA M., *Gli obblighi e i doveri*, in *Diritto del governo delle imprese*, diretto da Irrera, Torino, 2016, 209.
- IRRERA M., *Assetti organizzativi adeguati e governo delle società di capitali*, Milano, 2005.
- IRRERA M., *Gli obblighi degli amministratori di società per azioni tra vecchie e nuove clausole generali*, disponibile in *orizzontideldirittocommerciale.it*.

- IRRERA M., *Le procedure e il comitato di amministratori indipendenti nel Regolamento Consob sulle operazioni con parti correlate: un nuovo organo a geometria variabile*, in *Nuovo dir. soc.*, 2010, XII, 22.
- JAEGER P., *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)*, in *Giur. comm.*, 2000, I, 795.
- JAEGER P., *L'interesse sociale*, Milano, 1964.
- JENSEN M.C.-MECKLING W.H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in *Journal of Financial Economics*, 305.
- JOHNSON L., *The Modest Business Judgment Rule*, in *Business Lawyer*, 2000, 625.
- JOHNSON S.-LA PORTA R.-LOPEZ DE SILANES F.-SHLEIFER A., *Tunneling*, in *American Economic Review*, 2000, 22.
- KLENE V., *Related Party Transactions – Handlungsbedarf in Deutschland*, in *GWR*, 2018, 210.
- KUMPAN C., *EU Vorgaben für related party transactions*, in *Zentrum für europäisches Wirtschaftsrecht, Vorträge und Berichte*, Nr. 215, 2015.
- KUTUFÀ I., *Adeguatezza degli assetti e responsabilità gestoria*, in AA. VV., *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*, Torino, 2010, 707.
- LA PORTA R.-LOPEZ DE SILANES F.-SHLEIFER A., *Corporate Ownership around the World*, in *The Journal of Finance*, 1999, 471.
- LANGBEIN J.H., *Questioning the Trust-Law Duty of Loyalty: Sole Interest or Best Interest?*, in *Yale Law Journal*, 2005, 929.
- LESLIE M.B., *In defense of the No Further Inquiry Rule: A Response to Professor John Langbein*, in *William & Mary Law Review*, 2005, 541.
- LIN., *Do Greater Shareholder Voting Rights Reduce Expropriation? Evidence from Related Party Transactions*, Columbia Business School Research Paper n.18-26, 2018, disponibile in SSRN, 1.
- LIACE G., *Le operazioni con parti correlate*, Milano, 2016.
- LIBERTINI M.-MIRONE A.-SANFILIPPO P.M., *Introduzione*, in Libertini-Mirone-Sanfilippo, *L'assemblea di società per azioni*, Milano, 2016, XIII.

- LIBERTINI M., *Ancora in tema di contratto, impresa e società. Un commento a Francesco Denozza, in difesa dello "istituzionalismo debole"*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 669.
- LIBONATI B., *Il governo del consiglio di amministrazione di società per azioni*, in *Scritti Giuridici*, Milano, 2013, vol. I, 353.
- LINCIANO N., *Azioni di risparmio e valore del controllo: gli effetti della regolamentazione*, in *Quaderni di finanza, Studi e ricerche*, n. 53, 2002.
- LUCIANI M., *Economia nel diritto costituzionale*, in *Digesto IV, Disc. pubbl.*, Torino, 1990, 374.
- MACEY J.R.-MILLER G.P., *Trans Union Reconsidered*, in *Yale Law Journal*, 1988, 127.
- MARCHETTI P., *Il potere decisionale gestorio nelle s.p.a.*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, a cura di Cian, Padova, 2004, 471.
- MARCHETTI P., *Quale indipendenza per gli amministratori?*, in *I controlli societari. Molte regole, nessun sistema*, a cura di Bianchini-Di Noia, Milano, 2010, 34.
- MAUGERI M., *Le operazioni con parti correlate nei gruppi societari*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, I, 887.
- MAUGERI M., *Lo statuto delle società che fanno ricorso al mercato di capitale di rischio*, in *Il testo unico finanziario*, diretto da Cera-Presti, Bologna, 2020, vol. II, 1227.
- MAUGERI M., *Note in tema di doveri degli amministratori nel governo del rischio di impresa (non bancaria)*, in *Orizzonti dir. comm.*, 2014, 1.
- MAZZONI A., *Gli azionisti di minoranza nella riforma delle società quotate*, in *Giur. comm.*, 1998, I, 485.
- MAZZONI A., *Operazioni con parti correlate e abusi*, in *Il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, a cura di Annunziata, Milano, 2015, 201.
- MCCHESNEY F.S., *A Bird in the Hand and Liability in the Bush: Why Van Gorkom Still Rankles, Probably*, in *Northwestern University Law Review*, 2002, 631.
- MENGGONI L., *Autonomia privata e Costituzione*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1997, I, 1.
- MENGGONI L., *Spunti per una teoria generale delle clausole generali*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1986, 5.

