



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO

FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA
Dottorato in Studi Giuridici
Comparati ed Europei

Corso di Dottorato in Studi Giuridici Comparati ed Europei

XXX ciclo

Tesi di Dottorato

**Operazioni con parti correlate e dinamiche
intragruppo in prospettiva italiana ed
europea**

Relatore

Prof.ssa Elisabetta Pederzini

Dottoranda

Anna Toniolo

anno accademico 2016-2017



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO

FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA
Dottorato in Studi Giuridici
Comparati ed Europei

candidata: Anna Toniolo

Operazioni con parti correlate e dinamiche intragruppo in prospettiva italiana ed europea

Relatore Prof.ssa Elisabetta Pederzini

Anno Accademico 2016-2017

Indirizzo specialistico in Diritto privato, privato comparato e commerciale

XXX ciclo

Esame finale: 27/03/2018

Commissione esaminatrice:

Prof. Massimo Bianca, Università di Trieste
Prof. Enrico Ginevra, Università di Bergamo
Prof. Marco Speranzin, Università di Padova

a Giovanni

INDICE

	Pag.
ABSTRACT	1
INTRODUZIONE	
OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE: ANALISI ECONOMICA DEL FENOMENO	2
CAPITOLO PRIMO	
OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE NEL DIRITTO SOCIETARIO EUROPEO	
<i>1. Introduzione</i>	21
<i>2. Verso la revisione della Direttiva sui diritti degli azionisti</i>	21
<i>3. Libro Verde della Commissione in materia di corporate governance</i>	23
<i>4. Piano d'Azione: diritto europeo delle società e governo societario</i>	26
<i>5. Genesi della SRD II</i>	27
<i>6. SRD II</i>	31
<i>7. Operazioni con parti correlate</i>	
<i>7.1. Background della Proposta in materia di operazioni con parti correlate</i>	39
<i>7.2. Proposta in materia di operazioni con parti correlate</i>	43
<i>7.3. Commenti sul primo draft della Proposta</i>	44
<i>7.4. Modifiche alla Proposta</i>	51
<i>7.5. Versione finale</i>	54
<i>8. Operazioni intragruppo nel diritto societario europeo</i>	
<i>8.1. Gruppi di società nel diritto degli Stati membri</i>	62
<i>8.2. Gruppi di società nelle iniziative delle istituzioni</i>	65
<i>8.3. Segue. Proposta di direttiva sulla Societas Unius Personae (SUP)</i>	69
<i>8.4. Diritto dei gruppi nella giurisprudenza della Corte di Giustizia</i>	70
<i>8.5. Gruppi nello European Model Company Act</i>	74

INDICE

8.6. Operazioni intragruppo negli Stati membri.....	77
8.7. OPC intragruppo: impatto della mancata armonizzazione a livello europeo.....	78
8.8. OPC intragruppo: proposte di disciplina a livello europeo.....	81
8.9. Cash pooling: proposte di disciplina a livello europeo.....	83

CAPITOLO SECONDO

QUADRO REGOLATIVO E PROFILI DI GOVERNANCE

SEZIONE I: FATTISPECIE E QUADRO DEFINITORIO

1. Fonti della disciplina	87
2. Parti correlate.....	90
3. Operazioni.....	95
4. Operazioni di maggiore rilevanza.....	101
5. Operazioni di minore rilevanza, di importo esiguo, ordinarie e per determinate tipologie di società.....	104
6. Informazione al pubblico sulle operazioni compiute	107
7. Delibere - quadro.....	109
8. Casi di esclusione.....	110
9. Operazioni con parti correlate nel sistema dualistico	113

SEZIONE II: PROFILI DI CORPORATE GOVERNANCE

1. Organo amministrativo e operazioni con parti correlate	
1.1. Correttezza sostanziale e procedurale.....	116
1.2. Amministratori indipendenti.....	122
1.3. Segue. Amministratori indipendenti nel Regolamento Consob	130
1.4. Parere del Comitato Parti Correlate.....	133
1.5. Responsabilità degli amministratori indipendenti.....	141
2. Operazioni con parti correlate e assemblea dei soci.....	
2.1. Sistema del whitewash.....	144
2.2. Segue. Whitewash e art. 9 quater Direttiva.....	157
2.3. Delibere in materia di remunerazioni	159
2.4. Delibere consultive	162
2.5. Operazioni assembleare in situazioni di crisi aziendale	168
2.6. Ruolo dell'assemblea nelle operazioni con parti correlate.....	169

INDICE

3. Collegio sindacale e operazioni con parti correlate.....	
3.1. Compiti del collegio sindacale nelle operazioni con parti correlate	170
3.2. Responsabilità del Collegio sindacale	177

CAPITOLO TERZO

OPERAZIONI INTRAGRUPPO, MECCANISMI DI ENFORCEMENT E

SOCIETÀ CHIUSE

SEZIONE I: OPERAZIONI INTRAGRUPPO

1. Introduzione: diritto dei gruppi	
1.1. Il fenomeno di gruppo	185
1.2. La disciplina del gruppo	187
1.2.1. Direzione e coordinamento	189
2. Operazioni con parti correlate intragruppo	193
3. Analisi economica delle operazioni intragruppo	196
4. Operazioni intragruppo nel Regolamento Consob	
4.1. Ambito soggettivo di applicazione.....	203
4.2. Art. 14, comma 1	205
4.3. Art. 14, comma 2	208
4.4. Operazioni effettuate attraverso le controllate.....	213
4.5. Lacuna normativa.....	218

SEZIONE II: MECCANISMI DI ENFORCEMENT

1. Public enforcement	219
2. Private enforcement	226
2.1. Derivative suits	230
2.2. Segue. Art. 2393-bis	237
2.3. Responsabilità nelle operazioni infragruppo	
2.3.1. Art. 2497	247
2.3.2. Segue. Elementi costitutivi dell'azione	253
2.3.3. Art. 2497 nelle OPC infragruppo	258
2.4. Interpretazione estensiva dell'art. 2497 anche alle OPC non infragruppo ..	262
2.5. Art. 2395	266
2.6. Judicial standard of review delle operazioni con parti correlate	276
2.7 Sistemi di enforcement e recepimento della Direttiva	290

INDICE

<i>SEZIONE III: SOCIETÀ CHIUSE</i>	
<i>1. Operazioni con parti correlate nelle società chiuse</i>	292
<i>2. Segue. Operazioni con parti correlate nelle s.r.l.</i>	302
BIBLIOGRAFIA	307

ABSTRACT

Le operazioni con parti correlate – seppure molto frequenti, spesso necessarie e talvolta perfino vantaggiose per la società – sono considerate la manifestazione più tipica e significativa del conflitto di interesse nell’ambito del diritto societario, potendo determinare consistenti estrazioni di ricchezza dalla società a danno in particolare degli azionisti di minoranza. La necessità di assicurare un’adeguata tutela agli azionisti di minoranza è stata considerata fondamentale a livello europeo, al punto da introdurre una disciplina delle operazioni con parti correlate nella Direttiva 2017/828 (c.d. *Shareholders Rights Directive II, SRD II*).

Il lavoro nasce allora dalla normativa europea di recente adozione, occupandosi della sua genesi, della sua *ratio* e del suo contenuto. L’obiettivo che ci si propone è quello di effettuare una prima analisi della SRD II e più segnatamente della disposizione dedicata alle operazioni con parti correlate, per poi procedere ad un approfondimento della regolamentazione interna che abbia come *focus* la prospettiva del recepimento della direttiva.

Una particolare attenzione è dedicata ai profili di *corporate governance*, valutando il ruolo che svolge ciascun organo societario in materia di operazioni con parti correlate. Segue lo studio di due aspetti reputati di fondamentale importanza: le operazioni realizzate nell’ambito dei gruppi societari; i meccanismi di *enforcement* previsti in caso di mancata adozione o applicazione delle procedure per le operazioni con parti correlate.

Si indaga infine il fenomeno delle operazioni con parti correlate in riferimento alle società chiuse e alle s.r.l., valutando la possibilità di una sua (almeno parziale) contrattualizzazione con riferimento a tali tipi societari.

INTRODUZIONE

OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE: ANALISI ECONOMICA DEL FENOMENO

Le operazioni con parti correlate si possono definire, in via di prima approssimazione, come le operazioni industriali, commerciali, finanziarie o societarie compiute con controparti legate alla società da rapporti societari o contrattuali di varia natura¹. Si comprende allora come il termine operazioni con parti correlate indichi una fattispecie di portata variegata e di estensione variabile²: è senza dubbio di matrice contabile³, ma ha successivamente conosciuto grande espansione nel campo del diritto dei mercati e in quello del diritto societario, divenendo uno dei profili più importanti e dibattuti delle regole di *corporate governance*⁴.

¹ A. POMELLI, *Commento all'art. 2391-bis del codice civile (Operazioni con parti correlate)*, in A. Maffei Alberti (a cura di), *Commentario breve al Diritto delle Società*, Padova, 2015, p. 701.

² M. MIOLA, *Le operazioni con parti correlate*, in AA. VV., *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*, Torino, 2010, p. 625.

³ Le operazioni con parti correlate costituiscono uno dei principali fattori di potenziale distorsione della comunicazione di impresa sul piano dell'informazione contabile. Esse, infatti, sono suscettibili di alterare i dati contabili e ostacolare lo svolgimento da parte dei revisori dei relativi controlli, influenzando i risultati dell'esercizio sociale e, di conseguenza, la loro idoneità a consentire un accertamento attendibile della situazione patrimoniale, economica e finanziaria della società e delle sue prospettive reddituali, oltre che la valutazione dell'operato degli amministratori (cfr. M. MIOLA, *Le operazioni con parti correlate*, cit., p. 626, nonché N. MOSCARIELLO, *Le operazioni tra "parti correlate" nella comunicazione d'azienda*, Cedam, Padova, 2007, p. 11).

⁴ A. MAZZONI, *Operazioni con parti correlate e abusi*, in F. Annunziata (a cura di), *Il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, Egea, Milano, 2015, p. 202. Ma si veda anche S. E. WOLF, *Oversight of Related Party Transactions: A Discussion of Best Processes*, in *The Corporate Governance Advisor*, 2012, 5, p. 7 dove si legge: "A basic component of any governance framework is a thorough process for evaluating of related party transactions". Nonché S. HASNAN-M. S. DAIE-A. ROHMAH-M. HUSSAIN, *Related Party Transactions and Earnings Quality: Does Corporate Governance Matter?*, in *International journal of Economics and management*, 2016, p. 238: "we find that corporate mechanism can benefit the company and enhancing the credibility of financial

Le operazioni con parti correlate sono considerate la manifestazione più tipica e significativa del conflitto di interesse nell'ambito delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio e rientrano nella più ampia categoria del c.d. "tunneling"⁵, il quale ricomprende tutte le operazioni con cui è possibile trasferire valore dalla società ai c.d. *insiders* (i soggetti che esercitano il controllo, cioè i *manager* e/o gli azionisti di controllo) in modo più che proporzionale rispetto ai diritti proprietari di questi ultimi⁶ e costituisce un tema cruciale tanto nel diritto societario quanto nel diritto dei mercati finanziari⁷.

Nelle operazioni con parti correlate la preoccupazione è che gli *insiders* compiano operazioni attraverso la società a condizioni meno favorevoli rispetto a quelle di

reporting process. Corporate governance was found does matter in relation to minimizing the impact of RPT's"; A.W.Y. LO-R.M.K. WONG-M. FIRTH, *Can corporate governance deter management from manipulating earnings? Evidence from related-party sales transactions in China*, in *Journal of Corporate Finance*, 2010, p. 225: "our research findings reveal that the quality of corporate governance is important in deterring the use of manipulated transfer prices in related-party sales transactions".

⁵ V. ATANASOV-B. BLACK-C. S. CICCOTELLO, *Law And Tunneling*, in *Journal of Corporation Law*, n. 37, 2011, p. 1 ss.; S. JOHNSON-R. LA PORTA-F. LOPEZ DE SILANES-A. SHLEIFER, *Tunneling*, in *American Economic Review*, Vol. 90, 2000, pp. 22-27; S. DJANKOV-R. LA PORTA-F. LOPEZ DE SILANES-A. SHLEIFER, *The law and economics of self-dealing*, in *Journal of Financial Economics*, 88, 2008, pp. 430-465.

⁶ A. M. PACCES, *Rethinking Corporate Governance: The Law and Economics of Control Powers*, Routledge Research in Corporate Law, 2012, p. 235: "The legal notion of shareholder ownership defines the entitlement of the company owners to share in the residual claim on the corporate assets. In functional terms, the prominent consequence of this principle is that all distributions of the firm's surplus (i.e., what is left after all the input of production are rewarded according to the contracts entered into by the company) must be made pro-rata, either in the form of midstream dividends or of final liquidation of assets upon the company's dissolution. Related-party transactions are perhaps the most dangerous challenge to this pro-rata rule, since they may easily feature 'tunneling' of the company's funds (which are subject to the pro-rata rule) to the corporate controller's individual property (which of course is not). [...] The problem is not related-party transactions themselves, but rather the non-pro-rata distributions that they may, or may not, involve".

⁷ G. ROSSI, *Il conflitto epidemico*, Milano, 2003, p. 55: "Il conflitto di interessi è intrinseco alla struttura stessa dei mercati finanziari".

mercato⁸, poiché, perseguendo obiettivi opportunistici, esercitano il potere di cui dispongono nelle scelte operative e strategiche per estrarre ricchezza dalla società che controllano a danno degli azionisti di minoranza⁹. Non solo, tali fenomeni espropriativi si realizzano anche a danno degli investitori, con conseguenti ricadute sull'efficace funzionamento del mercato¹⁰.

⁸ Y. L. CHEUNG-Y. QI-P. R. RAU-A. STOURAITIS, *Buy high, sell low: How listed firms price asset transfers in related party transactions*, in *Journal of Banking & Finance*, 2009: “We examine a sample of 254 related party and arms' length acquisitions and sales of assets in Hong Kong during 1998-2000. Our analysis shows that publicly listed firms enter deals with related parties at unfavorable prices compared to similar arms' length deals. Firms acquire assets from related parties by paying a higher price compared to similar arms' length deals. In contrast, when they sell assets to related parties, they receive a lower price than in similar arms' length deals. With the exception of audit committees, corporate governance characteristics have limited impact on transaction prices. [...]Our analysis shows that publicly listed firms enter into deals with related parties at unfavourable prices compared to similar arms' length deals. More specifically, firms acquire assets from related parties paying a higher price than in similar arms' length deals. In contrast, they sell assets to related parties receiving a lower price than in similar arms' length deals. Therefore, related party transactions appear to transfer resources away from the minority shareholders of publicly listed firms and directly to the hands of their controlling shareholders who appear to benefit directly from these transactions. [...]We base our analysis on transaction prices rather than firm value. The market value of firms that conduct related party transactions may decline – even if the market cannot accurately predict the implication of the related party transaction to the value of the firm – if investors perceive related party transactions as a signal of bad corporate governance and mark down the values of all companies that engage in such transactions. In contrast, our aim is to show that the controlling shareholders receive direct benefits from these related party transactions. Our analysis of transactions prices should be seen as complementary to a growing body of tunnelling literature which shows that related party transactions are detrimental to the value of minority shareholdings”.

⁹ CONSOB, *La disciplina delle operazioni con parti correlate*, Documento di consultazione, 9 aprile 2008, p. 20. È il c.d. *self-dealing*: “Self-dealing means that the corporate controller's is transacting with himself in the company's name. The risk involved by such a kind of transaction is very intuitive: a corporate controller vested with discretionary powers will naturally tend to set the transaction terms in such a way to foster his own interest at the expenses of that of the company (and thus, of non-controlling shareholders)”. Così A. M. PACCES, *Rethinking Corporate Governance*, cit., pp. 233-234.

¹⁰ S. LOPATRIELLO-S. PROVIDENTI, *Commento all'art. 2391-bis del codice civile*, in E. Gabrielli (a cura di), *Commentario al codice civile*, Milano, 2015, p. 346.

Il motivo per cui tali operazioni, “*caratterizzate da una situazione di immanente conflitto di interesse*”¹¹, vengono ammesse, è che possono essere non solo fisiologiche¹² per la società, ma anche vantaggiose¹³. Spesso accade che le parti correlate siano gli unici soggetti con cui le società di piccole dimensioni possono in concreto concludere determinate operazioni, o perché si renderebbe necessario rivelare segreti commerciali o piani riservati per accedere al credito o ancora perché i terzi non sarebbero nella condizione di valutare le prospettive di sviluppo dell’operazione¹⁴. Altre volte può essere più conveniente compiere un’operazione con una parte correlata piuttosto che con un terzo: la correlazione implica una reciproca conoscenza tra le parti che facilita la negoziazione, riducendo i costi di transazione e rimediando a situazioni di asimmetria informativa¹⁵. Addirittura, può

¹¹ S. GILOTTA, *Interesse di gruppo e nuove regole sulle operazioni con parti correlate: una convivenza difficile*, in *Giur. comm.*, 2012, p. 254.

¹² A. M. PACCES, *Rethinking Corporate Governance*, cit., p. 235: “*These transactions are a significant part of every company’s operation*”.

¹³ J.H. FARRAR-S. WATSON, *Self Dealing, Fair Dealing and Related Party Transactions - History, Policy and Reform*, in *The Journal of Corporate Law Studies*, 2011, Vol. 11, No. 2, p. 495 ss.: “*Two alternative law and economics theories which seek to explain the underlying nature of related party transactions are the conflict of interest theory and the efficient transactions theory. The predominant conflict of interest theory views all related party [...] as potentially detrimental to the economic interests of the shareholders. Alternatively, the efficient transactions theory does not view related party transactions as harmful to shareholders, but in fact, beneficial*”. Per i vantaggi derivanti dalle operazioni con parti correlate si veda anche E. A. GORDON-E. HENRY-D. PALIA, *Related Party Transactions and Corporate Governance*, in *Advances in Financial Economics*, Vol. 9, 2004, pp. 1-27.

¹⁴ L. ENRIQUES-G. HERTIG-H. KANDA-M. PARGENDLER, *Related-Party Transactions*, in R. Kraakman-J. Armour-P. Davies-L. Enriques-H. Hansmann-G. Hertig-K. Hopt-H. Kanda-M. Pargendler-W. G. Ringe-E. Rock, *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, Oxford University Press, 2017. Si veda anche l’edizione italiana: L. ENRIQUES (a cura di), *Diritto societario comparato*, Bologna, 2006 che ha tradotto un’edizione precedente: R. KRAAKMAN-P. DAVIES-H. HANSMANN-G. HERTIG-K. HOPT-H. KANDA-E. ROCK, *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, Oxford University Press, 2004.

¹⁵ N. MICIELI, *La gestione del conflitto d’interessi nelle operazioni con parti correlate*, Milano, 2016, p. 4; L. ENRIQUES, *Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges (With a Critique of the European Commission Proposal)*, in *ECGI, Law Working Paper N° 267/2014*, p. 7 propone il seguente esempio: “*a company’s labs may start developing a new product, but the*

capitare che un'operazione venga conclusa a condizioni favorevoli per la società e sfavorevoli per la parte correlata (c.d. *propping up transactions*¹⁶), qualora la seconda abbia un interesse nel supportare la prima, che può anche consistere semplicemente nella volontà di estrarre benefici privati di controllo da questa nel futuro¹⁷.

L'interpretazione delle operazioni con parti correlate è stata influenzata anche dalla evoluzione del contesto macro-ambientale in cui le società operano. Nella prima metà del Novecento si guardava alle operazioni con parti correlate con sospetto, in quanto operazioni sottratte alla disciplina e al giudizio del mercato. In quegli anni l'impresa si presentava come un'entità dotata di confini ben definiti e variabili unicamente nelle dimensioni, ma sempre chiaramente distinti dall'area di influenza delle altre unità economiche. Ne discendeva la convinzione, suffragata da numerosi casi di cronaca, che le operazioni con parti correlate fossero operazioni

finance department may later find that it is impossible to bring it to market, e.g. due to financial constraints and the need to concentrate R&D investment in other, more promising areas. The dominant shareholder may be in the best position to buy the project from the company and have a company wholly owned by himself work on it. Selling to a third party may be worse as an alternative, if the project is better developed with the dominant shareholder's unique entrepreneurial input and/or if it is hard for any third party to understand the project's chances of success: any offer from such third party will discount the higher perceived risk of failure. If the dominant shareholder buys the project for more than its net present value to the company, then the transaction is both fair and efficient".

¹⁶ Si veda l'analisi condotta da M. JIAN-T.J. WONG, *Propping through Related Party Transactions*, in *Review of Accounting Studies*, 2010, pp. 70–105. La ricerca è basata sulle operazioni condotte tra il 1998 e il 2002 da un campione di società operanti in Cina: “*This study uses a sample of firms listed in China from 1998 through 2002 to provide evidence of propping through related party transactions. China offers a natural setting for studying the shifting of resources between controlling owners and listed firms due to its underdeveloped capital, product, and labor markets; bright-line rules for share issuance and delisting; and weak legal and market institutions. Our evidence shows that controlling owners of Chinese listed firms engage in propping through related sales. The increase in related sales is associated with higher operating profits, and related sales are used to damp negative industry earnings shocks when listed firms have incentives to manage earnings. By using such inter-company trades to meet securities regulators' earnings targets, the controlling owners help the listed firms maintain their listing status or qualify for rights issues*”.

¹⁷ L. ENRIQUES, *Related Party Transactions*, cit., p. 7 nt. 24.

intrinsecamente fraudolente. Tuttavia, nel corso della seconda metà del Novecento e in particolare a partire dagli anni Ottanta gli sviluppi scientifico-tecnologici che hanno contraddistinto la maggior parte dei settori produttivi hanno condotto a una crescita esponenziale delle operazioni con parti correlate, nonché a un ridimensionamento dell'idea che queste avessero necessariamente una accezione negativa. Lo sviluppo delle relazioni tra le diverse unità produttive dell'impresa e gli scambi tra le stesse realizzati, infatti, erano giustificati dalla ricerca di assetti volti a incrementare l'efficienza produttiva e, quindi, il valore complessivamente creato¹⁸.

Occorre, dunque, bilanciare rischiosità e valore potenziale delle operazioni con parti correlate¹⁹. Da un lato, assicurando sia maggiore trasparenza delle situazioni di conflitto di interesse che possono influenzare le decisioni imprenditoriali, sia maggiore articolazione del processo decisionario, dato che la procedimentalizzazione della azione riduce il rischio di abusi o sviamenti della funzione. Dall'altro, non disincentivando gli amministratori dal compiere operazioni che, se pur idonee a realizzare interessi altri rispetto a quello "sociale", abbiano una obiettiva coerenza con il programma imprenditoriale complessivamente perseguito e magari offrano opportunità maggiori per la società in termini di risultati finali e, quindi, di valorizzazione dell'investimento degli azionisti²⁰.