- MERUZZI G., *L'adeguatezza degli assetti*, disponibile in associazionepreite.it.
- MERUZZI G., *L'informativa endo-societaria nella società per azioni*, in *Contr. e impr.*, 2010, 737.
- MEVORACH I., *Transaction avoidance in Bankruptcy of Corporate Groups*, in *European Company and Financial Law Review*, 2011, 235.
- MICHEL N., *Denuncia di gravi irregolarità di gestione e operazioni con parti correlate*, in *Giur. comm.*, 2015, II, 1027.
- MICHEL N., *Gli amministratori indipendenti nel comitato parti correlate*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 1027.
- MICHEL N., *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, Milano, 2016.
- MIGNOLI A., *Interesse di gruppo e società a sovranità limitata*, in *Contr. e impr.*, 1986, 729.
- MINERVINI G., *Gli interessi degli amministratori di s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 147.
- MIOLA M., *Le operazioni con parti correlate*, in AA. VV., *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*, Torino, 2010, 625.
- MIRONE A., *Regole di governo societario e assetti statutari delle banche tra diritto speciale e diritto generale*, in *Orizzonti dir. comm.*, 2017, 1.
- MONTALENTI P., *Conflitto di interesse nei gruppi di società e teoria dei vantaggi compensativi*, in *Giur. comm.*, 1995, I, 710.
- MONTALENTI P., *Corporate governance e "sistema di controlli"*, in *Corporate governance e 'sistema dei controlli' nella S.p.a.*, a cura di Tombari, Torino, 2013, 3.
- MONTALENTI P., *Gestione dell'impresa, assetti organizzativi e procedure di allerta nella riforma Rordorf*, in *Nuovo dir. soc.*, 2018, 951.
- MONTALENTI P., *Gli obblighi di vigilanza nel quadro dei principi generali sulla responsabilità degli amministratori di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società*, diretto da Abbadessa-Portale, Milano, 2006, vol. II, 835.

- MONTALENTI P., *I principi di corretta amministrazione: una nuova clausola generale*, in *Aspetti adeguati e modelli organizzativi nella corporate governance delle società di capitali*, diretto da Irrera, Bologna, 2016, 3.
- MONTALENTI P., *Il conflitto di interessi nella riforma del diritto societario*, in Montalenti, *Società per azioni, corporate governance e mercati finanziari*, Milano, 2011, 141.
- MONTALENTI P., *Impresa, società di capitali, mercati finanziari*, Torino, 2017.
- MONTALENTI P., *Le operazioni con parti correlate tra efficienza gestionale nei gruppi e rischi di conflitti di interessi: quale disciplina?*, in AA.VV., *La crisi finanziaria: banche, regolatori, sanzioni, Atti del convegno*, Milano, 2010, 135.
- MONTALENTI P., *Le operazioni con parti correlate*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 319.
- MONTALENTI P., *Le operazioni con parti correlate: questioni sistematiche e problemi applicativi*, in *Riv. dir. comm.*, 2015, I, 63.
- MONTALENTI P., *Operazioni intragruppo e vantaggi compensativi: l'evoluzione giurisprudenziale*, in *Giur. it.*, 1999, 2318.
- MOSCARIELLO N., *Le operazioni tra "parti correlate" nella comunicazione d'azienda*, Padova, 2007.
- MOZZARELLI M., *Appunti in tema di rischio organizzativo e procedimentalizzazione dell'attività imprenditoriale*, in AA. VV., *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*, Torino, 2010, 728.
- MOZZARELLI M., *Art. 2391 c.c.*, in *Le società per azioni. Codice civile e leggi complementari*, Commentario Abbadessa-Portale, Milano, 2016, vol. I, 1340.
- MUCCIARELLI F.M., *Le offerte pubbliche di acquisto e di scambio*, Torino, 2014.
- NATOLI U., *L'attuazione del rapporto obbligatorio: il comportamento del creditore*, Milano, 1974.
- NENOVA T., *The Value of Corporate Votes and Control Benefits: A Cross-country Analysis*, in *Journal of Financial Economics*, 2003, 325.
- NIGRO A., *Il "diritto societario della crisi": nuovi orizzonti?*, in *Riv. soc.*, 2018, 1207.

- NOTARI M., *La “sterilizzazione” del voto nelle società per azioni: appunti in tema di “whitewash” e dintorni*, in AA. VV., *Studi in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2011, 397.
- OPPO G., *Le convenzioni parasociali tra diritto delle obbligazioni e diritto delle società*, in *Riv. dir. civ.*, 1987, I, 517.
- PACCES A., *Control Matters: Law and Economics of Private Benefits of Control*, ECGI Law Working Paper n. 131, 2009, disponibile in SSRN, 1.
- PACCES A., *Controlling the corporate controller’s misbehavior*, RILE Working Paper Series n. 1, 2011, disponibile in SSRN, 1.
- PACCES A., *Procedural and Substantive Review of Related Party Transactions (RPTs): The Case for Non-Controlling Shareholder-Dependent (NCS-Dependent) Directors*, ECGI Law Working Paper n. 399, 2018, disponibile in SSRN, 1.
- PARCHOMOVSKY G.-ECKSTEIN A.E., *The Agent’s Problem*, in *Duke Law Journal*, 2020 (forthcoming), 1.
- PINTO V., *La responsabilità degli amministratori per «danno diretto» agli azionisti*, in *Il nuovo diritto delle società*, diretto da Abbadessa-Portale, Torino, 2006, vol. II, 893.
- PISANI MASSAMORMILE A., *Appunti sugli amministratori indipendenti*, in *Riv. dir. soc.*, 2008, 237.
- POMELLI A., *Art. 2391 bis c.c.*, in *Commentario breve al diritto delle società*, a cura di Maffei Alberti, Padova, 2005, 779.
- POMELLI A., *La disciplina Consob delle operazioni con parti correlate*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2010, 1333.
- POMELLI A., *Related-Party Transactions and the Intricacies of Ex Post Judicial Review: The Parmalat/Lactalis Case*, in *European Company and Financial Law Review*, 2016, 73.
- PORTALE G., *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, in *Trattato della s.p.a.*, diretto da Colombo-Portale, Torino, 2004, vol. I, 4.
- PORTALE G., *Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in *Il nuovo diritto delle società*, diretto da Abbadessa-Portale, Torino, 2006, vol. II, 1.

- PRESCIANI C., *Il modello organizzativo ex artt. 6-7 d.lgs. 231/2001*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, I, 730.
- PRESCIANI C., *La trasparenza degli azionisti istituzionali di società quotate*, Torino, 2020.
- PRESTI G., *Art. 2391-bis c.c.*, in *Le società per azioni. Codice civile e leggi complementari*, Commentario Abbadessa-Portale, Milano, 2016, vol. I, 1354.
- PUCCI E., *Il parere degli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate: profili funzionali*, in *Riv. soc.*, 2014, 336.
- RAJAN R.G.-WULF J., *Are Perks purely Managerial Excess?*, NBER Working Paper Series, n. 10494, 2004, disponibile in *nber.org*.
- REGOLI D., *Gli amministratori indipendenti e i codici di autodisciplina*, in *La governance nelle società di capitali. A dieci anni dalla riforma*, diretto da Vietti, Milano, 2013, 127.
- REGOLI D., *Gli amministratori indipendenti: alcune condizioni per un più efficace funzionamento di questo strumento di governance nel sistema dei controlli sulla gestione*, in *Dialogo sul sistema dei controlli delle società*, a cura di Abbadessa, Milano, 2015, 49.
- REGOLI D., *L'informazione nelle operazioni con parti correlate*, in AA. VV., *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Sudi in onore di Giovanni E. Colombo*, Torino, 2011, 547.
- RESCIGNO P., *La responsabilità per la gestione: profili generali*, in Mosco-Regoli-Rescigno-Scognamiglio, *L'amministrazione. La responsabilità gestoria*, in Ibba-Marasà, *Trattato delle società a responsabilità limitata*, Padova, 2012, vol. V, 183.
- RIMINI E., *Gli assetti e le operazioni con parti correlate*, in *Assetti adeguati e modelli organizzativi nella corporate governance delle società di capitali*, diretto da Irrera, Bologna, 2016, 551.
- RIOLFO G., *L'adeguatezza degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili nella s.p.a.: dal sistema tradizionale ai modelli alternativi di amministrazione e controllo*, in *Le clausole generali del diritto societario*, a cura di Meruzzi-Tantini, in *Trattato Galgano*, Padova, 2011, 139.
- RODOTÀ S., voce "*Diligenza (diritto civile)*", in *Enc. dir.*, XII, Milano, 1964, 539.
- ROE M.J., *Political Determinants of Corporate Governance*, Oxford, 2003.