Occorre tenere presente che non esiste uno strumento giuridico che sia in grado di vietare ogni operazione che riduca il valore della società, ammettendo al contempo quelle che lo accrescono, quantomeno perché è impossibile evitare tutti gli errori in cui potrebbero incorrere i giudici nel valutare se un'operazione sia positiva o negativa rispetto al perseguimento dell'interesse sociale²¹. Da un lato, una disciplina eccessivamente rigorosa comporterebbe molti "falsi positivi" (o "Type I error"), dall'altro una insufficiente deterrenza può implicare un elevato numero di "falsi negativi" (o "Type II error")²². Non è possibile eliminare il *trade-off* tra falsi positivi e falsi negativi, ma da un punto di vista economico è possibile ottimizzarli²³.

¹⁸ N. MOSCARIELLO, *op. cit.*, p. 17 ss.

¹⁹ OECD, *Related Party Transactions and Minority Shareholder Rights*, 2012, p. 11.

²⁰ G. GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, Milano, Giuffrè, 2014, pp. 7-8.

²¹ L. ENRIQUES, *Le regole della finanza. Diritto societario e mercato in Italia e in Europa*, 2012.

²² A. M. PACCES, *Rethinking Corporate Governance*, cit., p. 239: "The Type I/Type II errors paradigm is derived from statistical inference. Assume that the goal is to test a certain hypothesis (e.g. that the

Il diritto societario prevede un elevato numero di strategie dirette a controllare le operazioni con parti correlate, tra cui si possono distinguere: obblighi di informazione al mercato, approvazione da parte del consiglio di amministrazione (c.d. *trusteeship strategy*), approvazione da parte dell'assemblea (c.d. *decision rights strategy*), strategia delle regole, strategia degli standard, strategia dei *reward* e strategia del diritto di uscita dalla società²⁴.

La *disclosure* delle operazioni con parti correlate è una tecnica ampiamente utilizzata. Gli obblighi informativi per tali tipologie di operazioni sono in larga parte armonizzati all'interno dell'Unione Europea e si sono progressivamente ridotte anche le differenze rispetto al modello statunitense²⁵. La strategia degli obblighi di informazione presenta diversi vantaggi: quando l'informazione sulle operazioni con parti correlate perviene al pubblico, può riflettersi sul prezzo, nonché incidere sulla reputazione del *management* della società; rafforza l'efficacia di altre strategie e in particolare dell'*enforcement*; non impone praticamente alcun limite al compimento di operazioni in conflitto di interesse²⁶. Tuttavia, la *disclosure*, considerata isolatamente, non è in grado di prevenire operazioni di *tunneling*²⁷, per questo è solitamente utilizzata in combinazione con altre strategie²⁸.

accused is guilty). This implies rejecting the opposite hypothesis (that the accused is innocent), considered as the default state of nature, which is conventionally referred to as the 'null hypothesis'. A Type I error occurs when the null hypothesis is rejected when is actually true – the test of the hypothesis of interest is falsely positive: an innocent person is convicted. A type II error occurs when the null hypothesis is accepted when is actually false – the test of the hypothesis of interest is falsely negative: a guilty person is acquitted". Tali nozioni sono state applicate al fenomeno del *self-dealing* da L. ENRIQUES, *The Law on Company Directors' Self-Dealing: A Comparative Analysis*, in *International and Comparative Corporate Law Journal*, Vol. 2, 2000.

²³ A. M. PACCES, *Rethinking Corporate Governance*, cit., p. 240.

²⁴ L. ENRIQUES-G. HERTIG-H. KANDA-M. PARGENDLER, *Related-Party Transactions*, cit.

²⁵ *Ibidem*.

²⁶ *Ibidem*.

²⁷ CHEUNG Y. L., QJ Y., RAU P. R., STOURAITIS A., *op. cit.*

²⁸ Con riguardo a tale tecnica, si segnala il presente studio: W. GE-D.H. DRURY-S. FORTIN-F. LIU-D. TSANG, *Value relevance of disclosed related party transactions*, in *Advances in Accounting*, 2010, p. 141: "Several recent North American corporate scandals have drawn attention to related party transactions. Even though much financial information is disclosed under North American standards, stock market reaction following the discovery of these scandals indicates the difficulties in

Per quanto riguarda i requisiti procedurali per le operazioni con parti correlate, si distingue in particolare tra l'approvazione da parte dell'assemblea e quella del consiglio di amministrazione.

Il requisito più utilizzato tra gli ordinamenti europei ed extra-europei è l'approvazione da parte del consiglio di amministrazione e più in particolare da parte dei consiglieri disinteressati (o indipendenti)²⁹. Tale meccanismo comporta due principali vantaggi: presenta costi (relativamente) bassi; rende probabile l'approvazione di operazioni efficienti, poiché determina un basso rischio di “falsi positivi”. D'altra parte, i suoi maggiori costi sono speculari ai vantaggi: vi è il rischio che gli amministratori che approvano le operazioni non siano così indipendenti e disinteressati come la legge richiede, in quanto sono tendenzialmente nominati dagli amministratori di controllo; è probabile che gli amministratori disinteressati non

interpreting this relatively obscure information. The emphasis of the existing North American standards has been to let investors know about the existence of related party transactions, a regulation similar to the regulation in effect in China between 1997 and 2000. Yet, it remains doubtful that investors have access to all relevant information to properly analyze the impact of these transactions on reported earnings. Given the recent globalization movements and complexities attached to international transfer prices, the task may become even more daunting. A direct fair value measurement standard as applied in China may restore investors' confidence and reduce general concerns. Society may be better served if reported earnings can be directly used, without further analysis”.

²⁹ Tutti gli ordinamenti impongono o incoraggiano l'approvazione da parte del consiglio di amministrazione, quantomeno per alcune tipologie di operazioni con parti correlate. Cfr. L. ENRIQUES-G. HERTIG-H. KANDA-M. PARGENDLER, *Related-Party Transactions*, cit.; L. ENRIQUES, *Related Party Transactions*, cit. Per dei dati empirici sull'impatto degli amministratori indipendenti si veda: S. HASNAN-M. S. DAIE-A. ROHMAH-M. HUSSAIN, *op. cit.*, p. 213: “Based on 294 firm-years listed on Bursa Malaysia for 2011–2012, the study finds a negative relationship between related party transactions and earnings quality. In addition, the study finds that board independence and audit quality do matter in mitigating the negative impact of related party transactions”; nonché A.W.Y. LO-R.M.K. WONG-M. FIRTH, *op. cit.*, p. 225: “Our data are a unique sample of 266 companies listed on the Shanghai stock exchange that disclose gross profit ratios on related-party transactions. We find that firms with a board that has a higher percentage of independent directors or a lower percentage of “parent” directors (i.e., directors who are representatives of the parent companies of the listed firms), or have different people occupying the chair and CEO positions, or have financial experts on their audit committees, are less likely to engage in transfer pricing manipulations”.

impediscono il compimento di operazioni inefficienti, poiché è elevato il rischio di “falsi negativi”³⁰.

In alternativa o in via complementare rispetto all’approvazione del consiglio, si prevede l’approvazione da parte degli azionisti di minoranza (*i.e.* il c.d. *majority of the minority* o “*MOM*” approval), i quali, dopo tutto, sono coloro che vengono direttamente danneggiati da eventuali atteggiamenti opportunistici degli azionisti di controllo. Per tale motivo gli azionisti di minoranza sembrerebbero i soggetti più idonei a controllare le operazioni in conflitto di interesse e nel mondo accademico (ma anche istituzionale) è diffusa la convinzione che si tratti del meccanismo procedurale più efficiente per evitare il fenomeno del *tunneling*³¹. Eppure tale meccanismo contrasta da un lato con il principio della prevalenza della volontà della maggioranza nell’assemblea, comportando una limitazione dei diritti di controllo degli azionisti di maggioranza; dall’altro con la logica della forma societaria che tende a delegare le decisioni all’organo amministrativo al fine di evitare costi e problemi che discenderebbero da una gestione diretta dei soci. Appare difficile, infatti, che gli azionisti abbiano un interesse ma soprattutto delle competenze sufficienti per valutare adeguatamente le operazioni con parti correlate. Inoltre, si tratta di un meccanismo costoso, per cui il suo utilizzo deve essere limitato alle operazioni di maggiore rilevanza³². Un funzionamento efficiente richiede il rispetto di una serie di condizioni: “A *MOM* requirement does ensure that only fair *RPTs* are entered into, provided at least four conditions are met: 1. minority shareholders have a real opportunity to cast their vote; 2. voting shareholders do so sincerely, e.g. being truly unrelated themselves to the related party and having been paid no bribe to vote in favor; 3. the *MOM* approval is the outcome of a well-informed decision-making process, following full disclosure of all material information about the *RPT*; 4. shareholder voting takes place at a moment in time when vetoing the *RPT* is still a

³⁰ L. ENRIQUES-G. HERTIG-H. KANDA-M. PARGENDLER, *Related-Party Transactions*, cit.

³¹ Si veda L. ENRIQUES, *Related Party Transactions*, cit., p. 17, che richiama A. HAMDANI-Y. YAFEH, *Institutional Investors As Minority Shareholders*, in *Rev. Fin.*, 2013, pp. 691-692: “Financial economists, legal scholars, the Organisation for Economic Co-Operation and Development, and others have urged lawmakers to subject certain self-dealing transactions to a vote by ‘disinterested’ shareholders”.

³² L. ENRIQUES, *Related Party Transactions*, cit., p. 19.

viable choice for the corporation”³³. In ogni caso, si tratta di un meccanismo che può produrre delle inefficienze: “*Of course, a MOM requirement also makes it more likely that a fair RPT (i.e., a transaction in the best interest of the company itself) will not be entered into. That may be the case when: 1. shareholders are ill-informed about the real value to their corporation of the asset to be bought (sold), thinking it is worth less (more) than the related party offers; 2. one or more shareholders have the power to hold out and no agreement is (or can be) reached on the side payment that they request to vote in favour of the transaction; 3. the marginal transaction costs of obtaining MOM approval, including the longer time and the publicity needed to finalize it, are such as to make the transaction no longer worth entering into or practicable*”³⁴³⁵. Il problema, quindi, è sempre quello di capire quando i benefici ottenuti da una deroga della normale struttura di *corporate governance* siano superiori ai costi che ne derivano³⁶.

Significative sinergie discendono evidentemente dalla combinazione dell’approvazione di amministratori e soci disinteressati³⁷. Cionondimeno, per il momento solo l’ordinamento del Delaware prevede una forma di combinazione e unicamente per alcune tipologie di operazioni. In particolare, l’operazione non viene imposta, ma se è approvata sia da un comitato di amministratori indipendenti sia

³³ L. ENRIQUES, *Related Party Transactions*, cit., p. 17.

³⁴ L’esempio che viene fatto è il seguente: “*Suppose the shareholder meeting is convened to approve the sale of an asset to a related party for a price of 100\$, the company having incurred 5\$ in transaction costs in the process (e.g. in lawyers’ and investment bankers’ fees). Suppose also that the consensus is that the asset is worth between 95\$ and 100\$. Once the proposed transaction is disclosed, an unrelated party credibly declares that it would buy the same asset for 105\$. If the company has to spend more than 5\$ in transaction costs to negotiate with the unrelated party, disinterested shareholders will vote for the RPT even if, by now, they are aware that the company, on the one hand, would have gained more by searching for another buyer on the market and, on the other, loses some money from the RPT once transaction costs are factored in. Because the company has already spent those 5\$ in transaction costs, it is better for the shareholders to sell for 100\$ and recover those costs in all or in part than to retain an asset that is worth even less than the price paid for it by the related party*”.

³⁵ L. ENRIQUES, *Related Party Transactions*, cit., p. 19.

³⁶ L. ENRIQUES-G. HERTIG-H. KANDA-M. PARGENDLER, *Related-Party Transactions*, cit.

³⁷ L. ENRIQUES, *Related Party Transactions*, cit., p. 22.

dagli azionisti di minoranza, allora ottiene la protezione della *business judgement rule*, da cui discende, nella sostanza, che l'operazione è preservata dalla revisione giudiziale³⁸.

Altra strategia di cui è fatto ampio ricorso è l'uso di standard che vengono utilizzati *ex post* dai giudici per valutare le operazioni con parti correlate³⁹.

Infine, un ulteriore strumento di tutela degli azionisti di minoranza è costituito dai c.d. *exit rights*⁴⁰. In particolare, diversi ordinamenti riconoscono ai soci di minoranza il diritto di imporre lo scioglimento della società con conseguente distribuzione degli *asset* sociali, qualora forniscano la prova di un grave abuso da parte del socio di controllo⁴¹. Tuttavia, si tratta di un rimedio esperibile quasi esclusivamente nelle società chiuse e il cui esercizio rimane estremamente raro: gli stessi giudici preferiscono proteggere il valore di avviamento della società e incoraggiare l'acquisto delle azioni di minoranza da parte dei soci di controllo⁴².

Quale meccanismo, o meglio quale combinazione di meccanismi è più efficiente? Non esiste una risposta univoca, in quanto “*a number of context-specific factors and variables will determine what the best solution is for any given jurisdiction*”⁴³. Innanzitutto, i diversi regimi in materia riflettono le diversità relative alla struttura proprietaria delle società nei diversi ordinamenti⁴⁴. Nell'Europa continentale la

³⁸ *Ivi*, p. 22-23. La questione è poi trattata più approfonditamente nel Cap. III.

³⁹ P.-H. CONAC-L. ENRIQUES-M. GELTER, *Constraining Dominant Shareholders' Self Dealing: The Legal Framework in France, Germany, and Italy*, in *European Company & Financial Law Review*, Vol. 4, No. 4, 2007.

⁴⁰ L. ENRIQUES-G. HERTIG-H. KANDA-M. PARGENDLER, *Related-Party Transactions*, cit.

⁴¹ In Francia cfr. Art. 1844-7 Code Civil; in Germania il §61 GmbH-Gesetz riconosce il diritto di chiedere lo scioglimento della società ai soci che detengano almeno il 10% del capital sociale; in Giappone l'Art. 833 Companies Act richiede a sua volta la detenzione di almeno il 10% del capitale sociale per richiedere lo scioglimento in via giudiziale; nel Regno Unito cfr. 122(1)(g) Insolvency Act 1986 (UK); negli Stati Uniti cfr. § 14.30(2) RMBCA, nonché § 40 Model Statutory Close Corporation Supplement (U.S.). Tale rimedio non esiste, di contro, nel nostro ordinamento.

⁴² L. ENRIQUES-G. HERTIG-H. KANDA-M. PARGENDLER, *Related-Party Transactions*, cit.

⁴³ L. ENRIQUES, *Related Party Transactions*, cit., pp. 22-23.

⁴⁴ M. KANG-H.Y. LEE-M. LEE-J.C. PARK, *The association between related-party transactions and control-ownership wedge: Evidence from Korea*, in *Pacific-Basin Finance Journal*, 2014, p. 293: “*Using firm-level RPTs data from large Korean firms in which the ownership disparity is also large, this study examines the association between the control-ownership wedge and RPTs and the effect of*

struttura proprietaria è più concentrata rispetto ai sistemi anglosassoni. La conseguenza è che, mentre in questi ultimi è più sentita l'esigenza di tutelare gli investitori dai comportamenti opportunistici del *management*, nell'Europa continentale la necessità primaria è la protezione degli azionisti di minoranza⁴⁵. In secondo luogo, anche con riguardo alla tutela dei soci di minoranza negli ordinamenti a proprietà concentrata, occorre precisare che “*la minoranza azionaria è categoria composita, comprensiva dell'azionista c.d. minimo (l'antico cassetista), del socio industriale con partecipazione di rilievo, dell'investitore finanziario stabile (fenomeno particolarmente rilevante in Italia: penso alle fondazioni di origine bancaria), degli investitori istituzionali <puri>, quali hedge-fund e simili, degli investitori istituzionali*”⁴⁶. Se è vero che la figura dell'azionista minimo costituisce oramai un retaggio del passato, ritenuto ininfluenza nelle dinamiche di *corporate governance* attuali⁴⁷, d'altra parte sussistono significative differenze tra investitori professionali⁴⁸ e investitori istituzionali⁴⁹. In via approssimativa, i primi operano

RPTs on firm value. [...]In this paper, we show that RPTs increase as the control–ownership wedge increases, suggesting that controlling shareholders who have a greater wedge are more likely to use RPTs opportunistically. We also show that RPTs increase as voting rights increase, while RPTs decrease as cash flow rights increase, suggesting that controlling shareholders with a strong influence over a firm's decision-making tend to prefer RPTs. [...]Overall, our results together suggest that RPTs occur when the agency problem is severe and are used as a means of tunneling and thus destroying firm value. Our results also suggest that RPTs not arising from the agency conflict do not affect firm value negatively indicating that they are not related to tunneling. The implications of our study can be extended to companies in other East Asian countries in which ownership is highly concentrated”.

⁴⁵ L. ENRIQUES-G. HERTIG-H. KANDA-M. PARGENDLER, *Related-Party Transactions*, cit.

⁴⁶ Così P. MONTALENTI, *Tutela delle minoranze, interesse sociale e sistemi di controllo*, in *RDS*, n. 3/2015, p. 508.

⁴⁷ Così *ibidem*. Ma anche G. ROSSI, *Il conflitto epidemico*, cit., p. 81, laddove spiega che il “*<capitalismo popolare> di piccoli e piccolissimi azionisti [è stato] soppiantato, negli scorsi decenni, dall'entrata in scena degli investitori istituzionali*”.

⁴⁸ Sul dibattito che si è sviluppato negli Stati Uniti in merito al ruolo degli investitori professionali e in particolare degli *hedge fund*, si vedano in particolare: M. KAHAN-E. ROCK, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, in *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 155, No. 5, 2007, pp. 1021-1093; B. R. CHEFFINS-J. ARMOUR, *The Past, Present and Future of Shareholder Activism by Hedge Funds*, in *Journal of Corporation Law*, in *University of Cambridge Faculty of Law*

tendenzialmente in una prospettiva di valorizzazione dell'investimento, ma secondo logiche speculative e *short-term*. I secondi, invece, detengono solitamente quote di investimento rilevante e possono essere interessati a strategie *long-term*, nonché al controllo delle scelte di gestione⁵⁰. Così alcune strategie per la protezione degli azionisti di minoranza possono essere opportune per tutelare gli investitori

Research, Paper No. 38/2011; per un giudizio sostanzialmente positivo, L. A. BEBCHUK-A. BRAV-W. JIANG, *The Long-term Effects of Hedge Fund Activism*, in 115 *Col. L. Rev.*, 2015, p. 1085 ss.; A. BRAV-W. JIANG-F. PARTNOY-R. THOMAS, *Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance*, in *The Journal Of Finance*, Vol. LXIII, No. 4, 2008; per un giudizio Critico J. C. COFFEE JR.-D. PALIA, *The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance*, in *Columbia Law School Working Paper Series*, Working paper No. 521, 2015. Nella nostra dottrina si vedano C. TEDESCHI, "Potere di orientamento" dei soci nelle società per azioni, Milano, 2005, spec. p. 72 ss.; M. EREDE-G. SANDRELLI, *Attivismo dei soci e investimento short-term: note critiche sul ruolo degli investitori professionali a margine del dibattito europeo sulla corporate governance*, in *Rivista delle società*, 2013, p. 931 ss.; i contributi raccolti nel volume M. MAUGERI (a cura di), *Governo delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali*, Milano, 2015.

⁴⁹ Sulla nozione di investitori istituzionali e sul loro ruolo si vedano, *ex multis*, J. W. BARNARD, *Institutional Investors and the New Corporate Governance*, in *North Carolina Law Review*, 69, 1991, pp. 1135-1187; P. DAVIES, *Institutional Investors in the United Kingdom*, in D. D. Prentice-P. R. J. Holland (a cura di), *Contemporary Issues in Corporate Governance*, Oxford, 1993, pp. 69-96; M. P. SMITH, *Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS*, in *Journal of Finance*, 51, 1996, pp. 227-252; H. SHORT-K. KEASEY, *Institutional Shareholders and Corporate Governance in the United Kingdom*, in K. Keasey-S. Thompson-M. Right (a cura di), *Corporate Governance. Economic, Management, and Financial Issues*, Oxford, 1997, pp. 18-53; C. MALLIN, *The Role of Institutional Investors in the Corporate Governance of Financial Institutions: the UK Case*, in M. Balling-E. Hennessy-R. O'Brien (a cura di), *Corporate Governance, Financial Markets and Global Convergence*, Dor-drecht-Boston-London, 1998, pp. 217-233; P. CLYDE, *Do Institutional Shareholders Police Management?*, in *Managerial and Decision Economics*, 18, 1997, pp. 1-10; C.K. BRANCATO, *Institutional Investors and Corporate Governance*, Chicago-London-Singapore, 1997; M. BIANCHI-M. C. CORRADI-L. ENRIQUES, *Gli investitori istituzionali italiani e la "corporate governance" delle società quotate dopo la riforma del 1998: un'analisi del ruolo potenziale dei gestori di fondi comuni*, in *Banca Impresa Società*, Fasc. 3, dicembre 2002, pp. 397-438; G. CAMMARANO, *L'attivismo degli investitori istituzionali (Brevi riflessioni sul saggio di M. Bianchi, M.C. Corradi e L. Enriques)*, in *Banca Impresa Società*, Fasc. 3, dicembre 2002, pp. 439-443; E. ROCK, *Institutional Investors in Corporate Governance*, in J. Gordon-W. Ringe (a cura di), *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, Oxford University Press, 2015.

⁵⁰ Così P. MONTALENTI, *Tutela delle minoranze, interesse sociale e sistemi di controllo*, cit., p. 509.

istituzionali, ma d'altra parte possono aumentare il rischio di atteggiamenti opportunistici da parte degli investitori professionali⁵¹. Ad esempio sono stati evidenziati i pericoli che il meccanismo del MOM può comportare in presenza di un *hedge fund activism*⁵². Dalle considerazioni svolte discende che la valutazione sull'efficienza della disciplina delle operazioni con parti correlate non può che essere effettuata attraverso una c.d. "contingency perspective" che tenga in considerazione "organizational contexts, institutional environments and governance practices"⁵³.

Occorre considerare anche come l'accresciuta attenzione per la disciplina delle operazioni con parti correlate sia riconducibile a una stagione di scandali societari avviata nei primi anni duemila negli Stati Uniti (primo tra tutti *Enron*, ma anche *Worldcom*, nonché *Tyco International*) e in Europa (in Italia i casi Cirio e Parmalat) accomunati, tra l'altro, dal ricorso ad operazioni con parti correlate per sottrarre risorse al patrimonio sociale⁵⁴. Tuttavia, l'aumento della complessità giuridica che ha seguito tali dissesti societari, non ha in concreto impedito il verificarsi di nuovi scandali: basti pensare, con riguardo al nostro ordinamento, ai casi Fondiaria-Sai e Parmalat-Lactalis⁵⁵. Vero è che non si può – e non sarebbe nemmeno opportuno – desumere acriticamente il fallimento di una regolamentazione per il solo verificarsi

⁵¹ L. ENRIQUES-G. HERTIG-H. KANDA-M. PARGENDLER, *Related-Party Transactions*, cit.

⁵² In particolare, E. B. ROCK, *Institutional Investors in Corporate Governance*, cit., sconsiglia il ricorso estensivo al MOM in presenza di *hedge fund activism*.

⁵³ M. PIZZO, *Related party transactions under a contingency perspective*, in *Journal of Management & Governance*, Vol. 17, No. 2, 2013, pp. 319-320 che spiega come "by embracing a contingency approach, potential risks and benefits associated with specific categories of RPTs should be weighted, taking into account the existing relations with other contextual factors and governance mechanism, and adapt requirements accordingly". Già G. ROSSI, *Il conflitto epidemico*, cit., p. 73: "La teoria della path dependence, secondo la quale le regole di governo societario devono tenere conto sia della genesi di un'impresa, sia della situazione concreta in cui si trova ad agire, senza aspirare a un'immaginaria universalità, è qualcosa di più di un sensato criterio metodologico. Non applicarla significa rinunciare a cogliere le differenze – decisive – tra strutture societarie".

⁵⁴ M. MIOLA, *Le operazioni con parti correlate*, cit., p. 626.

⁵⁵ A. MAZZONI, *op. cit.*, p. 202; anche se G. ROSSI, *Il conflitto epidemico*, cit., p. 16 sottolinea che "i mercati – soprattutto quelli finanziari – non obbediscono ai meccanismi virtuosi che molti considerano loro propri, ma tendono invece a incoraggiare manipolazioni e frodi. Più diventano sofisticati, più richiedono una disciplina attenta e capillare".

di uno scandalo che quella regolamentazione avrebbe dovuto impedire⁵⁶. Al contempo, però, questi avvenimenti dovrebbero ricordare che: “È francamente illusorio pensare che la leva giuridica sia in grado, da sola, di sollevare il mondo dell’economia; ed il diritto ha delle proprie ragioni, che talvolta l’economia non intende”⁵⁷. Di conseguenza, “le leggi, in quanto tali, contano molto, ma la loro capacità di eliminare il conflitto di interessi rimane dubbia. Norme e sanzioni possono certo attutirlo e renderne meno catastrofici gli effetti, ed è per questo che non vanno sottovalutate. Tuttavia le leggi sono efficaci fino in fondo solo se dettate in una comunità, al cui interno la loro accettazione sia accompagnata da un consenso che riguarda altri ambiti del controllo sociale e del vivere civile, esterni alle sfere del diritto”⁵⁸.

Infine, per valutare se un’operazione con parte correlata confligge con l’interesse della società, occorrerebbe intendersi sulla nozione di interesse sociale. Tale nozione, tuttavia, è estremamente dibattuta, anche perché storicamente “<inquinat[a]> da prospettive ideologiche e dogmatiche di amplissima portata”⁵⁹. Per sommi capi e nell’impossibilità di ricostruire compiutamente il percorso degli interpreti, si ricorda come nel nostro ordinamento si siano contrapposte la tesi istituzionalista e la tesi contrattualista dell’interesse sociale⁶⁰. La prima – che si è sviluppata sotto il vigore

⁵⁶ In questo senso A. MAZZONI, *op. cit.*, p. 202 ss.

⁵⁷ R. RORDORF, *TUF e sistema legislativo*, in Annunziata F. (a cura di), *Il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, EGEO, Milano, 2015, p. 298 e ss., il quale prosegue spiegando che “un conto è prestare la doverosa attenzione ai risvolti concreti che la regolazione giuridica è atta a provocare sul piano economico, altro è pensare la norma come un semplice strumento d’intervento economico, ispirato da esigenze contingenti e di breve respiro”.

⁵⁸ *Ibidem*.

⁵⁹ C. ANGELICI, *Note minime sull’“interesse sociale”*, in *Banca, borsa, tit. credito*, 2014, I, p. 255 ss.

⁶⁰ Cfr., *ex multis*, L. MENGONI, *Appunti per una revisione della teoria del conflitto di interesse nelle deliberazioni di assemblea delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, p. 445 ss.; G. MINERVINI, *Sulla tutela dell’«interesse sociale» nella disciplina delle delibere assembleari e di consiglio*, in *Riv. dir. civ.*, I, 1956, p. 332 ss.; L. MOSSA, *Trattato del nuovo diritto commerciale*, IV, *Società per azioni*, Cedam, Padova, 1957, p. 68 ss.; A. MIGNOLI, *L’interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 1958, p. 725 ss.; A. ASQUINI, *I battelli del Reno*, in *Scritti*, III, Padova, Cedam, 1961, p. 221 ss.; P. G. JAEGER, *Interesse sociale*, Milano, 1964; A. GAMBINO, *La disciplina del conflitto di interessi*, in *Riv. dir. comm.*, 1969, p. 399 ss.; F. D’ALESSANDRO, *Il diritto delle società da «i battelli del Reno» alle «navi vichinghe»*, in *Foro it.*, 1988, V, c. 48; D. PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nelle*

del codice di commercio del 1882 e che trova il suo manifesto legislativo nel § 70 dell'*Aktiengesetz* del 1937 – ravvisa l'interesse sociale nell'interesse dell'impresa in sé, la quale costituisce “la personificazione di un interesse superiore distinto da quello dei singoli soci, oggetto come tale di autonoma tutela giuridica”⁶¹. La seconda – che si è imposta nella dottrina italiana dopo l'entrata in vigore del codice civile del 1942, anche grazie alla vibrante critica di T. Ascarelli alle istanze istituzionaliste⁶² – individua l'interesse sociale nell'interesse comune ai soci in quanto tali: l'interesse al conseguimento dell'utile⁶³. Nell'oggi, tuttavia, occorre forse “prendere atto del superamento di entrambe le teorie che si sono contese il campo per tanti anni e che hanno suscitato tante polemiche”⁶⁴. L'interesse degli azionisti alla realizzazione dell'utile, infatti, appare ora integrato da interessi altri⁶⁵ e

società per azioni, in G. E. Colombo-G. B. Portale (a cura di), *Trattato delle società per azioni*, Utet, III, Torino, 1993, p. 9 ss.; P. G. JAEGER, *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)*, in *Giur. comm.*, 2000, I, p. 795 ss.

⁶¹ Così Cass. 18 aprile 1961, n. 853.

⁶² Cfr. T. ASCARELLI, *Interesse sociale e interesse comune nel voto*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1951, 1149 ss.

⁶³ F. CHIAPPETTA, *Finanziamento della società per azioni e interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 2006, p. 668.

⁶⁴ Così P. G. JAEGER, *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)*, cit. Sul superamento della contrapposizione tra istituzionalismo e contrattualismo si vedano anche: F. GALGANO, *Diritto commerciale. Le società*, Zanichelli, Bologna, 2006, p. 154; G. COTTINO, *Contrattualismo e istituzionalismo*, in *Riv. soc.*, 2005, p. 693 ss.; F. DENOZZA, *L'interesse sociale tra «coordinamento» e «cooperazione»*, in AA. VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli «stakeholders»*, Giuffrè, Milano, 2010, p. 11 secondo cui è oramai “ridimensionata [...] la rilevanza di semplicistiche contrapposizioni concettuali come quella tra prospettive contrattualiste e prospettive istituzionaliste”; P. MONTALENTI, *Interesse sociale e amministratori*, in AA. VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli «stakeholders»*, Milano, Giuffrè, 2010, p. 99 secondo cui “la contrapposizione tra contrattualismo e istituzionalismo può dirsi oggi un'antinomia superata”; anche V. CALANDRA BUONAURA, *Funzione amministrativa e interesse sociale*, in AA. VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli «stakeholders»*, Giuffrè, Milano, 2010, p. 101 ritiene sia necessario “affrancarsi dai riferimenti concettuali al contrattualismo e all'istituzionalismo”.

⁶⁵ P. MONTALENTI, *Interesse sociale e amministratori*, cit., p. 81 ss.; P. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate: questioni sistematiche e problemi applicativi*, in *Rivista del diritto commerciale*, 2015; P. MONTALENTI, *Tutela delle minoranze, interesse sociale e sistemi di controllo*, cit., p. 510 e

il dibattito coinvolge anche l'individuazione degli *stakeholders* cui imputare e riferire l'interesse sociale⁶⁶. In questa sede risulta impossibile individuare *ex professo* i confini della nozione di interesse sociale. Ai fini della trattazione risulta sufficiente fornire delle indicazioni in senso negativo rispetto allo stesso. L'interesse sociale non può essere identificato nell'"interesse comune dei soci", in quanto non è possibile configurare un comune denominatore che consenta di ricondurre a un comune interesse le aspettative spesso confliggenti di investitori con obiettivi di investimento diverso⁶⁷: "*interessi dell'azionista di controllo o degli azionisti di controllo, dell'azionista-imprenditore, del socio di minoranza qualificata, degli investitori istituzionali (distinguendosi ancora tra banche, fondi pensione, fondi di investimento, hedge funds), delle associazioni di azionisti, dei singoli risparmiatori*"⁶⁸. Ma come è stato correttamente sottolineato "*è fisiologica, anzi tipica, un'ampia eterogeneità delle motivazioni alla base dell'investimento*

nt. 4. Ma si veda anche C. Angelici che significativamente ha intitolato un suo saggio in materia "*La società per azioni e gli <altri>*" (si fa riferimento a C. ANGELICI, *La società per azioni e gli "altri"*, in AA. VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli «stakeholders»*, Giuffrè, Milano, 2010, p. 45 ss.).

⁶⁶ Cfr. l'ampio dibattito in AA. VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli «stakeholders»*, Giuffrè, Milano, 2010.

⁶⁷ V. CALANDRA BUONAURA, *Funzione amministrativa e interesse sociale*, cit., pp. 103-107.

⁶⁸ Così P. MONTALENTI, *Interesse sociale e amministratori*, cit., p. 84. Anche B. LIBONATI, *Riflessioni su "l'interesse sociale" di Pier Giusto Jaeger*, in AA. VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli «stakeholders»*, Giuffrè, Milano, 2010, p. 77 evidenzia come: "*Gli interessi dei soci possono essere, anzi sono di regola, obiettivamente diversi. Il dibattito e il confronto sono permanenti. Non è chi non veda che vi è il socio che investe a breve perché non può fare diversamente stanti le sue esigenze personali, e quello che investe a lungo termine; che vi è il socio che per la dimensione del suo investimento ha buona ragione di volere intervenire direttamente nella gestione dell'impresa, e il socio che invece si preoccupa massimamente dei risultati finanziari nel breve periodo del suo investimento; che vi è il socio culturalmente e professionalmente preparato a conoscere il tipo di impresa in cui investe e il socio la cui attenzione si ferma all'utile che può trarre dall'investimento, ecc. Si tratta di osservazioni banali: ma che mostrano ad abundantiam quanto sia difficile una fusione fra prospettive ed istanze così eterogenee e quanto poco operativo alla fine possa dimostrarsi l'ipotesi di una azione univoca che si ritenga tout court e acriticamente dovuta*".

*azionario; e con essa [...] sarebbe contraddittoria la ricerca di un interesse unitario cui dovrebbe tendere l'azione della società*⁶⁹.

La prima conseguenza è che occorre rinunciare ai tentativi di dare una definizione unitaria di “interesse sociale”, concentrandosi piuttosto su ciò che non rientra in tale nozione.

In secondo luogo, è importante evidenziare che l'interesse sociale si atteggia diversamente a seconda che si assuma la prospettiva degli azionisti ovvero quella degli amministratori⁷⁰. Con riferimento alla disciplina delle operazioni con parti correlate interessa prendere in considerazione l'interesse sociale in particolare sotto il profilo dell'esercizio della funzione amministrativa⁷¹. Da questo angolo visuale, attesa la frammentazione dei diversi interessi degli azionisti⁷², si ritiene che gli amministratori non possano essere arbitri del bilanciamento di tali interessi, ma che sia necessario individuare un interesse prevalente che questi debbano perseguire anche quando esso si ponga in conflitto con altri interessi ugualmente qualificabili come “sociali”⁷³. Tale interesse è stato identificato nella valorizzazione della partecipazione nel lungo periodo, in altre parole “*nell'interesse ad una crescita di valore della società sostenibile nel tempo*”. D'altra parte, è stato sottolineato come gli indici normativi del nostro ordinamento siano chiaramente orientati alla tutela dell'investitore interessato a una crescita di valore della società nel lungo termine e, come si dirà *infra*, questa è anche la posizione assunta dal legislatore comunitario. Tuttavia, è opportuno precisare che nelle fattispecie normative in cui rileva la nozione di interesse sociale, lo scrutinio degli amministratori non si configura come comparazione tra l'operazione oggetto della decisione e astratta conformità alla massimizzazione della partecipazione degli azionisti, bensì piuttosto come valutazione della “razionalità economica” dell'operazione in relazione alle strategie gestionali dell'impresa⁷⁴. In altri termini, l'interesse sociale nella concreta attuazione delle decisioni gestorie, si declina più come “interesse aziendale”, ovvero “di

⁶⁹ C. ANGELICI, *Note minime sull'“interesse sociale”*, cit.

⁷⁰ *Ibidem*.

⁷¹ V. CALANDRA BUONAURA, *Funzione amministrativa e interesse sociale*, cit., p. 103.

⁷² P. MONTALENTI, *Interesse sociale e amministratori*, cit., p. 100.

⁷³ V. CALANDRA BUONAURA, *Funzione amministrativa e interesse sociale*, cit., p. 108.

⁷⁴ P. MONTALENTI, *Interesse sociale e amministratori*, cit., p. 100.

*coerenza della scelta rispetto ai piani strategici, finanziari, industriali, commerciali della società*⁷⁵. In tutto ciò, gli interessi altri degli *stakeholders*, più che confondersi con l'interesse sociale, vanno a limitare il perseguimento dello stesso: nuovamente una definizione in negativo. In particolare: “*Gli amministratori devono perseguire lo scopo di lucro nei confini loro imposti o da limiti legislativi (tutela ambientale, sicurezza sul lavoro, ecc.) oppure da vincoli contrattuali (contrattazione aziendale, partecipazione lavoratori, ecc.) oppure in ottemperanza di self-restraint dovuto ad atti di autonomia negoziale (adesione a codici etici, rispetto degli interesse degli stakeholders ecc.) oppure ancora in ragione di volontaria adesione a principi di Corporate Social Responsibility*”⁷⁶.

⁷⁵ P. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate: questioni sistematiche e problemi applicativi*, cit., p. 66.

⁷⁶ *Ivi*, p. 65.

CAPITOLO PRIMO

OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE NEL DIRITTO SOCIETARIO EUROPEO

1. Introduzione

Il tema delle operazioni con parti correlate è stato al centro del più recente dibattito sul diritto societario europeo. Nella prospettiva comunitaria, il profilo di maggiore criticità è stato individuato nella necessità di garantire agli azionisti di minoranza una maggiore protezione e un maggiore controllo sulle operazioni con parti correlate. Per tale motivo, si è aperta una discussione sull'opportunità di introdurre una regolamentazione a livello europeo, che ha condotto a disciplinare le operazioni con parti correlate nella Direttiva (UE) 2017/828 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 17 maggio 2017 (c.d. *Shareholder Rights Directive II, SRD II*), che modifica la Direttiva 2007/36/CE relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate (c.d. *Shareholder Rights Directive, SRD*).

Prima di analizzare la disposizione in materia di operazioni con parti correlate contenuta nella SRD II, è importante ripercorrere l'*iter* che ha portato alla revisione della Direttiva sui diritti degli azionisti e comprendere le motivazioni e gli obiettivi che stanno alla base della nuova normativa.

2. Verso la revisione della Direttiva sui diritti degli azionisti

Le recenti iniziative intraprese dalle istituzioni comunitarie in materia di *corporate governance*, culminate con l'adozione della SRD II, hanno avuto origine nella crisi economica globale del 2007-2008. La crisi finanziaria, infatti, faceva emergere "numerose imperfezioni e debolezze nel governo societario degli istituti finanziari, dimostrando come ad un'eccessiva e imprudente assunzione di rischi in tali società

*si potesse accompagnare un corrispondente accumulo di rischi dell'intero sistema finanziario di più ampie proporzioni"*¹. Le misure adottate sino a quel momento, caratterizzate da previsioni in gran parte estremamente generali e di natura non vincolante, nonché dalla mancanza di efficaci meccanismi di controllo, non si erano rivelate adeguate nel corso della crisi, inducendo le pubbliche autorità a concentrarsi nuovamente e a rafforzare le regole in materia di *corporate governance*, al fine di ottenere una maggior tutela e un maggior coinvolgimento degli azionisti e degli altri *stakeholders*².

Il primo intervento della Commissione in seguito alla crisi finanziaria riguardava nello specifico la *corporate governance* degli istituti finanziari: nel giugno del 2010, veniva pubblicato il Libro verde sul governo societario negli istituti finanziari e sulle politiche di remunerazione³. Nonostante la consultazione avviata dalla Commissione fosse circoscritta ai soli istituti finanziari (in particolare banche e assicurazioni), si riteneva che le soluzioni individuate per tali imprese potessero costituire una valida fonte di ispirazione anche per migliorare il governo societario delle società quotate⁴. Infatti, già all'interno del Libro verde del 2010 sugli istituti finanziari, la Commissione aveva annunciato di voler avviare una più ampia riflessione sul governo societario di tutte le società quotate e nemmeno un anno dopo, il 5 aprile 2011, pubblicava un secondo Libro verde sul quadro dell'Unione europea in materia di governo societario, con cui avviava una consultazione volta ad individuare le

¹ S. ALVARO-B. LUPINI, *Le linee di azione della Commissione europea in materia di corporate governance e i riflessi sull'ordinamento italiano*, in Consob, *Quaderni Giuridici*, n. 3, 2013, p. 59.

² C. VAN DER ELST-E. P.M. VERMEULEN, *Europe's Corporate Governance Green Paper: Rethinking Shareholder Engagement*, in H. S. Birkmose-M. Neville-K. E. Sørensen, *The European Financial Market in Transition*, Wolters Kluvers, 2012, p. 200.

³ Il Libro verde sul governo societario negli istituti finanziari e sulle politiche di remunerazione, adottato nel giugno 2010, è reperibile all'indirizzo: <http://eurlex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2010:0284:FIN:IT:PDF>.

⁴ C. MALBERTI, *The Current Debate on the Proposed Directive on the Encouragement of Long-Term Shareholder Engagement in European Listed Companies in Light of the Recent History of the Initiatives of the European Union Concerning Corporate Governance*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2016, p. 3.

modalità per migliorare e modernizzare il sistema di governo societario delle società quotate in Europa⁵.

3. Libro Verde della Commissione in materia di corporate governance

Il Libro verde sul quadro dell'Unione europea in materia di governo societario ha rivestito un ruolo fondamentale nell'ambito del piano della Commissione diretto a rafforzare il governo societario delle società quotate⁶.

Il suo *focus* era costituito dall'individuazione delle modalità con cui promuovere l'impegno degli azionisti nelle società in cui essi investono⁷, considerato dalla Commissione come presupposto per un buon governo societario⁸. Secondo la Commissione la crisi finanziaria aveva rivelato come la maggior parte degli azionisti avessero un atteggiamento passivo, nonché un interesse limitato unicamente ai profitti a breve termine⁹. Sembrava pertanto opportuno riflettere su come incoraggiare gli azionisti a un impegno più attivo e nel lungo termine¹⁰. Vero è che la Commissione riconosceva non solo come non fosse necessaria la partecipazione attiva di tutti i soci¹¹, ma anche che gli investitori tipicamente orientati al breve

⁵ COMMISSIONE EUROPEA, Libro Verde, *Il quadro dell'Unione Europea in materia di governo societario*, 5 aprile 2011. Il Libro verde può essere consultato al seguente indirizzo: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0164:FIN:IT:PDF>.

⁶ S. ALVARO-B. LUPINI, *op. cit.*, p. 11.

⁷ C. VAN DER ELST-E. P.M. VERMEULEN, *Europe's Corporate Governance Green Paper: Rethinking Shareholder Engagement*, cit., p. 200, dove si afferma che “*It seems that appropriate shareholder engagement is viewed as the linchpin of an effective corporate governance framework*”.

⁸ COMMISSIONE EUROPEA, Libro Verde, *Il quadro dell'Unione Europea in materia di governo societario*, 5 aprile 2011, p. 3.

⁹ C. VAN DER ELST-E. P.M. VERMEULEN, *Europe's Corporate Governance Green Paper: Rethinking Shareholder Engagement*, cit., p. 200, secondo cui “*The European Commission seems to assume that the financial crises and abuses within businesses are largely attributable to the short-terminism of investors*”.

¹⁰ COMMISSIONE EUROPEA, Libro Verde, *Il quadro dell'Unione Europea in materia di governo societario*, 5 aprile 2011, p. 3.

¹¹ *Ivi*, p. 14: “*La Commissione riconosce che non tutti gli investitori debbano impegnarsi attivamente nelle società in cui hanno investito*”.

termine, come gli *activist hedge fund*, potevano produrre effetti positivi sul governo delle società, ad esempio fungendo da catalizzatori di cambiamenti a livello di *corporate governance* in modo da accrescere la consapevolezza degli altri azionisti¹². Tuttavia, riteneva che un ruolo chiave per una crescita sostenibile delle società non potesse che essere determinato dagli investitori a lungo termine, identificati in particolare con gli “investitori istituzionali”, per tali intendendosi “ogni soggetto che investe a titolo professionale (anche) per conto di clienti e beneficiari”¹³.

Secondo la Commissione, la tendenza degli investitori allo *short-termism* ravvisata nei mercati finanziari poteva spiegarsi principalmente sulla base di tre fattori. Il primo era la comparsa di nuovi prodotti finanziari unita all’innovazione tecnologica, che aveva velocizzato la negoziazione e aumentato la liquidità, contribuendo tuttavia al contempo alla riduzione del periodo di detenzione delle azioni. Il secondo era un aumento nell’intermediazione degli investimenti, con il conseguente amplificarsi dell’importanza della relazione di agenzia tra gli investitori a lungo termine (*asset owners*) e i gestori dei loro attivi (*asset managers*), la quale accentuava la predilezione per il breve termine¹⁴. Il terzo era una regolamentazione¹⁵ che, stando a quanto riferito da diversi investitori alla Commissione nei lavori preparatori del Libro verde, tendeva a favorire il breve termine, impedendo agli investitori istituzionali di adottare strategie di investimento di lungo periodo¹⁶.

¹² *Ivi*, p. 13.

¹³ *Ivi*, p. 13, nt. 47.