- RORDORF R., *Doveri e responsabilità degli organi di società alla luce del codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, in *Riv. soc.*, 2019, 929.
- RYNGAERT M.D.-THOMAS S., *Not all Related Party Transactions (RTPs) Are the Same: Ex Ante Versus Ex Post RTPs*, in *Journal of Accounting Research*, 2012, 845.
- RYNGART M.D.-THOMAS S., *Related Party Transactions: Their Origins and Wealth Effect*, 2007, disponibile in SSRN, 1.
- SACCHI R., *Sul così detto diritto societario della crisi: una categoria concettuale inutile o dannosa?*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2018, 1280.
- SANTAGATA R., *Interlocking directorates ed «interessi degli amministratori» di società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2009, 310.
- SAUERWALD S.-HEUGENS P.P.M.A.R.-TURTUREA R.- VAN ESSEN M., *Are All Private Benefits of Control Ineffective? Principal–Principal Benefits, External Governance Quality, and Firm Performance*, in *Journal of Management Studies*, 2019, 725.
- SCHLEIFER A.-VISHNY R. W., *Large Shareholder and Corporate Control*, in *Journal of Political Economy*, 1986, 461.
- SCIUTO M., *Art. 2325-bis c.c.*, in *Le società per azioni. Codice civile e leggi complementari*, Commentario Abbadessa-Portale, Milano, 2016, vol. I, 136.
- SEMEGHINI D., *La Business Judgement Rule, diritto statunitense*, in *Digesto delle discipline privatistiche. Sezione commerciale*, Milano, 2015.
- SEMEGHINI D., *Valutazioni preventive e retrospettive sulle operazioni con parti correlate. Spunti dalla comparazione con la giurisprudenza del Delaware*, in *Oss. del dir. civ. e comm.*, 2016, 139.
- SFAMENI P., *Art. 2403 c.c.*, in *Le società per azioni. Codice civile e leggi complementari*, Commentario Abbadessa-Portale, Milano, 2016, vol. I, 1540.
- SFAMENI P., *Responsabilità da reato degli enti e nuovo diritto azionario: appunti in tema di doveri degli amministratori e organismo di vigilanza*, in *Riv. soc.*, 2007, 154.
- SHI W.-CONNELLY B.L.-HOSKISSON R.E., *External Corporate Governance and Financial Fraud: Cognitive Evaluation Theory Insights on Agency Theory Prescriptions*, in *Strategic Management Journal*, 2017, 1268.