¹⁴ Cfr. *ivi*, pp. 14-15. In particolare, secondo la Commissione la relazione di agenzia tra gli investitori istituzionali e i loro gestori contribuirebbe ad accrescere la predilezione per il breve termine, in quanto: la valutazione dei risultati raggiunti dai gestori degli attivi e la struttura di incentivo delle loro remunerazioni e delle loro commissioni sono basati sul breve termine; vi sono delle carenze in materia di trasparenza nell’esecuzione delle obbligazioni fiduciarie da parte dei gestori degli attivi per quanto riguarda le strategie, i costi, la negoziazione e la misura in cui i gestori degli attivi devono impegnarsi attivamente nelle società partecipate.

¹⁵ Il Libro Verde fa in particolare riferimento alla normativa sui requisiti patrimoniali di solvibilità - Solvency II e alle norme contabili applicabili ai fondi pensione, finalizzate a promuovere una maggior trasparenza e una valutazione più realistica dei mercati.

¹⁶ COMMISSIONE EUROPEA, Libro Verde, *Il quadro dell’Unione Europea in materia di governo societario*, 5 aprile 2011, p. 14.

La Commissione individuava due ulteriori ostacoli a un impegno attivo da parte degli investitori istituzionali: la presenza di conflitti di interesse nel settore finanziario, in quanto gli *asset owners* sarebbero stati disincentivati ad investire nelle società quotate, poiché spesso gli *asset managers* o le società che li controllavano (l'impresa madre) erano portatori di interessi economici nelle società partecipate¹⁷; le barriere alla partecipazione degli azionisti.

Infine, il Libro verde evidenziava come nelle società con un azionista dominante o di controllo emergesse un'ulteriore necessità: assicurare che gli interessi economici degli azionisti di minoranza trovassero adeguata tutela nelle regole di *governance*. In particolare, la Commissione metteva in rilievo la possibilità per gli azionisti di controllo e/o per il consiglio di amministrazione delle società a proprietà concentrata di trarre vantaggio (in vari modi, ma in particolare tramite operazioni con parti correlate) dalla società, a detrimento degli interessi degli azionisti di minoranza¹⁸.

La consultazione avviata dal Libro Verde veniva chiusa il 22 luglio 2011; nel novembre 2011 ne venivano pubblicati gli esiti, "compendiati" in un *Feedback Statement*¹⁹, all'interno del quale la Commissione ha esposto sinteticamente le posizioni espresse da autorità pubbliche, organismi professionali e singoli interessati (per un totale di 409 contributi) rispetto a ciascuno dei venticinque quesiti della consultazione, senza peraltro esprimere alcuna indicazione sulle eventuali opzioni in punto di *policy*²⁰. Significativamente, la parte di consultazione che riceveva meno consensi era quella relativa alla tutela degli azionisti di minoranza. Tanto la nomina di un amministratore che rappresentasse la minoranza, quanto la disciplina delle operazioni con parti correlate, venivano criticate, in quanto non solo si ritenevano

¹⁷ S. ALVARO-B. LUPINI, *op. cit.*, p. 43. L'esempio fornito dal Libro verde è l'ipotesi in cui "nei gruppi finanziari dove la succursale incaricata della gestione degli attivi può non volere esercitare i propri diritti di azionista in una società a cui la sua impresa madre fornisce dei servizi o nella quale detiene una partecipazione" (cfr. COMMISSIONE EUROPEA, Libro Verde, *Il quadro dell'Unione Europea in materia di governo societario*, 5 aprile 2011, p. 15).

¹⁸ COMMISSIONE EUROPEA, Libro Verde, *Il quadro dell'Unione Europea in materia di governo societario*, 5 aprile 2011, p. 19.

¹⁹ Il *Feedback Statement. Summary of responses to the Commission Green paper on the EU corporate governance framework* è pubblicato in: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/20111115-feedback-statement_en.pdf.

²⁰ S. ALVARO-B. LUPINI, *op. cit.*, pp. 11-12.

sufficienti i rimedi già previsti a livello nazionale, ma anche si era manifestato il rischio che un intervento in queste aree potesse favorire condotte abusive²¹.

4. Piano d’Azione: diritto europeo delle società e governo societario

Agli esiti della consultazione sul Libro Verde faceva seguito, il 12 dicembre 2012, la pubblicazione da parte della Commissione di un Piano d’Azione sul “*diritto europeo delle società e governo societario – una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili*”²².

Il Piano d’azione, con esclusivo riguardo alle misure in materia di governo societario, stabiliva due principali linee di intervento: il rafforzamento della trasparenza e la promozione dell’attivismo degli azionisti.

Con riguardo al rafforzamento della trasparenza, le azioni delineate dalla Commissione miravano a: introdurre nuovi obblighi di informazione in merito alla diversità della composizione del consiglio di amministrazione e alla politica di gestione dei rischi imprenditoriali “non finanziari”; migliorare il contenuto delle informazioni riportate nelle relazioni sul governo societario; incrementare la conoscenza dell’identità del proprio azionariato da parte delle società; introdurre nuove regole di trasparenza in materia di politiche di voto e attivismo degli investitori istituzionali all’interno delle società partecipate²³.

L’obiettivo di un maggior impegno degli azionisti, definito dalla Commissione come “*uno dei fondamenti del modello di governo societario delle società quotate*”²⁴,

²¹ COMMISSIONE EUROPEA, *Feedback Statement. Summary of responses to the Commission Green paper on the EU corporate governance framework*, p. 16.

²² COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione (diretta al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni) contenente il “Piano d’Azione: diritto europeo delle società e governo societario – una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili”*, 12 dicembre 2012, [COM(2012)740], reperibile al seguente link: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2012:0740:FIN:IT:PDF>.

²³ S. ALVARO-B. LUPINI, *op. cit.*, p. 63.

²⁴ Così COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione (diretta al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni) contenente il*

secondo l'Action Plan poteva essere conseguito prevalentemente attraverso una modifica della direttiva sui diritti degli azionisti. In particolare, nel quadro della revisione di tale direttiva, la Commissione proponeva di: rafforzare la trasparenza delle politiche retributive e delle singole remunerazioni degli amministratori, nonché di concedere agli azionisti il diritto di voto (senza precisare se si trattasse di un voto vincolante o meno) sulla politica retributiva e sulla relazione sulle retribuzioni; migliorare il controllo degli azionisti sulle operazioni con parti correlate; introdurre regole sulla trasparenza dell'attività dei *proxy advisors* e sui conflitti di interesse.

Significativa, infine, l'iniziativa della Commissione in materia di gruppi di società, diretta a migliorare le informazioni disponibili sui gruppi, nonché a realizzare il riconoscimento del concetto di "interesse di gruppo"²⁵.

5. *Genesi della SRD II*

In attuazione del Piano di azione, il 9 aprile 2014, la Commissione dell'Unione Europea presentava al Parlamento e al Consiglio una proposta di revisione della c.d. Direttiva sui diritti degli azionisti 2007/36/CE (la "*Proposta*")²⁶.

L'obiettivo prioritario della Proposta era di "contribuire alla sostenibilità a lungo termine delle società dell'UE, creare condizioni propizie per gli azionisti e migliorare l'esercizio transfrontaliero del diritto di voto accrescendo l'efficienza della catena dell'investimento azionario al fine di contribuire alla crescita, alla creazione di posti di lavoro e alla competitività dell'UE". Inoltre, la proposta mirava "a fare in modo che gli azionisti adottino una prospettiva più a lungo termine, il che garantisce migliori condizioni di gestione per le società quotate"²⁷.

"Piano d'Azione: diritto europeo delle società e governo societario – una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili", cit., p. 9.

²⁵ *Ivi*, p. 16.

²⁶ COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di direttiva che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti e la direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda taluni elementi della relazione sul governo societario*, 9 aprile 2014, 2014/0121 (COD).

²⁷ *Ivi*, p. 2.

Per conseguire l'obiettivo prioritario, la Commissione riteneva necessaria la realizzazione dei seguenti obiettivi più specifici: "1) aumentare il livello e la qualità dell'impegno dei proprietari e dei gestori degli attivi nei confronti delle società partecipate; 2) instaurare una migliore correlazione tra la remunerazione e i risultati degli amministratori delle società; 3) migliorare la trasparenza e la sorveglianza delle operazioni con parti correlate da parte degli azionisti; 4) garantire l'affidabilità e la qualità delle consulenze dei consulenti in materia di voto; 5) agevolare la trasmissione delle informazioni transfrontaliere (compreso l'esercizio del voto) attraverso la catena dell'investimento, in particolare mediante l'identificazione degli azionisti"²⁸.

Tale necessità discendeva dalla valutazione di impatto effettuata dai servizi della Commissione, che individuava cinque problematiche principali. La prima è l'insufficiente impegno degli investitori istituzionali e dei gestori di attivi. La Commissione lamentava una insufficiente attenzione da parte degli investitori istituzionali e dei loro gestori degli attivi ai risultati a lungo termine delle società, che sottoponeva le stesse a una pressione a breve termine. L'eccessiva concentrazione sui risultati a breve termine veniva fatta risalire a un disallineamento degli interessi di proprietari e gestori degli attivi: gli *asset owners*, pur avendo spesso interessi a lungo termine, per la selezione e la valutazione degli *asset managers* facevano spesso affidamento a parametri di riferimento a breve termine, quali gli indici di mercato, e valutavano i loro risultati tendenzialmente su base trimestrale. La seconda è l'insufficiente correlazione tra la remunerazione e i risultati degli amministratori. La Commissione reputava insufficiente la correlazione tra la remunerazione e i risultati degli amministratori delle società quotate, nonostante il ruolo fondamentale rivestito dalla remunerazione degli amministratori nell'allineare i loro interessi a quelli degli azionisti, garantendo che i primi agiscano nel migliore interesse della società. La terza è la mancanza di sorveglianza delle operazioni con parti correlate da parte degli azionisti. La quarta è l'insufficiente trasparenza dei consulenti in materia di voto. La Commissione considerava il ricorso a *proxy advisor*, in un mercato caratterizzato da un gran numero di partecipazioni azionarie (transfrontaliere) e da problematiche complesse, spesso inevitabile. Tuttavia, sottolineava due carenze: le

²⁸ *Ibidem*.

metodologie utilizzate dai consulenti in materia di voto non tenevano sempre sufficientemente in considerazione le condizioni normative e di mercato locali; i *proxy advisor* prestavano servizi ad emittenti che potevano pregiudicarne l'indipendenza e la capacità di fornire una consulenza obiettiva e affidabile. La quinta è la difficoltà, nonché l'onerosità dell'esercizio da parte degli investitori dei diritti conferiti dai titoli.

Per risolvere ciascuno dei problemi presentati, la Commissione elaborava le seguenti opzioni: “1) obbligo di trasparenza degli investitori istituzionali e dei gestori di attivi per quanto riguarda voto, impegno e taluni accordi di gestione degli attivi; 2) comunicazione della politica retributiva e delle singole remunerazioni, associata all'introduzione del voto degli azionisti in materia; 3) maggiore trasparenza e parere indipendente sulle più importanti operazioni con parti correlate e presentazione delle operazioni più significative all'approvazione degli azionisti; 4) obblighi stringenti di informativa sulla metodologia e sui conflitti di interesse dei consulenti in materia di voto; 5) creazione di un quadro che permetta alle società quotate di identificare i propri azionisti, imponga agli intermediari di trasmettere rapidamente le informazioni relative agli azionisti e favorisca l'esercizio dei diritti degli azionisti”²⁹.

La proposta della Commissione, seguendo la procedura legislativa ordinaria, è stata sottoposta all'esame del Consiglio e del Parlamento Europeo per l'adozione delle rispettive posizioni negoziali e l'inizio del negoziato inter-istituzionale. Le proposte di modifica del Consiglio hanno condotto all'emanazione della c.d. versione di compromesso presidenziale del Consiglio del 20 marzo 2015³⁰. Nella versione di compromesso il Consiglio rendeva meno stringente l'obbligo di *disclosure* imposto ai *proxy advisor*, così come la disciplina in materia di operazioni con parti correlate. Inoltre limitava la possibilità delle società di identificare i propri azionisti solo all'ipotesi in cui questi detenessero più di una certa percentuale di azioni o diritti di voto, non superiore allo 0,5% e consentiva agli Stati membri di prevedere che il voto degli azionisti sulla politica di remunerazione fosse solo consultivo e non vincolante

²⁹ *Ivi*, p. 6.

³⁰ CONSIGLIO UE, *Preparation of an informal trilogue*, 20 marzo 2015, 7315/15, LIMITE DRS 26 CODEC 366.

per gli amministratori³¹. Con riguardo al Parlamento Europeo, in data 7 maggio 2015, la Commissione Giuridica del Parlamento europeo (JURI) adottava una proposta di risoluzione con 13 voti a favore e 10 voti contro³². In data 8 luglio 2015, il Parlamento Europeo emendava significativamente il testo proposto dalla JURI, approvando la nuova proposta in assemblea plenaria (c.d. *EP Plenary Version*)³³. Anche la versione del Parlamento Europeo proponeva l'adozione di una disciplina meno rigorosa per le operazioni con parti correlate e la possibilità per gli Stati membri di attribuire natura consultiva al voto dell'assemblea sulla remunerazione degli amministratori³⁴.

Il 7 dicembre 2016, il Consiglio, il Parlamento Europeo e la Commissione raggiungevano un accordo sulla proposta di modifica della Direttiva sugli azionisti. L'accordo è stato formalmente approvato dal Comitato dei rappresentanti permanenti dell'UE (Coreper) il 16 dicembre.

Il 14 marzo 2017 il testo di modifica veniva approvato dalla sessione plenaria del Parlamento Europeo con 646 voti favorevoli, 39 contrari e 13 astensioni.

Il 3 aprile 2017 il Consiglio ha adottato il testo della proposta di direttiva e infine il 20 maggio 2017 è stata pubblicata in Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea la

³¹ C. MALBERTI, *The Current Debate on the Proposed Directive on the Encouragement of Long-Term Shareholder Engagement in European Listed Companies in Light of the Recent History of the Initiatives of the European Union Concerning Corporate Governance*, cit., pp. 18-19.

³² Cfr. *European Parliament Report on the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2007/36/EC as Regards the Encouragement of Long-Term Shareholder Engagement and Directive 2013/34/EU as Regards Certain Elements of the Corporate Governance Statement*, A8-0158/2015 (May 12, 2015)

³³ Cfr. *Emendamenti del Parlamento europeo, approvati l'8 luglio 2015, alla proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti e la direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda taluni elementi della relazione sul governo societario*, 8 luglio 2015 (P8_TA-PROV(2015)0257).

³⁴ C. MALBERTI, *The Current Debate on the Proposed Directive on the Encouragement of Long-Term Shareholder Engagement in European Listed Companies in Light of the Recent History of the Initiatives of the European Union Concerning Corporate Governance*, cit., pp. 19-20. Le differenze tra la proposta della Commissione, la versione del Consiglio e quella del Parlamento si possono rinvenire nella tabella di confronto predisposta dallo stesso Consiglio (11243/15, LIMITE DRS 50 CODEC 1084).

Direttiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo e del Consiglio, del 17 maggio 2017, che modifica la Direttiva 2007/36/CE. Gli Stati membri dovranno recepire la SRD II entro il 10 giugno 2019.

6. SRD II

Appare opportuno descrivere brevemente il contenuto della SRD II in cui è stata inserita la disciplina delle operazioni con parti correlate.

Con riguardo all'identificazione degli azionisti, il considerando n. 4 della Direttiva rileva come le "azioni di società quotate sono spesso detenute attraverso complesse catene di intermediazione che rendono più difficoltoso l'esercizio dei diritti degli azionisti e possono ostacolare il loro impegno". La conseguenza è che spesso le società non riescono a identificare i loro azionisti, nonostante la identificazione sia essenziale per facilitare l'esercizio dei diritti degli azionisti e l'impegno degli stessi. Per tale motivo, l'art. 3 *bis* introdotto dalla SRD II dispone che gli Stati membri "assicurano che le società abbiano il diritto di identificare i propri azionisti" e impone agli intermediari di comunicare tempestivamente alla società le informazioni riguardanti l'identità degli azionisti. Tuttavia, in concordanza con la versione di compromesso del Consiglio, gli Stati membri possono prevedere che le società siano esclusivamente autorizzate a richiedere l'identificazione degli azionisti che detengono più di una determinata percentuale di azioni o diritti di voto, che non può superare lo 0,5%.

L'identificazione degli azionisti è funzionale ad assicurare l'adempimento degli obblighi di cui agli artt. 3 *ter* e 3 *quater*, denominati rispettivamente "Trasmissione delle informazioni" e "Agevolazione dell'esercizio dei diritti dell'azionista"³⁵. In particolare, gli intermediari: in forza dell'art. 3 *ter*, dovranno fornire agli azionisti, in maniera standardizzata e tempestiva, tutte le informazioni ricevute dalla società che consentano loro l'adeguato esercizio dei diritti; in forza dell'art. 3 *quater*, dovranno

³⁵ L. MULA, *La revisione della Direttiva sui Diritti degli Azionisti: un nuovo approccio dell'UE alla corporate governance delle società quotate*, in *Rivista di Diritto Bancario*, giugno 2017, p. 3.

agevolare l'esercizio dei diritti da parte dell'azionista, ivi compreso il diritto di partecipare e votare nelle assemblee.

In riferimento all'impegno e alla trasparenza degli investitori istituzionali, dei gestori di attivi e dei consulenti in materia di voto, la SRD II ha inserito gli artt. 3 *octies*, *novies*, *decies* e *undecies*. In particolare, gli investitori istituzionali e i gestori di attivi dovranno elaborare e rendere pubblica una politica di impegno degli azionisti o spiegare il motivo per cui decidono di non farlo. Gli investitori istituzionali dovranno inoltre comunicare al pubblico in che modo la loro strategia di investimento e i loro accordi con i gestori degli attivi siano coerenti con le prospettive a lungo termine dei loro clienti. A loro volta gli *asset managers* dovranno comunicare come la strategia d'investimento e la attuazione dei loro accordi con gli investitori istituzionali contribuiscano al rendimento a medio e lungo termine degli attivi dell'investitore istituzionale o del fondo cui prestano i loro servizi. Anche i consulenti in materia di voto saranno soggetti a obblighi di trasparenza e a un codice di condotta.

Per quanto concerne la sorveglianza sulle remunerazioni degli amministratori, la SRD II prevede che gli azionisti si esprimano due volte sulla remunerazione³⁶. In primo luogo, voteranno *ex ante* sulla politica di remunerazione, la quale dovrebbe contribuire agli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società. Il voto sulla politica di remunerazione è di regola vincolante, ma gli Stati membri possono prevedere che sia solo consultivo. In tal caso però, se la politica di remunerazione viene respinta, la società deve presentare una politica di remunerazione modificata alla successiva assemblea. In secondo luogo, gli azionisti voteranno *ex post* sulla relazione sulla remunerazione, che fornisce un quadro della remunerazione concessa nel corso dell'ultimo esercizio ai singoli amministratori. Il voto sulla relazione è non vincolante e gli Stati membri possono sostituirlo con una discussione in assemblea.

Infine, la disposizione in materia di operazioni con parti correlate verrà analizzata nel dettaglio *infra*.

Già da una rapida lettura della SRD II emerge come la versione finale abbia accolto le soluzioni di compromesso che si sono rese necessarie per l'approvazione. La gran parte delle disposizioni più originali che erano contenute nella Proposta sono state ridimensionate. Il ruolo degli Stati membri è sensibilmente incrementato, mentre

³⁶ *Ivi*, p. 4.

diverse misure proposte dalla Commissione sono state rese opzionali, ovvero sono state riformulate per rispondere alle esigenze di ciascuno Stato membro³⁷. La conseguenza è una riduzione della capacità di armonizzazione della Direttiva. In dottrina è stato evidenziato il rischio che la versione adottata produca degli effetti non coerenti rispetto alla proposta iniziale, tanto che, con riferimento alle misure introdotte dalla SRD II, si è già parlato di “*quack corporate governance*”³⁸.

Nonostante gli emendamenti e il ridimensionamento di diverse disposizioni, due profili sono rimasti intatti a partire dalla Proposta e rimangono fondamentali per orientare l’interprete nella lettura della SRD II, in particolar modo con riguardo alla disciplina delle operazioni con parti correlate: l’incoraggiamento dell’impegno a lungo termine degli azionisti e la valorizzazione degli interessi-altri nella prospettiva *long-term*, con una conseguente limitazione delle strategie esclusivamente *profit-oriented*.

Per quanto attiene al primo profilo, le misure adottate dalla SRD II, nonostante le modifiche rispetto alle previsioni della Proposta, rimangono dirette a favorire investimenti azionari di lungo periodo, considerati funzionali ad una gestione più efficiente e ad una conseguente maggiore stabilità delle imprese³⁹. L’incoraggiamento dell’attivismo dei soci nel perseguimento di interessi di lungo periodo viene considerato come il presupposto da cui muove l’intero intervento

³⁷ C. MALBERTI, *The Current Debate on the Proposed Directive on the Encouragement of Long-Term Shareholder Engagement in European Listed Companies in Light of the Recent History of the Initiatives of the European Union Concerning Corporate Governance*, cit., p. 21.

³⁸ *Ibidem*. Per il concetto di *quack corporate governance* si vedano R. ROMANO, *The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance*, 114, *Yale L. J.*, 2005, pp. 1521-1611; L. ENRIQUES, *EC Company Law Directives and Regulations: How Trivial Are They*, 27, *U. Pa. J. Int’l Econ. L.*, 2006; S. M. BAINBRIDGE, *Dodd-Frank: Quack Federal Corporate Governance Round II*, 95, *Minn. L. Rev.*, 2011, p. 1779; L. ENRIQUES-D. ZETZSCHE, *Quack Corporate Governance, Round III? Bank Board Regulation Under the New European Capital Requirement Directive*, 16, *Theoretical Inquiries in Law*, 2015. In particolare, l’espressione è stata coniata da Roberta Romano per etichettare il *Sarbanes-Oxley Act*, reputato una riforma inefficace, non fondata su solide basi accademiche, e definito come il prodotto di “*recycled ideas advocated for quite some time by corporate governance entrepreneurs*”.

³⁹ E. PEDERZINI, *Percorsi di diritto societario europeo*, Giappichelli, Torino, 2016, p. 135.

normativo⁴⁰. Conferme giungono dal testo della SRD II. Al considerando n. 14 si legge che: *“un impegno efficace e sostenibile degli azionisti costituisce uno dei pilastri del modello di governo societario delle società quotate”*; ai sensi dell’art. 1: *“La presente direttiva (...) stabilisce obblighi specifici al fine di promuovere l’impegno degli azionisti, in particolare nel lungo periodo”*. Il maggior coinvolgimento riguarda soprattutto una specifica tipologia di azionisti, gli investitori istituzionali, nonché gli *asset managers*: *“Gli investitori istituzionali e i gestori di attivi sono spesso azionisti importanti delle società quotate dell’Unione e di conseguenza possono svolgere un ruolo di rilievo nel governo societario di queste ultime, ma anche, più in generale, per quanto riguarda la loro strategia e i loro risultati a lungo termine”* (considerando n. 15).

Dunque, la “diagnosi”⁴¹ della Commissione, che ha condotto all’adozione della Direttiva, è che il c.d. *“short-termism”* sia stato uno dei fattori determinanti della crisi finanziaria. Di conseguenza, diviene prioritario l’obiettivo di importare nelle società visioni di lungo periodo, di modo da avere un capitale che sia, utilizzando le espressioni della Commissione, più “paziente” e “impegnato”⁴². Come ha proclamato il commissario Barnier nella conferenza stampa di presentazione ufficiale del programma di misure reso pubblico in data 9 aprile 2014: *“The last years have shown time and time again how short-termism damages European companies and the economy. Sound corporate governance can help to change that. Today’s proposals will encourage shareholders to engage more with the companies they*

⁴⁰ C. GARILLI, *Il coinvolgimento di soci e stakeholders nella determinazione delle remunerazioni degli amministratori*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2016, pp. 2-3.

⁴¹ Di “diagnosi”, nonché di “cura” della Commissione parla T. STRAND, *Short-termism in the european union*, 22 *Colum. J. Eur. L.*, 15, 2015-2016.

⁴² COMMISSIONE EUROPEA, *Communication from the Commission to the European Parliament and the Council on Long-Term Financing of the European Economy*, COM (2014) 168 final (Mar. 27, 2014), p. 2: *“Long-term financing embodies some key features: [...] it is patient, in that investors take into account the long-term performance and risks of their investments, rather than short-term price fluctuations. This long-term perspective acts in a counter-cyclical manner and promotes financial stability; it is engaged, in that investors take longer-term aspects such as environmental, social, governance issues into account in their investment strategies”*.

*invest in, and to take a longer-term perspective of their investment*⁴³. Un ruolo centrale viene assegnato agli investitori istituzionali, in quanto: “*Institutional investors such as insurance companies are suitable providers of long-term funding*”⁴⁴. In particolare, gli investitori istituzionali per loro natura sarebbero interessati all'allineamento della società in cui investono alle migliori pratiche di *corporate governance*⁴⁵ e tradizionalmente avrebbero una visione proiettata al lungo termine⁴⁶. Proprio per tale motivo, la Commissione considera la loro passività come una seria minaccia nella lotta contro lo *short-termism* e ritiene che la crisi finanziaria abbia reso evidente la mancanza di un loro monitoraggio attivo sulle società in cui investono: “*l'esperienza degli ultimi anni ha dimostrato che spesso gli investitori istituzionali e i gestori di attivi non si impegnano nelle società di cui detengono le azioni e che i mercati dei capitali esercitano sovente pressioni sulle società per ottenere risultati a breve termine, il che può mettere a repentaglio i risultati finanziari e non finanziari a lungo termine delle società e può condurre, tra le varie conseguenze negative, a un livello non ottimale di investimenti, per esempio nel settore della ricerca e sviluppo, a scapito dei risultati a lungo termine sia per le società che per gli investitori*” (Considerando n. 15).

In realtà, da un lato lo *short-termism* come spiegazione comune per i fallimenti del mercato, per la crisi finanziaria, per i mancati investimenti nelle infrastrutture, per la diffusione di compensi eccessivi per gli amministratori e di erosione agli incentivi per investimenti sul “*patient capitalism*”, trova un riscontro significativo tra i *policymakers* e nell'opinione pubblica⁴⁷, meno in dottrina⁴⁸. L'orientamento

⁴³ COMMISSIONE EUROPEA, *European Commission Press Release IP/14/396, European Commission Proposes to Strengthen Shareholder Engagement and Introduce "Say on Pay" for Europe's Largest Companies*, (Apr. 9, 2014).

⁴⁴ COMMISSIONE EUROPEA, *Communication from the Commission to the European Parliament and the Council on Long-Term Financing of the European Economy*, COM (2014) 168 final (Mar. 27, 2014), p. 2.

⁴⁵ A. GUACCERO, *L'attivismo azionario: verso una riscoperta del ruolo dell'assemblea(?)*, in *Rivista delle Società*, fasc.02-03, 2016, p. 409 ss.

⁴⁶ K. J. HOPT, *Corporate Governance in Europe. A Critical Review of the European Commission's Initiatives on Corporate Law and Corporate Governance*, in *ECGI working paper*, 2015, p. 26.

⁴⁷ In particolare, T. STRAND, *op. cit.*, p. 22 rileva come “*Short-termism has been addressed in the US by government bodies, such as Congress and the Delaware Chancery, as well as other organizations,*

maggioritario, infatti, si esprime in chiave critica rispetto alla logica del lungo termine quale criterio discretivo tra una buona e una cattiva *governance* e prima ancora non ritiene accertato né che lo *short-termism* costituisca un problema per il mercato, né che la logica di lungo periodo costituisca di per sé un valore da perseguire⁴⁹. Dall'altro, anche con riguardo al ruolo degli investitori istituzionali, non solo è stato messo in dubbio che il loro passivismo possa essere tra le cause dello *short-termism*, ma è anche stato evidenziato come la Commissione non abbia considerato che la gran parte delle società europee sono dominate da *blockholders*, i quali impediscono una effettiva influenza da parte degli investitori istituzionali⁵⁰. Infine, il dibattito sull'attivismo degli *hedge funds*, come si è detto, è ancora aperto, cionondimeno, il legislatore europeo muove dalla qualificazione di tali investitori

such as the CFA Institute, the Conference Board, and the Aspen Institute. The concept has also been addressed internationally by the OECD and the United Kingdom Kay Report”.

⁴⁸ L. DALLAS, *Short-Termism, the Financial Crisis, and Corporate Governance*, 37, *J. CORP. L.*, 2011, p. 264; L. E. STRINE JR., *One Fundamental Corporate Governance Question We Face: Can Corporations Be Managed for the Long-Term Unless Their Powerful Electorates Also Act and Think Long-Term?*, 66, *BUS. LAW. J.*, 2010; L. A. BEBCHUK, *The Myth That Insulating Boards Serves Long-Term Value*, 113, *COLUM. L. REV.*, p. 1637, 2013; M. S. SALTER, *How Short-Termism Invites Corruption... And What to Do About It*, 16 19, *Harv. Bus. Sch.*, Working Paper No.12-094, 2012; N. P. REPENNING-R. M. HENDERSON, *Making the Numbers? “Short-Termism” & The Puzzle of Only Occasional Disaster*, *Harv. Bus. Sch.*, Working Paper No.11-033, 2011.

⁴⁹ T. STRAND, *op. cit.*, p. 22; K. J. HOPT, *Corporate Governance in Europe. A Critical Review of the European Commission’s Initiatives on Corporate Law and Corporate Governance*, *cit.*, p. 26; M. J. ROE, *Corporate Short-Termism In the Boardroom and in the Courtroom*, 68, *BUS. LAW.*, 2013, p. 977; J. M. FRIED, *The Uneasy Case for Favoring Long-Term Shareholders*, 124, *Yale L. J.*, 2015, p. 1554; A. M. PACCES, *Hedge Fund Activism and the Revision of the Shareholder Rights Directive*, in *ECGI*, Law Working Paper No. 353/2017; K. FAVARO, *Long-Termism is Just as Bad as Short-Termism*, *Harv. Bus. Rev.*, 2014; C. GARILLI, *op. cit.*, pp. 3-4; F. DENOZZA, *Quale quadro per lo sviluppo della corporate governance?*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2015.

⁵⁰ T. STRAND, *op. cit.*, p. 31 e p. 36 ss.; E. ROCK, *Institutional Investors in Corporate Governance*, *cit.*; P. L. DAVIES, *Shareholders in the United Kingdom*, in *ECGI*, Law Working Paper no. 280/2015; M. EREDE-G. SANDRELLI, *Attivismo dei soci e investimento short-term: note critiche sul ruolo degli investitori professionali a margine del dibattito europeo sulla corporate governance*, *cit.*, p. 931 ss.

come *short term oriented* e procede con una loro implicita marginalizzazione, valorizzando invece il ruolo degli investitori di lungo periodo⁵¹.

In ogni caso, a prescindere dai rilievi critici mossi da numerosi interpreti e dal loro accoglimento, ciò che non si può negare e che non si può non prendere in considerazione nell'ottica del recepimento della SRD II è che la promozione di una prospettiva a lungo termine e un maggiore attivismo degli investitori istituzionali costituiscono la principale chiave interpretativa impiegata dalle istituzioni comunitarie per analizzare i fenomeni connessi alla crisi e per individuare i rimedi ai fattori che l'hanno determinata⁵².

Con riguardo al secondo profilo, è importante evidenziare come la SRD II sembri accogliere una nozione allargata di interesse sociale, il quale risulta integrato da interessi ulteriori rispetto alla realizzazione dell'utile. Come è stato osservato, infatti, il testo della direttiva non ignora il problema della protezione degli *stakeholders*, quantomeno nelle sue enunciazioni di principio⁵³. Emblematico a tal proposito è il Considerando n. 14: *“Il maggiore coinvolgimento degli azionisti nel governo societario delle società rappresenta una delle leve che possono contribuire a migliorare i risultati finanziari e non finanziari delle società, anche per quanto riguarda i fattori ambientali, sociali e di governo, in particolare ai sensi dei principi di investimento responsabile sostenuti dalle Nazioni Unite. In aggiunta, il maggiore coinvolgimento di tutti i portatori di interesse, in particolare dei dipendenti, nel governo societario è un fattore importante per garantire che le società quotate adottino un approccio più a lungo termine, che deve essere incoraggiato e preso in considerazione”*⁵⁴. Anche il concetto di sostenibilità, più volte evocato nella SRD II,

⁵¹ Cfr. M. COSSU, *L'attivismo degli investitori non istituzionali in Italia*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2017, p. 398 ss.

⁵² F. DENOZZA, *Quale quadro per lo sviluppo della corporate governance?*, cit., p. 7.

⁵³ C. GARILLI, *op. cit.*, p. 22.

⁵⁴ Altre enunciazioni di principio che prendono in considerazione gli *stakeholders* si rinvengono nei considerando relativi alla *policy* remunerativa. Si veda, ad esempio, il Considerando n. 29: *“La politica di remunerazione dovrebbe contribuire alla strategia aziendale, agli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società e non dipendere in tutto o in parte da obiettivi a breve termine. I risultati degli amministratori dovrebbero essere valutati utilizzando criteri sia finanziari sia non finanziari, inclusi, ove del caso, fattori ambientali, sociali e di governo”*.

“sembra spingersi oltre la concezione di una mera sopravvivenza dell’impresa nel lungo periodo, riecheggiando valori strettamente legati all’economia sociale di mercato ed alla creazione di una società sostenibile in termini di innovazione, lavoro, ambiente, salute, etc.”⁵⁵.

Cionondimeno, in dottrina è stato rilevato come le enunciazioni di principio, seppur apprezzabili, non si siano tradotte in alcun potere di azione ovvero di reazione in capo ai soggetti interessati⁵⁶, nemmeno nella forma più blanda costituita dalla consultazione⁵⁷. Alla luce del testo della SRD II, non sembra quindi ravvisabile un principio che imponga agli amministratori di perseguire gli interessi degli *stakeholders*, ma è più corretto ritenere che la politica europea sia ancora espressione di una concezione meramente volontaristica della *corporate social responsibility*⁵⁸. D’altra parte, una diversa concezione accompagnata da strumenti di tutela diretti a tutelare espressamente interessi esorbitanti lo *shareholders value*, avrebbe richiesto l’adozione di delicate scelte di politica legislativa, nonché una definizione dell’interesse sociale. Tuttavia, si ritiene che opportunamente l’adozione della SRD II non sia stata considerata la sede più adatta per una simile opzione legislativa⁵⁹. Pur in assenza di tale definizione, pare che la concezione accolta dalla SRD II si sia ispirata alla norma espressa dell’art. 172 del *Companies Act* inglese e, quindi, al criterio dell’*enlightened shareholder value*⁶⁰, il quale privilegia gli interessi di lungo

⁵⁵ C. GARILLI, *op. cit.*, p. 22.

⁵⁶ A. JOHNSTON-P. MORROW-F. BOLD, *Commentary on the Shareholder Rights Directive*, 2014, p. 3 “while the Preamble also notes that that model “depends on checks and balances between the different organs and different stakeholders”, the Proposed Directive contains no provisions mandating or even facilitating input into corporate governance by those different stakeholders”.

⁵⁷ C. GARILLI, *op. cit.*, p. 23.

⁵⁸ *Ivi*, p. 24 e nt. 61.

⁵⁹ *Ivi*, p. 25.

⁶⁰ Per la nozione di *enlightened shareholder value*, si veda A. KEAY, *Risk, shareholder pressure and short-termism in financial institutions: does enlightened shareholder value offer a panacea?*, in *Law and Financial Markets Review*, 2011, p. 435 ss. In particolare, a p. 439, si spiega come in base allo *enlightened shareholder value*, gli amministratori sono tenuti a “achieve the success of the company for the benefit of the shareholders by taking proper account of all the relevant considerations for that purpose [...] and this involves taking a proper balanced view of the short and long term; the need to

periodo degli azionisti rispetto all'interesse alla massimizzazione immediata degli utili distribuibili e, nella prospettiva del lungo termine, consente di dare spazio agli interessi di *stakeholders*. Come è emerso, “*esiste oggi una tensione irrisolta, in ordine ai criteri di corretta gestione societaria e imprenditoriale, fra criteri di short-termism e criteri volti a privilegiare la stabilità dell'impresa nel tempo. La maggior parte degli ordinamenti non sceglie fra questi due criteri o si limita a riconoscere la discrezionalità degli amministratori in materia o a raccomandare criteri di long-termism*”⁶¹. Il legislatore comunitario nella SRD II sembra aver fatto una scelta espressa, ma non vincolante a favore di questo secondo tipo di criteri, di cui comunque si dovrà tener conto nel recepimento della direttiva⁶².

7. Operazioni con parti correlate

7.1. Background della Proposta in materia di operazioni con parti correlate

È anzitutto il *Forum* europeo sul governo societario⁶³ ad aver sottolineato nello *Statement of the European Corporate Governance Forum on Related Party Transactions for Listed Entities* (10 marzo 2011) come le operazioni con parti

sustain effective ongoing relationships with employees, customers, suppliers and others as well to consider the impact of its operations on the community and the environment”.

⁶¹ M. LIBERTINI, *Economia sociale di mercato e responsabilità sociale dell'impresa*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2013, p. 16.

⁶² M. LIBERTINI, *Economia sociale di mercato e responsabilità sociale dell'impresa*, cit.: “*Un passo avanti più significativo nella direzione della CSR sembra sia avvenuto con l'approvazione della Direttiva 2014/95/UE recante modifica della direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune imprese e di taluni gruppi di grandi dimensioni, 22.10.2014 (GUUE L 331/1), la quale impone alle imprese più rilevanti a fornire al pubblico informazioni circa la politica adottata in materia ambientale, sociale, attinente al personale, al rispetto dei diritti umani, alla lotta alla corruzione, etc.*”.

⁶³ Il *Forum* è stato istituito con decisione della Commissione del 15 ottobre 2004 (2004/706/CE) con il compito di favorire la convergenza dei codici nazionali di governo societario, prestando (a richiesta o di sua iniziativa) consulenza strategica alla Commissione su questioni di politica di governo societario per lo sviluppo di pratiche uniformi di governo societario negli Stati membri.

correlate fossero di vitale interesse per gli azionisti, i quali avrebbero dovuto pertanto essere interamente protetti da eventuali abusi⁶⁴. Il *Forum* suggeriva quindi l'adozione di principi comuni a livello europeo che prevedessero in particolare la nomina di un esperto indipendente in grado di fornire un parere imparziale agli azionisti di minoranza per le operazioni oltre una determinata soglia, nonché l'approvazione da parte dell'assemblea per le operazioni di portata significativa⁶⁵.

Il Libro verde del 2011 segnalava come gli abusi degli azionisti di controllo e/o del consiglio di amministrazione a detrimento degli azionisti di minoranza avvenissero prevalentemente tramite operazioni con parti correlate⁶⁶. Per tale motivo, nonostante la normativa UE si occupasse già di alcuni profili relativi alla contabilità e alla divulgazione di informazioni sulle operazioni con parti correlate⁶⁷, ci si interrogava sull'opportunità di introdurre delle previsioni che garantissero una maggiore protezione degli azionisti di minoranza, in particolare valutando il suggerimento del *Forum* europeo sul governo societario⁶⁸. Pertanto, veniva posta in consultazione la seguente domanda: *“Ritenete che gli azionisti di minoranza necessitino di una maggiore protezione rispetto alle operazioni con le parti correlate? In caso affermativo, in che modo?”*⁶⁹.

Gli esiti della consultazione pubblica rivelavano in primo luogo come la maggioranza dei professionisti fosse contraria all'ipotesi di un nuovo intervento

⁶⁴ FORUM EUROPEO SUL GOVERNO SOCIETARIO, *Statement of the European Corporate Governance Forum on Related Party Transactions for Listed Entities*, 10 marzo 2011.

⁶⁵ *Ibidem*.

⁶⁶ COMMISSIONE EUROPEA, Bruxelles, 5 aprile 2011, COM(2011) 164 definitivo, *Libro Verde - Il quadro dell'Unione europea in materia di governo societario*, p. 19.

⁶⁷ Si tratta in particolare dell'art. 43, paragrafo 1, comma 7-bis, della quarta direttiva 78/660/CEE del Consiglio, del 25 luglio 1978, basata sull'articolo 54, paragrafo 3, lettera g), del trattato e relativa ai conti annuali di taluni tipi di società; nonché dell'articolo 34, paragrafo 7 bis, della settima direttiva 83/349/CEE del Consiglio, del 13 giugno 1983, basata sull'articolo 54, paragrafo 3, lettera g), del trattato e relativa ai conti consolidati, i quali richiedono alle società di includere nei loro conti annuali una nota sulle operazioni realizzate con parti correlate, compresi gli importi di tali operazioni, la natura dell'operazione e altre informazioni necessarie.

⁶⁸ COMMISSIONE EUROPEA, Bruxelles, 5 aprile 2011, COM(2011) 164 definitivo, *Libro Verde - Il quadro dell'Unione europea in materia di governo societario*, p. 20.

⁶⁹ *Ivi*, p. 20, domanda n. 22.

normativo europeo in materia, poiché si riteneva: da un lato sufficiente chiarire e semplificare le regole già esistenti; dall'altro necessario preventivamente valutare con attenzione l'impatto che avrebbe potuto avere una nuova regolamentazione, sottolineando in particolare l'inopportunità di assegnare all'assemblea il compito di valutare tali tipi di operazioni⁷⁰. Le istituzioni pubbliche partecipanti alla consultazione, invece, si dimostravano più favorevoli a un intervento comunitario diretto a proteggere maggiormente gli azionisti di minoranza⁷¹. Così, a titolo esemplificativo, la delegazione spagnola nel gruppo europeo di diritto commerciale sul quadro del governo societario si affermava favorevole al rafforzamento degli obblighi di trasparenza e del controllo degli azionisti sulle operazioni con parti correlate, ma al contempo riteneva necessario uniformare maggiormente la normativa europea sull'obbligo del consiglio di definire le politiche concernenti l'analisi e la comunicazione di tali operazioni. La *European Securities and Markets Authority (ESMA)* e la *Autorité des Marchés Financiers (AMF)* ipotizzavano l'introduzione di regole che prevedessero alternativamente, l'approvazione preventiva da parte dell'organo amministrativo (o dei soli amministratori indipendenti non coinvolti quindi nelle operazioni) ovvero, ove ritenuto necessario e solo per le operazioni più significative, dell'assemblea generale dei soci⁷². Lo *European Company Law Experts ("ECLC")* nella *Response to the European Commission's Green Paper "The EU Corporate Governance Framework"* promuoveva la raccomandazione del *Forum* europeo sul governo societario e in particolare la proposta di sottoporre le operazioni con parti correlate più significative all'approvazione dell'assemblea con esclusione dal voto degli azionisti "correlati"⁷³. L'ECLC suggeriva anche di introdurre una sorta di scrutinio da parte degli amministratori indipendenti sulla correttezza delle condizioni di ogni operazione con parti correlate, sulla base di relazioni presentate da esperti indipendenti. Infine, il gruppo di esperti riteneva che la materia richiedesse un intervento da parte del legislatore comunitario, alla luce della protezione transfrontaliera degli investitori

⁷⁰ S. ALVARO-B. LUPINI, *op. cit.*, p. 51.

⁷¹ *Ibidem.*

⁷² *Ibidem.*

⁷³ P. DAVIES E ALTRI, *Response to the European Commission's Green Paper "The EU Corporate Governance Framework"*, 22 luglio 2011, p. 21.

che questo sarebbe stato in grado di garantire. Tuttavia, si reputava che la Commissione potesse anche opportunamente decidere di presentare prima una raccomandazione sulle operazioni con parti correlate, la quale avrebbe avuto il doppio vantaggio di poter essere adottata velocemente e di lasciare gli Stati membri liberi di decidere come implementarla⁷⁴.

Nell'Action Plan del 2012 la Commissione dichiarava di voler proporre un'iniziativa volta a migliorare il controllo degli azionisti sulle operazioni con parti correlate⁷⁵. La decisione discendeva non solo dalla dichiarazione del *Forum* europeo sul governo societario, ma anche dal largo consenso che avrebbe trovato la proposta del Libro verde del 2011 di prevedere una maggiore protezione degli azionisti contro le operazioni con parti correlate⁷⁶.

Il *Reflection Group on the Future of EU Company Law* forniva la propria *Response to the European Commission's Action Plan on Company Law and Corporate Governance*. Il *Reflection Group* innanzitutto dichiarava di supportare fortemente l'iniziativa di migliorare la sorveglianza degli azionisti sulle operazioni con parti correlate, nonostante la Commissione non avesse ancora specificato il tipo di misura che intendesse adottare. Cionondimeno, il Gruppo riteneva opportuno, prima di intraprendere qualunque azione a livello comunitario, una sua attenta valutazione alla luce della centralità della questione per i diritti nazionali. Pertanto, qualsivoglia intervento sostanziale a livello europeo avrebbe dovuto tradursi nello stabilire un principio. In particolare, il Gruppo sosteneva l'introduzione del principio per cui sono gli azionisti a dover decidere sulle operazioni con parti correlate, ma lasciando liberi gli Stati membri di prevedere eccezioni che consentano di tenere in

⁷⁴ *Ibidem*.

⁷⁵ COMMISSIONE EUROPEA, *Piano d'azione: diritto europeo delle società e governo societario – una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili*, Strasburgo, 12.12.2012 COM(2012) 740 final, p. 10.