- SIEGEL M., *The Problems and Promise of “Enhanced Business Judgment”*, in *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, 2014, 47.
- SITKOFF R.H., *Trust Law as Fiduciary Governance Plus Asset Partitioning*, in AA. VV., *The Worlds of the Trust*, Cambridge, 2013, 428.
- SPINDLER G.-SEIDEL A., *Die Zustimmungspflicht bei Related Party Transactions in der konzernrechtlichen Diskussion*, in *AG*, 2017, 169.
- SPOLAORE P., *Garanzia patrimoniale e trust nella crisi d’impresa*, Milano, 2018.
- SPOLIDORO M.S., *Note critiche sulla «gestione dell’impresa» nel nuovo art. 2086 c.c. (con una postilla sul ruolo dei soci)*, in *Riv. soc.*, 2019, 253.
- SPOLIDORO M.S.-SPOLAORE P., *Art. 2390 c.c.*, in *Le società per azioni. Codice civile e leggi complementari*, Commentario Abbadessa-Portale, Milano, 2016, vol. I, 1324.
- STELLA RICHTER JR M., *La nuova disciplina delle operazioni con parti correlate; profili di interesse notarile*, in *Studi e Materiali del Consiglio nazionale del notariato*, 2011, n. 1, 117.
- STELLA RICHTER jr M., *Le procedure per le operazioni con parti correlate*, in *Riv. soc.*, 2011, 64.
- STOUT L., *In praise of Procedure: An Economic and Behavioral Defense of Smith v. Van Gorkom and the Business Judgment Rule*, in *Northwestern University Law Review*, 2002, 675.
- STOUT L., *The shareholder value myth. How putting shareholders first harms investors, corporations and the public*, San Francisco, 2012.
- STRAMPELLI G., *Sistemi di controllo e indipendenza nelle società per azioni*, Milano, 2013.
- TARDE A., *Related Party Transactions*, Köln, 2018.
- TOMBARI U., *“Potere” e “interessi” nella grande impresa azionaria*, Milano, 2019.
- TONIOLO A., *Operazioni con parti correlate e dinamiche intragruppo in prospettiva italiana e europea*, Tesi di dottorato, 2017, disponibile in http://eprints-phd.biblio.unitn.it/2822/1/Tesi_dottorato_Anna_Toniolo.pdf.
- TRIMARCHI G., *Codice della crisi: riflessioni sulle prime norme*, in *Notariato*, 2019, 115.

- TRÖGER T.H., *Germany's Reluctance to Regulate Related Party Transactions*, ECGI Law Working Paper n. 388, 2018, disponibile in SSRN, 1.
- TRÖGER T.H., *Related Party Transactions mit Blockaktionären im europäischen Gesellschaftsrecht*, in *AG*, 2015, 53.
- TROISI A., *Le operazioni con parti correlate in ambito bancario e finanziario*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2011, I, 649.
- VALENSISE P.-BUI I., *Operazioni con parti correlate e remunerazioni: le modifiche alla regolamentazione Consob di recepimento SHRD 2*, 17 dicembre 2020, disponibile in *dirittobancario.it*.
- VALENSISE P.-BUI I., *Operazioni con parti correlate: le nuove disposizioni Consob di recepimento della SHRD 2 in corso di consultazione*, 8 novembre 2019, disponibile in *dirittobancario.it*.
- VALENSISE P., *Conflitti d'interessi e operazioni con parti correlate*, in *Il testo unico finanziario*, diretto da Cera-Presti, Bologna, 2020, vol. II, 1949.
- VASSALLI F., *L'art. 2392 novellato e la valutazione della diligenza degli amministratori*, in *Profili e problemi nell'amministrazione della riforma delle società*, a cura di Sconamiglio, Milano, 2003, 23.
- VENTORUZZO M., *Art. 2391 c.c.*, in *Amministratori* (artt. 2380-2396), a cura di Ghezzi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, Milano, 2005, 423.
- VENTORUZZO M., *Art. 2391-bis c.c.*, in *Amministratori* (artt. 2380-2396), a cura di Ghezzi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, Milano, 2005, 501.
- VENTORUZZO M., *Potere e interessi nella grande impresa azionaria*, commento al libro di Tombari, disponibile in *nedcommunity.com*.
- VETTER J., *Regelungsbedarf für Related Party Transactions?*, in *ZHR*, 2015, 273.
- VISINTINI G., *Inadempimento e mora del debitore*, in *Il Codice Civile Commentato*, diretto da Busnelli, Milano, 2006.
- WATT G., *Trust&Equity*, Oxford, 2016.

ZAMPERETTI G.M., *Il dovere di informazione degli amministratori nella governance delle società per azioni*, Milano, 2005.

ZINGALES L., *What Determines that Value of Corporate Votes?*, in *The Quarterly Journal of Economics*, 1995, 1047.