⁷⁶ COMMISSIONE EUROPEA, *Piano d'azione: diritto europeo delle società e governo societario – una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili*, Strasburgo, 12.12.2012 COM(2012) 740 final, p. 10, anche se S. ALVARO-B. LUPINI, *op. cit.*, p. 68, nt. 165 sottolineano che: “*In verità, alla luce dei dati riportati nel Feedback Statement sullo specifico interrogativo posto in consultazione, la posizione maggioritaria degli osservatori, seppur modesta, era nel senso di ritenere sufficiente l'attuale tutela apprestata dall'ordinamento comunitario oltre che non utili interventi regolamentari sul punto*”.

considerazioni le peculiarità dei propri sistemi. Infine, in base alla definizione di operazioni con parti correlate, si reputava più conveniente non sottoporre le operazioni ordinarie all'approvazione dell'assemblea⁷⁷.

7.2. Proposta in materia di operazioni con parti correlate

In tale contesto si colloca la Proposta di revisione della SRD del 9 aprile 2014.

La Commissione ricordava che: *“Le operazioni con parti correlate possono causare pregiudizio alle società e ai loro azionisti, in quanto possono offrire alla parte correlata la possibilità di appropriarsi di un valore appartenente all'impresa. È pertanto importante prevedere garanzie adeguate per la tutela degli interessi degli azionisti”*⁷⁸. Tuttavia, rilevava che: *“Attualmente gli azionisti non hanno accesso a sufficienti informazioni prima dell'operazione prevista e non dispongono di strumenti adeguati per opporsi alle operazioni abusive. Poiché nella maggior parte dei casi gli investitori istituzionali e i gestori di attivi sono azionisti di minoranza, un maggiore controllo delle operazioni con parti correlate consentirebbe loro di proteggere meglio i propri investimenti”*⁷⁹.

La soluzione individuata dalla Commissione era la disciplina delle operazioni con parti correlate contenuta all'art. 9 *quater*, che si ispirava fortemente allo *Statement of the European Corporate Governance Forum on Related Party Transactions for*

⁷⁷ J. ANTUNES E ALTRI, *Response to the European Commission's Action Plan on Company Law and Corporate Governance*, in *ECFR*, n. 3/2013, p. 313.

⁷⁸ COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti e la direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda taluni elementi della relazione sul governo societario*, Bruxelles, 9.4.2014 COM(2014) 213 final 2014/0121 (COD), p. 15, considerando n. 19.

⁷⁹ *Ivi*, p. 5. La Commissione ha, quindi, accolto la posizione assunta dalla Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), secondo la quale le regolamentazioni in materia di operazioni con parti correlate dovrebbero mirare anzitutto a proteggere gli azionisti di minoranza dai possibili abusi (OECD, *op.cit.*).

Listed Entities, il quale proponeva un approccio del tutto analogo e identiche soglie⁸⁰.

Nel dettaglio, la disposizione distingueva tre categorie di operazioni con parti correlate: operazioni rappresentanti meno dell'1% degli attivi di una società, operazioni rappresentanti più dell'1% degli attivi di una società e operazioni rappresentanti più del 5% dei loro attivi ovvero che potessero avere un impatto significativo sugli utili o sul fatturato. Le prime non erano regolate dalla direttiva, ma avrebbero trovato applicazione le discipline dei singoli Stati Membri. Le seconde dovevano essere annunciate pubblicamente al momento della conclusione dell'operazione e l'annuncio doveva essere accompagnato da una relazione di un terzo indipendente che valutasse la conformità dell'operazione con le condizioni di mercato e ne confermasse la correttezza e la ragionevolezza dal punto di vista degli azionisti, compresi quelli di minoranza. Gli Stati membri potevano consentire agli azionisti di chiedere un'esenzione preventiva dall'obbligo di presentare la relazione del terzo indipendente per tipologie chiaramente definite di operazioni ricorrenti con una parte correlata. Le terze dovevano essere approvate dall'assemblea generale degli azionisti e se l'operazione coinvolgeva un azionista, questo era escluso dal voto. Gli Stati membri dovevano essere però in grado di consentire alle società di chiedere agli azionisti un'approvazione preventiva per alcuni tipi chiaramente definiti di operazioni ricorrenti superiori al 5% degli attivi. Infine, agli Stati membri era consentito di esonerare dall'applicazione della disposizione le operazioni concluse tra la società e i membri del gruppo che sono interamente di sua proprietà.

7.3. Commenti sul primo draft della Proposta

La Proposta di modifica della direttiva azionisti in materia di operazioni con parti correlate riceveva diversi commenti critici.

In primo luogo veniva evidenziata una grave lacuna nella disciplina dalla Proposta, che derivava dalla combinazione di due elementi: il primo era l'applicabilità dell'art.

⁸⁰ C. VAN DER ELST, *Empowering the Audit Committee and the Auditor in Related Party Transactions*, in *ECGI*, 2016, p. 16.

9 *quater* unicamente alle operazioni tra la società quotata e una sua parte correlata; il secondo era la possibilità di esentare dall'applicazione della disciplina in materia di operazioni con parti correlate le operazioni tra la società quotata e le società da questa interamente controllate⁸¹. Le due previsioni consentivano di realizzare agevolmente comportamenti opportunistici, a danno di quelle minoranze che la Proposta intendeva proteggere. Difatti, grazie al combinato disposto, una società quotata avrebbe potuto prima spostare in una società interamente controllata i beni di cui intendeva appropriarsi abusivamente, dato che una simile operazione poteva beneficiare dell'esenzione, e successivamente la controllata, sicuramente sensibile alle pressioni esercitate dal centro di potere del gruppo, avrebbe potuto intraprendere l'operazione abusiva di *tunneling*, la quale non essendo tra la quotata e una sua parte correlata non avrebbe potuto essere soggetta alla disciplina della direttiva⁸².

In secondo luogo, la disciplina di cui all'art. 9 *quater* della Proposta veniva considerata troppo blanda per alcuni versi e troppo rigida per altri. Vieppiù tali due caratteri non si compensavano tra loro, dando origine a una regolamentazione equilibrata, bensì accentuavano i rispettivi aspetti negativi, finendo per indebolire la tutela degli investitori⁸³. Con riguardo al primo carattere, la disciplina veniva definita “*under-inclusive*”, nonché munita di salvaguardie deboli⁸⁴. “*Under-inclusive*” da un lato perché la Proposta sembrava riferirsi unicamente alle operazioni poste in essere direttamente con le parti correlate, senza estendersi alle operazioni in cui una parte correlata ha un interesse, come previsto da numerosi ordinamenti⁸⁵; dall'altro perché

⁸¹ Cfr. T. H. TRÖGER, *Corporate Groups, A German's European Perspective*, SAFE Working Paper No. 66, 2014, p. 28.

⁸² Cfr. *ivi*, pp. 27-28.

⁸³ L. ENRIQUES, *Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges*, cit., p. 29.

⁸⁴ *Ivi*, p. 30.

⁸⁵ Tra cui, ad esempio, l'ordinamento inglese, dove nella disciplina delle operazioni con parti correlate sono incluse anche le operazioni “between a listed company and any person the purpose and effect of which is to benefit a related party” (FCA Listing Rules, LR 11.1.5.R(3)). Come si spiegherà *infra*, anche il nostro ordinamento prevede regole di analogo tenore. Innanzitutto, già l'art. 2391-*bis*, stabilisce che i principi in materia di operazioni con parti correlate si applichino “alle operazioni realizzate direttamente o per il tramite di società controllate”. Inoltre, anche nella regolamentazione secondaria si rinvengono disposizioni che estendono l'ambito applicativo (si veda, ad esempio, la

i criteri per individuare le operazioni significative non sembravano definiti in modo efficiente: il criterio quantitativo era basato solo su un indice patrimoniale, quando per essere idoneo a prevenire le operazioni abusive avrebbe dovuto essere articolato nel dettaglio⁸⁶; il criterio qualitativo (ovverosia “operazioni che possono avere un impatto significativo sugli utili o sul fatturato”) lasciava ampia discrezionalità alle società e si prestava a essere oggetto di manipolazioni⁸⁷. “Salvaguardie deboli” in primo luogo poiché il contenuto della *disclosure* e del parere sulla correttezza dell’operazione venivano descritti solo per sommi capi, mentre le normative di diversi Stati membri declinano tali obblighi in modo più dettagliato⁸⁸. In secondo luogo perché, con riguardo alla relazione di un terzo indipendente che valutasse la conformità dell’operazione con le condizioni di mercato e ne confermasse la correttezza e la ragionevolezza, si sottolineava come il terzo avrebbe potuto essere chiunque⁸⁹. Infine perché anche l’approvazione assembleare sollevava diverse

definizione di parte correlata contenuta nel Regolamento Consob in materia di operazioni con parti correlate).

⁸⁶ L. ENRIQUES, *Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges*, cit., p. 30; T. STRAND, *op. cit.*, p. 47: “Although a quantitative criterion is suited to prevent tunneling, the details need to be fine-tuned”. K. REYNISSON, *Related Party Transactions: Analysis of Proposed Article 9c of Shareholders’ Rights Directive*, in *European Company Law*, Vol 13, 2016, p. 179 evidenzia anche come “Unfortunately, the proposal is silent on the lower threshold of significant impact”.

⁸⁷ L. ENRIQUES, *Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges*, cit., p. 30; così anche C. DI NOIA, *European Company Law and Related Party Transactions. The EU Regulation*, 2014, secondo cui: “It is not clear what “significant impact” means: which is the threshold’s method of calculation?”.

⁸⁸ L. ENRIQUES, *Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges*, cit., p. 31. Nuovamente si fa riferimento non solo al nostro Regolamento Consob (Allegato 4), ma anche alla UK FCA Listing Rules 13.6.

⁸⁹ *Ivi*, p. 32 che evidenzia come questo potrebbe essere “the company’s sponsor for listing purposes, a primary audit firm or more generally a repeat player in capital markets, with a decent reputational stake in the matter”. Si veda anche K. REYNISSON, *op. cit.*, p. 179, che evidenzia come “it may also be pointed out that the Commission does not address to whom such an assessment should be tasked. An auditor is mentioned as a potential advisor, but nothing seems to indicate that it needs to be a member of the auditing profession, let alone is there any mentioning of a liability or guarantee scheme under which such an advisor should operate to ensure the quality of the statement or for that matter, any indication of what qualifies an advisor as independent”.

perplessità: si dubitava sull'efficacia di tale strumento e su quanto potessero essere effettivamente disinteressati gli azionisti⁹⁰; l'approvazione sarebbe giunta solo alla fine del processo di negoziazione, che gli Stati membri erano liberi di lasciare ai soggetti interessati, quando ormai tutte le altre alternative risultavano meno convenienti⁹¹; la Proposta non impediva agli affiliati della parte correlata di votare in favore dell'operazione in assemblea⁹². Per altro verso, la Proposta sarebbe stata

⁹⁰ L. ENRIQUES, *Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges*, cit., p. 32; ma si veda anche T. STRAND, *op. cit.*, p. 48: “How will institutions make use of their enhanced opportunities to exercise influence? Institutions with large investment portfolios require extensive resources, staff, procedures for information handling, and competence in order to exercise active ownership. Activism can therefore create a burden for both large and small institutions, albeit for different reasons. RPTs are often technical and highly complex, and they require special competence. This creates barriers to active ownership and makes institutions more likely to become dependent on proxy advisors to fulfill the requirements stipulated by the Commission. In addition, it appears unlikely that shareholders will vote proposals down, as shareholders seldom vote against the board. Overriding the board means that the shareholder assumes a large responsibility for the corporation. The question is whether institutions are willing to accept this responsibility”.

⁹¹ L. ENRIQUES, *Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges*, cit., p. 19 fa il seguente esempio: “disinterested shareholders may well approve a less than fair RPT when the alternative unconnected transaction would be less convenient to the company, once incurred and prospective transaction costs are taken into account. Suppose the shareholder meeting is convened to approve the sale of an asset to a related party for a price of 100\$, the company having incurred 5\$ in transaction costs in the process (e.g. in lawyers' and investment bankers' fees). Suppose also that the consensus is that the asset is worth between 95\$ and 100\$. Once the proposed transaction is disclosed, an unrelated party credibly declares that it would buy the same asset for 105\$. If the company has to spend more than 5\$ in transaction costs to negotiate with the unrelated party, disinterested shareholders will vote for the RPT even if, by now, they are aware that the company, on the one hand, would have gained more by searching for another buyer on the market and, on the other, loses some money from the RPT once transaction costs are factored in. Because the company has already spent those 5\$ in transaction costs, it is better for the shareholders to sell for 100\$ and recover those costs in all or in part than to retain an asset that is worth even less than the price paid for it by the related party”.

⁹² Ivi, p. 32. Ma si veda anche K. REYNISSON, *op. cit.*, p. 181 “The question which arises is what significance should be given to the chosen terminology of ‘involves a shareholders’? Should this be taken to mean that the shareholder is the related party with whom the transaction is carried out, or whether the related party connection stems from the shareholder. Example: If the related party, A, is a shareholder and a member of key personnel in company X, but the transaction is with her husband, B;

caratterizzata da una eccessiva inflessibilità⁹³. Non solo perché escludeva dei meccanismi alternativi per la regolamentazione delle operazioni con parti correlate che potevano essere più efficienti in determinati Stati membri alla luce delle loro specificità⁹⁴. Ma anche perché l'unica eccezione prevista, per le operazioni con le società interamente controllate, era eccessivamente restrittiva: le società dovrebbero avere la possibilità di esentare anche operazioni con controllate non al 100%, quando i soci di minoranza della controllata non sono a loro volta parti correlate della

is A excluded from the vote? The transaction is with the husband, B, who is a related party due to his wife's position.⁶⁰ B is however not a shareholder. If A were a direct party to the transaction, it is fairly clear that she ought to be excluded from the vote. But the wording of the proposal is 'involves' a shareholder, not that the transaction is undertaken with the shareholder. Is it enough to be considered 'involved' that B's status as a related party stems from his wife's position? Should A then be barred from voting on the RPT the company undertakes with her husband? The answer is not readily available, but it might seem to be too easy of a circumvention of the vote-exclusion if the interpretation were to be that A should be allowed to vote on her husband's related party transaction with the company. In the group context, a similar situation might come up in which a company is a shareholder. The question is whether by engaging in a transaction with company X, company A's subsidiary, B, might exclude A from voting on a RPT with X. The set-up would not even require A to hold a status of a parent company in X for B to affect its voting rights. Instead, it would suffice that X holds the status as an associate of A.⁶¹ Due to the wording of IAS 24 paragraph 9 (b) (ii), the fact that A and B form a group, B and X would be deemed related parties, and consequently the transaction there between a RPT. Similarly as in the example above, the wording of 'involving a shareholder' could indicate that the threshold for excluding A from voting on the RPT between B and X is low enough to be met under these circumstances. Seeing how it is in general easier for companies to form a subsidiary, than it is for a person to find a spouse to marry, the group context makes it even easier to circumvent the vote- exclusion if it were sufficient to simply set up a subsidiary to engage in a RPT without it affecting the right to vote on the transaction".

⁹³ L. ENRIQUES, *Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges*, cit., p. 33.

⁹⁴ *Ibidem*; così anche C. DI NOIA, *op. cit.*: “The Proposal offers a single model irrespective of ownership structure and different national experiences: shareholders' general meeting should be involved only on exceptional basis (in case of a prior negative opinion upon the RPT by a board committee composed of non-executive directors)”. Si veda anche T. H. TRÖGER, *op. cit.*, pp. 30 e 31 sulle problematiche che una simile soluzione determinerebbe nell'ordinamento tedesco, dove le impugnazioni delle delibere assembleari sono molto frequenti.

controllante (o di altre controllate)⁹⁵. La conseguenza era che le regole della Proposta avrebbero trovato applicazione in una serie di ipotesi in cui non garantivano una maggiore tutela agli investitori, mentre avrebbero aumentato i costi di amministrazione della società, specialmente laddove sono diffusi i gruppi⁹⁶.

La Proposta sollevava inoltre incertezze in merito a una mancanza di coordinamento sia tra le regole di *disclosure* e di approvazione delle operazioni con parti correlate in essa contenute e quelle relative al compenso degli amministratori esecutivi (i compensi degli amministratori esecutivi sono comunque operazioni con parti correlate ai sensi del IFRS, ma avrebbero avuto le loro regole di *disclosure* e approvazione secondo la Proposta)⁹⁷, sia di coordinamento interno, in quanto non erano specificati i termini per la *disclosure* delle operazioni con parti correlate soggette all'approvazione dell'assemblea⁹⁸.

Infine, la Proposta era reputata carente sotto il profilo dell'*enforcement*, non prevedendo nulla per le operazioni con parte correlate, ma limitandosi a rimettere agli Stati membri il compito di stabilire la disciplina sanzionatoria per la violazione delle disposizioni nazionali adottate in attuazione della direttiva⁹⁹.

Critiche alla Proposta venivano sollevate anche al di fuori del mondo accademico. La Business Europe and European Issuers lamentava che la previsione in materia di

⁹⁵ L. ENRIQUES, *Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges*, cit., p. 33; T. STRAND, *op. cit.*, p. 48 “*these exceptions might be insufficient and risk blocking non suspect transactions*”.

⁹⁶ L. ENRIQUES, *Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges*, cit., p. 33; nonché P.-H. CONAC, *Director's Duties in Groups of Companies – Legalizing the Interest of the Group at the European Level*, in *ECFR*, 2013, p. 194; T. H. TRÖGER, *op. cit.*, pp. 35-37.

⁹⁷ L. ENRIQUES, *Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges*, cit., p. 29.

⁹⁸ *Ibidem*; T. STRAND, *op. cit.*, p. 48 fa presente come “*Although the proposal suggests shareholder approval as one option, it fails to specify how this approval should be obtained in practice. At least two options can be identified: to wait for the next annual general meeting, or to call an extra general meeting for the purpose of obtaining shareholder approval on the RPT. Both options have drawbacks. Waiting for the next ordinary meeting would hinder the corporation from proceeding with what might be normal business transactions. Organizing extra meetings would challenge the already low status of general meetings and risk reducing attendance levels and voting turnover, which contradicts the purpose of the proposal*”.

⁹⁹ T. STRAND, *op. cit.*, p. 49.

operazioni con parti correlate “*would slow down corporate decisions, increase costs and inadvertently give sensitive information to competitors*”¹⁰⁰. In aggiunta, rilevava che: “*No single model from any jurisdiction for the respective roles of boards and shareholders should be imposed on others. In this respect, the proposal may transfer too many powers from boards to shareholders. As it stands, the prescriptive level of the proposal would impede the company’s ordinary business and swamp investors with many votes on minor transactions*”¹⁰¹.

Lo *European Fund and Asset Management Association* (“*EFAMA*”) invece accoglieva in modo molto positivo la previsione della Proposta in materia di operazioni con parti correlate¹⁰², tuttavia chiariva l’importanza dell’introduzione di un’esenzione per le operazioni intragruppo, in quanto costituiscono “*part of the normal course of business*”¹⁰³.

Il commento della *European Banking Federation*, per converso, era stato fortemente critico¹⁰⁴. In primo luogo affermava che: “*Member States already have in place*

¹⁰⁰ BUSINESS EUROPE AND EUROPEAN ISSUERS, *Business message on the upcoming committee vote on the shareholder rights proposal*.

¹⁰¹ *Ibidem*.

¹⁰² EUROPEAN FUND AND ASSET MANAGEMENT ASSOCIATION, *EFAMA’s Views on the European Commission’s legislative proposal for a Directive amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement and Directive 2013/34/EU as regards certain elements of the corporate governance statement – ‘Revision Shareholders’ Rights Directive’*, p. 2: “*EFAMA welcomes the Commission’s proposal to enhance shareholder rights with the introduction in Article 9c of the right to vote on related party transactions, which is one of the few instances in the legislation where the rights of shareholders have been extended*”; p. 9 “*EFAMA is very supportive of the extension of shareholders rights with Article 9c on related party transactions. In the event that a company loses its best assets when a related party transaction takes place, implementing safeguards to ensure that the transaction is fair and reasonable is instrumental in ensuring the protection of shareholders’ property. We see this article as key in protecting shareholders from potential abuse and conflicts of interest between companies and management, directors and their controlling shareholders. It will ultimately protect the exercise of their fundamental ownership right related to their investment*”.

¹⁰³ *Ivi*, p. 9.

¹⁰⁴ EUROPEAN BANKING FEDERATION, *EBF comments on the Revision of the Shareholders’ Rights Directive*, September 2014: “*The EBF takes a critical view of the proposed provision designed to give minority shareholders more control rights over transactions with related parties*”.

today rules to protect minority interest in line with their own individual national company-law regime (take, for example, those under the law in Germany relating to groups of companies). We therefore do not see any need for regulation at European level that would, for no good reason, fundamentally affect the established national protection mechanisms”¹⁰⁵. In secondo luogo, la relazione del terzo indipendente era considerata ridondante: “We see no need for such a requirement. Accounting Directive 2013/34/EU already ensures that shareholders are adequately informed”¹⁰⁶. Infine veniva valutata negativamente la previsione che subordinava le operazioni più significative all’approvazione dell’assemblea: “it would give minority shareholders unwarranted potential for applying pressure: for example, normal supply contracts as well as significant transactions between a parent and subsidiary company in connection with restructuring would have to be put to a vote by shareholders in a general meeting. Under Article 9c (2), sentence 2, a 99%-majority shareholder would, however, be excluded from the vote, with the result that such transactions could be (permanently) blocked by minority shareholders. Furthermore, to allow a vote, confidential information has to be made available to the shareholders. The accompanying disclosure may mean a competitive handicap for the companies concerned. Since, because of the time and expense involved, convening an extraordinary general meeting can usually be ruled out, the required approval can only be obtained at a regular general meeting. Such a long state of limbo will be an obstacle to transactions in future or undermine transactions particularly in connection with restructuring. For restructuring to be successful it is vital that it can be carried out quickly without any great publicity. A requirement for restructuring-related transactions to be put to a vote by shareholders in a general meeting would be at odds with such an approach”¹⁰⁷.

7.4. Modifiche alla Proposta

¹⁰⁵ *Ibidem.*

¹⁰⁶ *Ibidem.*

¹⁰⁷ *Ibidem.*

I rilievi critici esposti tanto in dottrina quanto dalle istituzioni pubbliche si sono riflessi anche sul processo politico di approvazione della proposta¹⁰⁸. Come solitamente accade, il Consiglio, rappresentando gli Stati membri, non era disposto ad andare “*so far as the Commission proposes*” e manteneva un approccio più cauto, mentre il Parlamento Europeo tendeva a suggerire l’adozione di regole ancora più stringenti¹⁰⁹.

Per il Consiglio, e soprattutto al suo interno per la Germania, la disciplina per la pubblicità e l’approvazione delle operazioni con parti correlate “*went far too far*”¹¹⁰. La Germania, infatti, come si spiegherà più nel dettaglio *infra*, ha una propria disciplina dei gruppi di società e delle operazioni con parti correlate intragruppo, che prevede l’approvazione di queste ultime da parte del *supervisory board* e non dell’assemblea come avviene nel Regno Unito¹¹¹. Per tali motivi, sia la previsione

¹⁰⁸ K. J. HOPT, *Corporate Governance in Europe. A Critical Review of the European Commission’s Initiatives on Corporate Law and Corporate Governance*, cit., p. 13 ha sottolineato come “*shareholder voting on related party transactions, is particularly touchy*”.

¹⁰⁹ *Ibidem*.

¹¹⁰ *Ibidem*.

¹¹¹ *Ivi*, p. 31 spiega che in Germania: “*in Germany where there is already a subtle but very different law on corporate groups that relies on duties and liabilities of the corporations of the group and their boards, but not on shareholders. German observers, while agreeing that related party transactions need regulation (in particular transparency, voting by an independent body and a check by the auditors or the requirement of an independent fairness opinion), point out that (i) the shareholders, at least the minority shareholders, are less apt to decide on such transactions as the (supervisory) board and independent directors and (ii) inquiring with the general assembly before the transactions is totally impractical because such decisions may have to be taken quickly when the opportunity arises*”. Allo stesso modo H. FLEISCHER, *Related-Party Transactions in German Stock Corporation Law*, 2016 specifica come nell’ordinamento tedesco: “- *First of all, the German approach is a system of ex post scrutiny whereas the European Commission’s proposal favours an ex ante review. - Secondly, the German preference for more confidentiality regarding intra-group transactions, although already weakened by IAS standard 24, would have to be abandoned altogether. Moreover, ex post disclosure mandated by accounting rules would be partially substituted by advance and ongoing disclosure. - Thirdly, the requirement of shareholder approval for transactions above the 5% threshold would significantly enlarge shareholders’ competencies under the German Stock Corporation Act. - Finally, in the context of shareholder voting, the rather narrow German provision on the exclusion of voting rights would have to be extended*”.

sulla procedura di approvazione delle operazioni significative¹¹², sia l'eccezione estremamente restrittiva per le operazioni intragruppo¹¹³, venivano accolte in modo particolarmente critico nell'ordinamento tedesco¹¹⁴.

La conseguenza è che la Proposta, come detto, era oggetto di numerosi emendamenti ad opera del Parlamento europeo, nonché di significative proposte di modifica sfociate nella versione di compromesso presidenziale del Consiglio.

¹¹² H. FLEISCHER, *Related-Party Transactions in German Stock Corporation Law*, cit.: "As regards shareholder approval, I am afraid, fierce resistance will be the overwhelming reaction. In Germany, the experiences with mandatory shareholder voting on major business decisions have not proven very promising. This is the story of the unwritten competences of the shareholders' meeting developed in the famous Holz Müller case in 1982, which, I have been told, has also garnered considerable attention in Italy. For various reasons, among them legal uncertainty, lack of expertise of the shareholders' meeting and doubtful theoretical foundation, the German Federal Court of Justice narrowed down the Holz Müller doctrine in the Gelatine cases of 2004. As the law now stands, the shareholders' meeting is only required to vote on measures taken by the management board if those measures touch [quote] "the core competences of the shareholders' meeting to decide upon the constitution of the company and in their effects nearly equal a state, which can only be brought about by a change of the articles of association" [unquote]. As a rule of thumb, this is only the case for transactions representing roughly 75% of the company's assets. Compare that to the 5% threshold of the Commission's proposal, and you understand why this proposal would require German Stock Corporation Law to turn back the clock to the heydays of the Holz Müller era which German legal practice happily believed to have left behind".

¹¹³ FEDERATION OF GERMAN INDUSTRIES (BDI)-DEUTSCHES AKTIENINSTITUT (DAI), *Position On the Draft revised Shareholder Right's Directive for trilogie negotiations*, 12 novembre 2015 "The biggest impact on the German legal system would have had Article 9c in the version of the proposal of the EU Commission. Article 9c has thus been and still is the priority of the engagement of BDI and DAI with regard to the draft Shareholder Rights Directive. If the proposal had not undergone changes it would have had massive impact on German corporate group law and its allocation of responsibilities between the supervisory board, the management board and the shareholders meeting".

¹¹⁴ T. H. TRÖGER, *op. cit.*, p. 25: "Germany certainly finds itself in the front row with its codified group law"; K. J. HOPT, *Corporate Governance in Europe. A Critical Review of the European Commission's Initiatives on Corporate Law and Corporate Governance*, cit., p. 31 evidenzia come la Proposta "have led to an outcry" in Germania; H. FLEISCHER, *Related-Party Transactions in German Stock Corporation Law*, cit.: "From a German perspective, however, it looks rather strange. In fact, this proposal, if implemented on the EU level, would require a major overhaul of the legal regime of related-party transactions in Germany. A learned commentator has already spoken of a "paradigm shift" for German stock corporation law".

In particolare, la versione di compromesso modificava la Proposta in due punti fondamentali. In primo luogo, consentendo che la relazione sulle operazioni con parti correlate potesse essere realizzata non solo da parte di un terzo indipendente, ma anche dell'organo amministrativo o di controllo, ovvero di un comitato interno costituito da una maggioranza di amministratori indipendenti. In secondo luogo, imponendo agli Stati membri di assicurare l'approvazione delle operazioni significative da parte dell'assemblea, ovvero dell'organo amministrativo o di controllo. In aggiunta, prevedeva che i Paesi membri potessero (non era quindi imposto) prevedere che gli azionisti votassero sulle operazioni approvate dall'organo amministrativo o di controllo. Nella versione di compromesso era inoltre stata ammessa la partecipazione al voto dell'azionista correlato, a condizione che vi fossero adeguate salvaguardie a tutela dei soci non correlati, inclusi quelli di minoranza¹¹⁵. Infine, venivano eliminati i criteri quantitativi e qualitativi per definire le operazioni significative, prevedendo che spettasse agli Stati membri stabilire quando un'operazione fosse significativa¹¹⁶.

7.5. *Versione finale*

Come detto, in data 14 marzo 2017 è stato raggiunto un accordo sulle modifiche alla SRD e il 20 maggio 2017 è stata pubblicata in Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea la SRD II.

Questa la versione definitiva dell'art. 9 *quater*: “*Trasparenza e approvazione delle operazioni con parti correlate*

1. Ai fini del presente articolo, gli Stati membri definiscono le operazioni rilevanti, tenendo conto:

a) dell'influenza che le informazioni relative all'operazione potrebbero avere sulle decisioni economiche degli azionisti della società;

¹¹⁵ C. VAN DER ELST, *Empowering the Audit Committee and the Auditor in Related Party Transactions*, cit., pp. 16-17.

¹¹⁶ T. STRAND, *op. cit.*, p. 48.

b) 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.

Nella definizione di “operazioni rilevanti”, gli Stati membri stabiliscono uno o più indici quantitativi legati all'impatto dell'operazione sulla situazione finanziaria, sui profitti, sugli attivi, sulla capitalizzazione, incluso il capitale, o sul fatturato della società ovvero tengono conto della natura dell'operazione e della posizione della parte correlata.

Gli Stati membri possono adottare definizioni di rilevanza ai fini dell'applicazione del paragrafo 4 diverse da quelle adottate ai fini dell'applicazione dei paragrafi 2 e 3 e possono differenziare le definizioni in base alle dimensioni della società.

2. Gli Stati membri assicurano che le operazioni rilevanti con parti correlate siano rese note al pubblico dalle società al più tardi al momento della loro conclusione. L'informativa contiene quantomeno informazioni sulla natura del rapporto con la parte correlata, il nominativo della parte correlata, la data e il controvalore dell'operazione e altre informazioni necessarie per valutare la correttezza e la convenienza dell'operazione dal punto di vista della società e degli azionisti che non sono una parte correlata, compresi gli azionisti di minoranza.

3. Gli Stati membri possono disporre che l'informativa al pubblico di cui al paragrafo 2 sia corredata di una relazione che valuti la correttezza e la convenienza dell'operazione dal punto di vista della società e degli azionisti che non sono una parte correlata, inclusi gli azionisti di minoranza, e che illustri i presupposti su cui si basa e i metodi utilizzati.

La relazione è predisposta:

a) da un terzo indipendente;

b) dall'organo di amministrazione o di vigilanza della società;

c) dal comitato per il controllo interno o altro comitato composto in maggioranza da amministratori indipendenti. Gli Stati membri assicurano che le parti correlate non partecipino alla preparazione della relazione.

4. Gli Stati membri assicurano che le operazioni rilevanti con parti correlate siano approvate dall'assemblea generale o dall'organo di amministrazione o di vigilanza della società, conformemente a procedure che impediscono alla parte correlata di trarre vantaggio dalla sua posizione e che tutelano in modo adeguato gli interessi

della società e degli azionisti che non sono una parte correlata, compresi gli azionisti di minoranza.

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

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

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

5. I paragrafi 2, 3 e 4 non si applicano alle operazioni concluse nell'ordinaria attività e a normali condizioni di mercato. Per tali operazioni l'organo di amministrazione o di vigilanza della società istituisce una procedura interna per valutare periodicamente il rispetto di tali condizioni. Le parti correlate non partecipano a tale valutazione.

Tuttavia, gli Stati membri possono disporre che le società applichino gli obblighi di cui al paragrafo 2, 3 o 4 alle operazioni concluse nell'ambito della ordinaria attività e a normali condizioni di mercato.

6. Gli Stati membri possono esentare, o possono consentire alle società di esentare, dagli obblighi di cui ai paragrafi 2, 3 e 4 le seguenti operazioni:

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

b) tipologie di operazioni chiaramente definite per le quali il diritto nazionale richiede l'approvazione dell'assemblea generale degli azionisti, a condizione che tali disposizioni normative prevedano e tutelino in modo specifico il trattamento equo di tutti gli azionisti e gli interessi della società e degli azionisti che non sono una parte correlata, inclusi gli azionisti di minoranza;

c) operazioni relative alla remunerazione degli amministratori o taluni elementi della remunerazione degli amministratori riconosciuta o dovuta in conformità dell'articolo 9 bis;

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

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

7. Gli Stati membri assicurano che le società rendano note al pubblico le operazioni rilevanti concluse tra la parte correlata della società e una controllata di tale società. Gli Stati membri possono altresì disporre che l'informativa sia corredata di una relazione che valuti la correttezza e la convenienza dell'operazione dal punto di vista della società e degli azionisti che non sono una parte correlata, inclusi gli azionisti di minoranza, e che illustri i presupposti su cui si basa e i metodi utilizzati. Le deroghe di cui ai paragrafi 5 e 6 si applicano anche alle operazioni indicate nel presente paragrafo.

8. Gli Stati membri assicurano che le operazioni concluse con la stessa parte correlata nel corso di un qualunque periodo di 12 mesi o nel medesimo esercizio e che non sono state soggette agli obblighi di cui ai paragrafi 2, 3 e 4 siano aggregate ai fini di detti paragrafi.

9. Il presente articolo fa salve le norme sulla comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate di cui all'articolo 17 del regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio”.

La versione finale è evidentemente il frutto della lunga negoziazione, nonché dei numerosi rilievi critici che sono stati sollevati rispetto alla Proposta¹¹⁷, e lascia un

¹¹⁷ Cfr. Consiglio dell'Unione Europea, ST 10626 2015 INIT' (2015), *Risultati dei lavori del Parlamento europeo*, laddove nella discussione relativa alla Proposta, il Commissario Jourova, con

marginale di discrezionalità notevolmente più ampio agli Stati membri nelle modalità di recepimento.

Con riguardo ai criteri per individuare le operazioni significative, rispetto alla versione di compromesso la formulazione finale dell'art. 9 *quater* individua una serie di elementi che gli Stati membri devono tenere in considerazione e richiede di stabilire dei criteri quantitativi (“*gli Stati membri stabiliscono uno o più indici quantitativi legati all'impatto dell'operazione sulla situazione finanziaria, sui profitti, sugli attivi, sulla capitalizzazione, incluso il capitale, o sul fatturato della società ovvero tengono conto della natura dell'operazione e della posizione della parte correlata*”). Tuttavia, a differenza della Proposta non viene individuata una soglia di significatività, lasciando gli Stati membri liberi di adottare un regime severo, ovvero di prevedere una protezione solo dinanzi alle operazioni più consistenti¹¹⁸.

In aggiunta, in contrasto con la proposta iniziale (ma come già previsto nella versione di compromesso), gli Stati membri possono (non devono) prevedere che una relazione sulla correttezza dell'operazione accompagni l'annuncio della stessa. Tuttavia, è già stato lamentato che sarebbe stato preferibile imporre la relazione del terzo sulla correttezza dell'operazione, in quanto reputata utile per una valutazione della stessa da parte degli azionisti “*less sophisticated*”¹¹⁹.

Con riguardo alla questione più problematica, ossia la approvazione delle operazioni con parti correlate significative, viene confermato che questa, a differenza della Proposta che la assegnava necessariamente agli azionisti, può essere riservata alternativamente all'assemblea, all'organo amministrativo ovvero a quello di controllo. Si ritiene che la previsione di procedimenti alternativi per le operazioni significative sia una “*weak safeguard*”, in particolare se si fa affidamento sul dovere degli Stati membri di assicurare procedure che “*impediscono alla parte correlata di trarre vantaggio dalla sua posizione e che tutelano in modo adeguato gli interessi della società e degli azionisti che non sono una parte correlata, compresi gli azionisti di minoranza*”. Tale formula, infatti, è stata giudicata “*vague, creating the*

riferimento agli emendamenti presentati in materia di operazioni con parti correlate, affermava: “*La Commissione teme che le modifiche stemperino la proposta originale della Commissione*”.

¹¹⁸ A. TARDE, *Related Party Transactions in the Revised Shareholder Rights Directive*, in *OBLB*, 2017.

¹¹⁹ *Ibidem*.

*potential its intended restriction of the voting power of related parties to be circumvented*¹²⁰.

Di regola le parti correlate sono escluse dal processo di approvazione. Tuttavia, gli Stati membri possono consentire agli azionisti correlati di prendere parte al voto, a condizione che i diritti nazionali assicurino “*adeguate misure di salvaguardia che si applicano prima o in occasione della procedura di votazione per tutelare gli interessi della società e degli azionisti che non sono una parte correlata, inclusi gli azionisti di minoranza, impedendo alla parte correlata l'approvazione dell'operazione nonostante il parere contrario della maggioranza degli azionisti che non sono una parte correlata o nonostante il parere contrario della maggioranza degli amministratori indipendenti*”. In sintesi ciò significa che gli azionisti correlati potranno votare solo se le loro azioni con diritto di voto non superano la maggioranza degli azionisti non correlati. Così se l'azionista correlato detiene il 60% dei diritti di voto, potrà votare solo qualora la soglia di maggioranza in assemblea sia almeno dell'80%¹²¹.

Vengono aggiunte numerose ipotesi di esenzione (tipologie di operazioni chiaramente definite per le quali è prevista l'approvazione assembleare, operazioni relative alla remunerazione degli amministratori, operazioni concluse da enti creditizi all'interno di misure dirette a salvaguardare la loro stabilità, nonché operazioni offerte a tutti gli azionisti alle medesime condizioni), ma soprattutto viene estesa l'esenzione per le operazioni intragruppo: non sono esentate solo le operazioni compiute dalla società emittente con le società interamente controllate, ma anche quelle compiute con altre eterodirette a condizione che “*nessun'altra parte correlata della società detenga un interesse nella controllata o a condizione che il diritto nazionale preveda un'adeguata tutela degli interessi della società, della controllata e dei rispettivi azionisti che non sono una parte correlata, compresi gli azionisti di minoranza, in dette operazioni*”. L'eccezione è stata considerata ancora eccessivamente ristretta, poiché il nuovo regime si applica interamente alle operazioni concluse da una controllata emittente con la propria capogruppo. Il rilievo critico emerge in particolare dall'ordinamento tedesco in cui per tali operazioni è

¹²⁰ *Ibidem.*

¹²¹ *Ibidem.*

previsto un meccanismo alternativo di compensazione (sezioni 291-307 *German Stock Corporation Act*)¹²².

Infine, accogliendo una delle critiche che erano state mosse alla Proposta, al fine di evitare aggiramenti della disciplina, il comma 7 prevede che i requisiti di pubblicità si applichino anche alle operazioni con parti correlate concluse per il tramite di una controllata. Tuttavia, si ritiene che il livello di protezione sia minimo, dato che non è richiesto il rispetto delle procedure di approvazione¹²³.

La lacuna più grande a livello europeo rimane quella in materia di *enforcement*, nonostante sia stato evidenziato da più parti come l'utilità dei meccanismi di trasparenza e approvazione venga messa in dubbio in assenza di un adeguato sistema sanzionatorio: *“this article concludes that no regulation of RPTs (or tunneling) can succeed in preventing (minority) shareholder expropriation in the absence of sophisticated enforcement actors, i.e. experienced courts and/or active, committed securities regulators, operating in a social context that rejects tunnelling as a business practice”*¹²⁴; *“lack of enforcement is a more serious problem than lack of transparency and approval right”*¹²⁵; *“Rights need to be enforced and around the world this appears to be deficient. [...] all rights need enforcement, either public or private, and this appears weak: very few cases if any are brought each year in the*

¹²² FEDERATION OF GERMAN INDUSTRIES (BDI)-DEUTSCHES AKTIENINSTITUT (DAI), *Position On the Draft revised Shareholder Right's Directive for trilogue negotiations*, 12 novembre 2015 *“the draft of the EU-Commission hasn't addressed accordingly transactions between the subsidiary and its parent company which is a typical situation that occurs in a corporate group. Transactions between the subsidiary and its parent company are exactly the situations where the special corporate group law regime installs minority protection prerequisites. Therefore, it is most important that the exemption rule of the Parliament is adopted whereas: <Member States may exclude from the requirements in paragraphs 1, 2 and 3: - transactions entered into between the company and one or more members of its group or joint ventures.> To only exempt transactions of the company with its subsidiaries is not enough”*.

¹²³ A. TARDE, *op. cit.*

¹²⁴ L. ENRIQUES, *Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges*, cit., p. 4.

¹²⁵ T. STRAND, *op. cit.*; ma anche OECD, *op. cit.*, p. 9 *“Rights need to be enforced and around the world this appears to be deficient”*, p. 14 *“all rights need enforcement, either public or private, and this appears weak: very few cases if any are brought each year in the reviewed jurisdictions. In particular, derivative law suits are rare since financial incentives are lacking (i.e. litigants might have to cover all the costs of the action but awards are paid to the company)”*.

*reviewed jurisdictions. In particular, derivative law suits are rare since financial incentives are lacking (i.e. litigants might have to cover all the costs of the action but awards are paid to the company)*¹²⁶; “*When we talk about European Company law, we usually talk about substantive company law rules and tend to forget that enforcement is vital. There is a fundamental reciprocity between substantive and procedural company law. Givin rights to shareholders without giving them the standing to enforce these rights against the management or the controlling shareholders is pointless. This opens up the discussion on derivative suits, minority rights*”¹²⁷.

Per quanto riguarda l’impatto che il recepimento di tale previsione avrà sui diritti nazionali, si ritiene che non sarà particolarmente incisivo né per il Regno Unito, preso come modello per l’elaborazione della disciplina, né per gli ordinamenti che recentemente hanno modernizzato la regolamentazione in materia di operazioni con parti correlate. Tra questi ultimi rientra senza dubbio l’Italia e difatti non pare che la SRD II preveda novità sostanziali rispetto ai contenuti del Regolamento Consob in materia di operazioni con parti correlate, in riferimento al quale plausibilmente si renderanno necessarie solo modifiche meramente marginali di cui si dirà *infra*¹²⁸. Per contro, il recepimento sarà più complicato per Paesi come la Germania, in particolare con riferimento alle operazioni con parti correlate intragruppo¹²⁹.

L’ampio margine di discrezionalità lasciato agli Stati membri, non condurrà a una disciplina uniforme a livello europeo in materia di operazioni con parti correlate. Tuttavia, si ipotizza che gli Stati membri trasporrano le nuove regole anche in modo più ambizioso rispetto al tentativo fatto dalla Commissione: il mercato osserva attentamente il livello di protezione degli investitori assicurato dalle regolamentazioni nazionali e il *Doing Business Report* del *World Bank Group* valuta

¹²⁶ OECD, *op. cit.*, pp. 9, 14.

¹²⁷ K. HOPT, *The European Company Law Action Plan Revisited: An Introduction*, in K. Geens-K. Hopt, *The European Company Law Action Plan Revisited*, Leuven University Press, 2010, pp. 21-22, il quale precisa anche che “*I see here a case for an adequate mix between state supervision and private enforcement. [...] In the end, enforcement needs courts, good courts*”.

¹²⁸ L. MULA, *op. cit.*, p. 8.

¹²⁹ A. TARDE, *op. cit.*

rigorosamente le discipline nazionali in materia di operazioni con parti correlate¹³⁰. Di conseguenza: “*When it comes to related party transactions, laissez-faire is not an option anymore*”¹³¹.

8. Operazioni intragruppo nel diritto societario europeo

8.1. Gruppi di società nel diritto degli Stati membri

All'interno degli Stati membri si distinguono prevalentemente tre approcci per la regolamentazione dei gruppi di società¹³².

Il primo è il modello tedesco (*Konzernrecht*), disciplinato in modo organico nell'*Aktiengesetz* del 6 settembre 1965 (AktG), descritto efficacemente da Herbert Wiedemann, secondo il quale “*Everything is different in a corporate group*”¹³³. L'ordinamento tedesco, infatti, ha una disciplina separata, autonoma e codificata nel dettaglio per il diritto societario dei gruppi¹³⁴. Se ne individuano in questa sede gli elementi essenziali¹³⁵. Il modello tedesco, che si applica solo alle società quotate, è

¹³⁰ A tal proposito, tuttavia, si segnala il contributo: L. ENRIQUES-M. GARGANTINI, *Form and Function in Doing Business Rankings: is Investor Protection in Italy Still so Bad?*, in *University of Bologna Law Review*, 2016. Gli Auori, infatti, hanno rilevato che il *Doing Business Report* del *World Bank Group* non ha valutato correttamente la disciplina italiana in materia di operazioni con parti correlate e in aggiunta non tiene conto nella sua valutazione di un dato importante come i meccanismi di enforcement: “*good law on the books does not mean good law in action, the latter depending on formal and informal enforcement mechanisms. However, the DBR notoriously disregards enforcement practices*”.

¹³¹ A. TARDE, *op. cit.*

¹³² P.-H. CONAC, *Director's Duties in Groups of Companies – Legalizing the Interest of the Group at the European Level*, cit., p. 199; K. J. HOPT, *Groups of Companies. A Comparative Study on the Economics, Law and Regulation of Corporate Groups*, in *ECGI*, 2015, p. 9.

¹³³ H. WIEDEMANN, *Die Unternehmensgruppe im Privatrecht [The Corporate Group in Private Law]*, 1988, p. 9.

¹³⁴ K. J. HOPT, *Groups of Companies. A Comparative Study on the Economics, Law and Regulation of Corporate Groups*, cit., p. 9.

¹³⁵ Per un quadro sul modello tedesco in lingua originale, si rinvia a U. TOMBARI, *Diritto dei gruppi di imprese*, Giuffrè, Milano, 2010, p. 7, nt. 13. Con riguardo ai contributi in lingua inglese, si vedano T.

incentrato sulla tutela di azionisti di minoranza e creditori, piuttosto che sull'organizzazione del gruppo¹³⁶. Si distingue tra gruppo di diritto e gruppo di fatto. Il gruppo di diritto si forma attraverso degli accordi tra la capogruppo e le eterodirette. Nel gruppo di diritto l'art. 308 del AktG attribuisce alla capogruppo il diritto di impartire alla eterodiretta direttive vincolanti che possono "risultare pregiudizievoli per la società, se servono gli interessi dell'impresa dominante o delle imprese che con essa e con la società controllata costituiscono un *Konzern*". Si tratta di una disposizione "*particolarmente significativa, perchè in pratica stabilisce esplicitamente il principio del sacrificio dell'interesse delle imprese dominate in nome dell'interesse del Konzern*"¹³⁷. Lo AktG prevede una serie di temperamenti. In particolare, ai sensi dell'art. 309, gli amministratori dell'impresa dominante nell'impartire direttive alle dominate sono tenuti a dimostrare la diligenza dell'amministratore ordinato e scrupoloso. Inoltre, gli artt. 310 e ss. prevedono un sistema di garanzie in presenza di accordi di denominazione che comportano, fra l'altro, la corresponsione di un indennizzo da parte della dominante per le perdite subita dalla dominate in conseguenza dell'accordo. Nel gruppo di fatto conseguente al controllo e alla direzione unitaria, ai sensi dell'art. 311, la capogruppo non può sfruttare la propria influenza per indurre la eterodiretta a concludere operazioni per quest'ultima pregiudizievoli e nemmeno per adottare delle misure a svantaggio delle controllate¹³⁸. Vi è un'eccezione a tale divieto se la capogruppo compensa su base annuale tutti i pregiudizi subiti dalle controllate per il compimento di atti compiuti su indicazione della capogruppo, ma in contrasto con l'interesse della singola

H. TRÖGER, *op. cit.*; H. WIEDEMANN, *The German Experience with the Law of Affiliated Enterprises, in Groups of Companies in European Laws* 59, Berlin, New York, 1982, pp. 21-43.

¹³⁶ P.-H. CONAC, *Director's Duties in Groups of Companies – Legaliizing the Interest of the Group at the European Level*, cit.

¹³⁷ G. LEMME, *Il diritto dei gruppi di società*, Il Mulino, Bologna, 2013, p. 95.

¹³⁸ H. FLEISCHER, *Related-Party Transactions in German Stock Corporation Law*, cit.: "*in the words of § 311 AktG, the controlling enterprise may not use its influence to cause the controlled company to enter into legal transactions that would be detrimental to it or to take measures to the disadvantage of the controlled company*".

controllata¹³⁹. In Germania i gruppi contrattuali sono rari e con la diminuzione degli incentivi a livello tributario stanno diventando ancora meno frequenti¹⁴⁰. I gruppi di fatto sono il modello dominante¹⁴¹. L'approccio tedesco è stato seguito, con numerose differenze, da Portogallo, Ungheria, Repubblica Ceca, Slovenia, Croazia, Albania, e al di fuori dell'Europa da Brasile e Turchia¹⁴².

Il secondo modello regolatorio per i gruppi di società è stato individuato nel Regno Unito¹⁴³. L'ordinamento britannico non si è dotato di una disciplina dei gruppi di società, nonostante la diffusione del fenomeno nel suo territorio¹⁴⁴. In assenza di qualsivoglia normativa organica in materia dei gruppi, le regole di diritto civile e societario dirette a regolare i problemi di *agency* che coinvolgono azionisti di minoranza e creditori vengono utilizzate tanto per le società autonome quanto per quelle appartenenti a un gruppo¹⁴⁵. Tuttavia, ci sono diverse nozioni del diritto commerciale considerate adeguate anche per regolamentare i gruppi, per esempio qualificando la capogruppo come "amministratore di fatto". Inoltre, da un lato gli amministratori della controllata possono tenere in considerazione l'interesse di gruppo, dall'altro la possibilità che in tal modo venga favorita indebitamente la capogruppo è mitigata dal rischio per gli amministratori della controllata di incorrere in responsabilità personale per "*wrongful trading*"¹⁴⁶.

¹³⁹ P.-H. CONAC, *Director's Duties in Groups of Companies – Legalizing the Interest of the Group at the European Level*, cit., p. 199; K. J. HOPT, *Groups of Companies. A Comparative Study on the Economics, Law and Regulation of Corporate Groups*, cit., p. 10.

¹⁴⁰ K. J. HOPT, *Groups of Companies. A Comparative Study on the Economics, Law and Regulation of Corporate Groups*, cit., p. 10.

¹⁴¹ P.-H. CONAC, *Director's Duties in Groups of Companies – Legalizing the Interest of the Group at the European Level*, cit., p. 199.

¹⁴² *Ivi*, pp. 199-200 per ulteriori riferimenti bibliografici.

¹⁴³ P. DAVIES-S. WORTHINGTON, *Gower & Davies, Principles of Modern Company Law*, part 4, London, 2012, pp. 687-717, 719-747; P. DAVIES, *Introduction to Company Law*, Oxford, 2010, p. 95; J. DINE, *The Governance of Corporate Groups*, Cambridge, 2000; D. D. PRENTICE, *Groups of Companies: The English Experience*, in K. J. Hopt (ed.), *Groups of companies in Europe*, 1982, pp. 99-130.

¹⁴⁴ G. LEMME, *op. cit.*, p. 98.

¹⁴⁵ K. J. HOPT, *Groups of Companies. A Comparative Study on the Economics, Law and Regulation of Corporate Groups*, cit., p. 9.

¹⁴⁶ Reflection Group on the future of EU Company Law, 2011, 63.

Il terzo approccio è quello francese. In assenza di una disciplina legislativa del gruppo, la fonte di questo modello si rinviene nel formante giurisprudenziale che ha elaborato la c.d. *Rozenblum doctrine*¹⁴⁷, nonché ammesso la c.d. “*group defense*”¹⁴⁸. In particolare, si consente agli amministratori della eterodiretta di tenere in considerazione l’interesse di gruppo nel deliberare atti pregiudizievoli per l’interesse della controllata, a condizione che vengano soddisfatte una serie di condizioni¹⁴⁹. Da una prospettiva funzionale si sottolinea come vi siano significative similitudini tra il modello francese e quello del Regno Unito¹⁵⁰.

8.2. Gruppi di società nelle iniziative delle istituzioni

¹⁴⁷ G. LEMME, *op. cit.*, p. 103 ha sottolineato come nella pronuncia del 1985 “*la Corte di Cassazione francese, giudicando sul caso dell’amministratore di più società appartenenti al medesimo gruppo, che aveva finanziato con I fondi di un’altra in stato di dissesto, ha stabilito la liceità di tale comportamento, purchè rispondente all’interesse comune del gruppo e compensato in maniera effettiva, in modo tale da non alterare l’equilibrio finanziario delle varie società coinvolte e non condurre a propria volta una di esse in situazione di difficoltà*” Cfr. Trib. Corr. Paris, 16 May 1974, Soc. Saint-Frères, D. 1975, p. 37, Rev. Sociétés 1975, p. 657, n. B. Oppetit, JCP éd. E. 1075, II-11816, p; 381; Court of cassation, Criminal Chamber, 4 February 1985, Rozenblum and Allouche, D. 1985, p. 478, n. D. Ohl, I-639, JCP 1986, II-20585, n. W. Jeandidier, Rev. Sociétés 1985, p. 648, n. B. Bouloc.

¹⁴⁸ P.-H. CONAC-L. ENRIQUES-M. GELTER, *Constraining Dominant Shareholders’ Self Dealing: The Legal Framework in France, Germany, and Italy*, in *European Company & Financial Law Review*, cit.

¹⁴⁹ Cfr. K. J. HOPT, *Groups of Companies. A Comparative Study on the Economics, Law and Regulation of Corporate Groups*, cit., p. 18: “*The criminal courts that developed this rule allow the subsidiary to also take into consideration the interest of the group, not only its own advantages from belonging to the group.133 The requirements for doing so are threefold: the stable structure of the group, a coherent group policy by the parent, and an equitable distribution of benefits and costs among the group members*”.

¹⁵⁰ P.-H. CONAC, *Director’s Duties in Groups of Companies – Legalizing the Interest of the Group at the European Level*, cit.

I gruppi di società rientrano tra le aree non armonizzate del diritto societario europeo¹⁵¹. Cionondimeno, è stato correttamente osservato come: “*The subject of the legal status of groups of companies has been on the agenda of the European Commission for more than 40 years*”¹⁵². Già nel 1984, infatti, la Commissione diffondeva, ai fini di una consultazione, un progetto di “Nona direttiva sul diritto delle società relativa alla gestione dei gruppi aventi come controllata una società per azioni”¹⁵³, basato su studi realizzati su impulso della Commissione a partire dagli anni '60, e diretto ad armonizzare la materia della gestione dei gruppi aventi come controllata una società per azioni¹⁵⁴. Dalla consultazione relativa al progetto di direttiva emergeva tuttavia un sostegno molto limitato da parte degli Stati membri ad una normativa di tale portata in materia di gruppi. L'approccio proposto, d'altra parte, era del tutto sconosciuto nella maggior parte degli Stati membri e considerato eccessivamente complesso e rigido dalle imprese. In aggiunta, il progetto, di chiara ispirazione germanica, era fortemente osteggiato dal fronte anglo-francese¹⁵⁵. Per tali ragioni, si decideva di rinunciare a presentare una proposta ufficiale.

Nel “quadro normativo moderno per il diritto delle società in Europa” adottato il 4 novembre 2002 dallo *High Level Group of Company* (noto anche come “*Winter*

¹⁵¹ E. PEDERZINI, *Percorsi di diritto societario europeo*, cit., p. 133.

¹⁵² EUROPEAN COMPANY LAW EXPERTS, *A proposal for reforming group law in the European Union – Comparative observations on the way forward*, October 2016.

¹⁵³ Il testo del progetto di direttiva del 1984 si può leggere in *Società*, 1987, p. 1308 ss. Le principali caratteristiche della proposta erano: a) una definizione di “impresa controllata” che avrebbe obbligato gli Stati membri a prevedere “contratti di esercizio del controllo”, b) norme in materia di pubblicità degli azionisti nelle società per azioni, c) norme dettagliate (sezione 4) relative al comportamento di un’“impresa madre” nei confronti di una società per azioni controllata (inclusa la responsabilità dell’impresa madre per i danni arrecati alla società per azioni controllata e per i suoi debiti), d) norme dettagliate applicabili quando l’impresa madre aveva stipulato un “contratto di esercizio del controllo” con una società per azioni (sezione 5), o quando aveva fatto una “dichiarazione unilaterale che istituisce un gruppo verticale” (sezione 6), con garanzie simili a quelle previste alla sezione 4, ma con aggiunte importanti (incluso il diritto dei rappresentanti dei dipendenti presenti nel consiglio di vigilanza della società per azioni controllata, di porre il veto alle istruzioni impartite dall’impresa madre).

¹⁵⁴ M. RONDINELLI, *L'armonizzazione nel diritto delle società: evoluzione e prospettive*, in E. Pederzini (a cura di), *Percorsi di diritto societario europeo*, Giappichelli, Torino, p. 66.

¹⁵⁵ *Ivi*, p. 67.

Group Report”, dal nome del professor Jaap Winter, che presiedeva il gruppo)¹⁵⁶ si sottolineava come i gruppi di imprese, diffusi nella quasi totalità degli Stati membri, da un lato dovessero essere considerati un modo legittimo di operare, dall’altro presentassero rischi specifici per gli azionisti e i creditori sotto diversi aspetti. Non si reputava necessaria una direttiva che disciplinasse compiutamente i gruppi, ma si riteneva che in tre specifiche aree fosse opportuno un intervento: trasparenza del gruppo; interesse di gruppo; informazioni e pubblicità sulla struttura del gruppo e sulle relazioni intragruppo¹⁵⁷.

Il rapporto del Reflection Group on the Future of EU Company Law del 5 aprile 2011 dedicava un intero capitolo ai gruppi di società, incentrato sull’idea di creare un quadro normativo che accrescesse la flessibilità dell’amministrazione dei gruppi transfrontalieri, prevedendo un “*safe harbour*” per gli amministratori della controllata e per la controllante, piuttosto che sviluppare ulteriori tutele per creditori e soci di minoranza. Inoltre, si suggeriva alla Commissione di considerare, a seguito di maggiori studi sul possibile impatto positivo di un’azione al livello europeo, l’adozione di una raccomandazione che riconoscesse l’interesse di gruppo¹⁵⁸.

Sulla base del rapporto e in preparazione del Piano d’Azione, il 20 febbraio 2012 la Commissione lanciava una consultazione che con riguardo ai gruppi chiedeva se la Commissione avesse dovuto raccomandare il riconoscimento dell’interesse di gruppo e se l’UE avesse dovuto richiedere ai gruppi di fornire informazioni sulla propria struttura in documento consolidato, di facile lettura e “*investor-friendly*”¹⁵⁹.

Dal *feedback statement* del luglio 2012 è emergeva che: più dei due terzi delle risposte erano state favorevoli ad un intervento dell’Unione Europea nell’area dei gruppi, in particolare per quanto riguardava la migliore informazione sulla struttura del gruppo e il riconoscimento dell’interesse di gruppo.

¹⁵⁶ *Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, 2002.

¹⁵⁷ *Ivi*, pp. 94-95.

¹⁵⁸ Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law, Brussels, 5 aprile 2011, in *Rivista delle società*, 2011, p. 971 ss.

¹⁵⁹ *Feedback Statement*, Summary of responses to the public consultation on the Future of European Company Law, July 2012, p.12.

Alla luce degli esiti della consultazione, la Commissione nell'*Action Plan* del 12 dicembre 2012 annunciava un'iniziativa nel 2014 diretta a “migliorare sia le informazioni disponibili sui gruppi che il riconoscimento del concetto di <interesse di gruppo>”¹⁶⁰.

Tuttavia, la Proposta di modifica della SRD non conteneva alcuna previsione riguardante i gruppi di società.

Il 26 gennaio 2015 la Commissione Europea demandava al Gruppo informale di esperti di diritto societario (*The Informal Company Law Expert Group, ICLEG*) di analizzare le questioni delle informazioni sui gruppi di società e del riconoscimento dell'interesse di gruppo. Il ICLEG pubblicava prima il Rapporto sull'informazione nei gruppi di società (marzo 2016) e poi il Rapporto sul riconoscimento dell'interesse di gruppo (ottobre 2016).

Nel Rapporto sull'informazione dei gruppi, il ICLEG sottolineava come creditori e investitori avessero un legittimo interesse a conoscere la struttura del gruppo cui appartengono e come sotto questo profilo il quadro legislativo a livello europeo non sembrasse sufficiente. Il ICLEG suggeriva di rafforzare gli obblighi informativi, estendendo le informazioni disponibili per creditori e investitori, tanto delle controllate quanto della capogruppo, ma senza imporre la pubblicazione di informazioni di dettaglio o di carattere tecnico.

Nel Rapporto sul riconoscimento dell'interesse di gruppo il ICLEG dapprima evidenziava come la maggior parte degli Stati membri riconoscesse l'interesse di gruppo o quantomeno si stesse muovendo verso questa direzione e come la *Rozenblum doctrine* (o comunque formulazioni analoghe a questa) fosse diventata una sorta di *ius commune* per gli Stati membri che riconoscevano l'interesse di gruppo¹⁶¹. Venivano poi elencati i vantaggi che derivanti dal riconoscimento dell'interesse di gruppo: maggiore chiarezza per gli amministratori delle controllate e

¹⁶⁰ Così COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione (diretta al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni) contenente il “Piano d’Azione: diritto europeo delle società e governo societario – una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili”*, 12 dicembre 2012, [COM(2012)740], p. 16.

¹⁶¹ THE INFORMAL COMPANY LAW EXPERT GROUP (ICLEG), *Report on the recognition of the interest of the group*, p. 25.

della capogruppo sui limiti entro cui essi possono agire nell'interesse del gruppo in contesti transfrontalieri; minori costi per lo svolgimento dell'attività d'impresa transfrontaliera; agevolazione dei finanziamenti intragruppo, al fine di ridurre la forte dipendenza dai finanziamenti delle banche; riduzione delle incertezze legislative sul *cash pooling* transfrontaliero; protezione della capogruppo da pretese ingiustificate da parte dei creditori della controllata.

8.3. *Segue. Proposta di direttiva sulla Societas Unius Personae (SUP)*

La Proposta di Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio sulla società a responsabilità limitata unipersonale del 9 aprile 2014¹⁶², chiamata *Societas Unius Personae* e indicata con l'acronimo SUP, si ricollega per certi aspetti alla questione della disciplina dei gruppi di società a livello europeo¹⁶³.

Nonostante *prima facie* gruppi e SUP possano sembrare forme di esercizio di impresa antitetiche¹⁶⁴, infatti, è stato sottolineato¹⁶⁵ come la SUP dovrebbe costituire un “modello attraente per i gruppi di imprese transnazionali”¹⁶⁶.

¹⁶² Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on single-member private limited liability companies ('SUP Directive, Commission Proposal'), Brussels, 9.4.2014 COM(2014) 212 final.

¹⁶³ THE INFORMAL COMPANY LAW EXPERT GROUP (ICLEG), *Report on the recognition of the interest of the group*, p. 12.

¹⁶⁴ M. FABIANI, *Società insolvente e responsabilità del socio unico*, in *Quaderni Giur. Comm.*, Milano, 1999, p. 162, secondo il quale “*società unipersonali e gruppi di società sembrano apparentemente figure antitetiche visto che evocano, l'una la semplicità dell'organizzazione dell'impresa e l'altra la complessità dei modelli organizzativi: ciò nondimeno accade ripetutamente che il modello della società unipersonale venga adoperato quale articolazione del gruppo societario*”. Il motivo è che “*la società interamente posseduta può costituire comunque una autonoma articolazione per aree merceologiche, geografiche o semplicemente per dissociare il segmento industriale da quello dei servizi*”; G. B. PORTALE, *La parabola del capitale sociale nella s.r.l. (dall'« importanza quasi-sacramental » al ruolo di « ferro vecchio »?)*, in *Rivista delle Società*, fasc. 5, 2015, p. 815 ss.

¹⁶⁵ G. B. PORTALE, *La parabola del capitale sociale nella s.r.l. (dall'« importanza quasi-sacramental » al ruolo di « ferro vecchio »?)*, cit., p. 815 ss.

L'idea si rinviene nel rapporto del Reflection Group on the Future of EU Company Law del 5 aprile 2011, nel quale si sottolineava che la SUP avrebbe potuto essere utilizzata come strumento di articolazione dei gruppi che ambivano ad assumere una dimensione europea¹⁶⁷.

Seguendo tale prospettiva, la Proposta di direttiva sulla società a responsabilità limitata unipersonale, all'art. 23 prevede espressamente, al fine di agevolare *“the operation of group of companies”* (punto 23 delle Premesse), che il socio unico (persona fisica o giuridica) abbia il *“diritto di dare istruzioni agli amministratori”*. Tali istruzioni saranno vincolanti a meno che non siano in contrasto con le disposizioni dello statuto ovvero della legge nazionale applicabile¹⁶⁸. Si ritiene che la Commissione, ammettendo che le SUP siano costituite da società e, quindi, che possano essere utilizzate *“quali strumenti di articolazione dei gruppi transfrontalieri”*, avrebbe rivoluzionato *“l’atteggiamento attendista del legislatore europeo sull’armonizzazione del diritto dei gruppi di società”* e introdotto *“di fatto, una loro embrionale disciplina, guardandosi tuttavia bene dall’affrontarne le questioni più problematiche”*¹⁶⁹.

La Proposta di Direttiva SUP è ancora in gestazione e un testo di compromesso è stato approvato dal Consiglio il 28 maggio 2015.

8.4. Diritto dei gruppi nella giurisprudenza della Corte di Giustizia

¹⁶⁶ M. P. WELLER-J. BAUER, *Europäisches Konzernrecht: vom Gläubigerschutz zur Konzernleitungsbefugnis via Societas Unius Personae*, in *ZEuP*, 2015, p. 289 ss.; si veda anche l'ordinamento argentino in cui la società unipersonale (*anónima unipersonal*) è un tipo sociale considerato come *“polo d’attrazione per i gruppi”*. Così R. RUSSO, *La società unipersonale in argentina: un confronto con l’Italia*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2015.

¹⁶⁷ *Report of the Reflection Group on the Future of EU Company Law*, Brussels, 5 aprile 2011, in *Rivista delle società*, 2011, p. 971 ss.

¹⁶⁸ U. TOMBARI, *Il “diritto dei gruppi”: primi bilanci e prospettive per il legislatore comunitario*, in *Rivista di diritto commerciale*, 2015, p. 89.

¹⁶⁹ C. MALBERTI, *La proposta di direttiva sulla societas unius personae: una nuova strategia per l’armonizzazione del diritto societario europeo?*, in *Rivista delle società*, 2014, p. 848 ss.

Nonostante la mancata armonizzazione al livello legislativo del diritto dei gruppi, la Corte di Giustizia dell'Unione Europea in diverse occasioni ha dovuto pronunciarsi su fattispecie che coinvolgevano questioni relative ai gruppi di società¹⁷⁰. In tali casi, la questione fondamentale che si è posta dinnanzi alla Corte è stata se un gruppo di società debba essere considerato alla stregua di una singola impresa (c.d. “*enterprise approach*”) ovvero se ogni società del gruppo debba essere considerata come un'entità autonoma (c.d. “*entity approach*”)¹⁷¹. Una rassegna giurisprudenziale mostra come la Corte abbia utilizzato entrambi gli approcci e come in un numero significativo di casi si sia pronunciata a favore dell' *enterprise approach*. Tuttavia, un'analisi più approfondita fa emergere che la gran parte dei casi in cui è stato utilizzato tale approccio si riferivano al diritto antitrust¹⁷². Nel diritto societario il principio dominante sembra rimanere che la società appartenente a un gruppo deve essere considerata come una entità indipendente tanto dal lato dei diritti tanto da quello dei doveri¹⁷³. Fino ad ora vi è stato un numero esiguo di casi in cui la Corte ha dovuto considerare il fenomeno dei gruppi all'interno del diritto societario¹⁷⁴ e l'unico su cui ad oggi si è espressamente pronunciata è il caso *Impacto Azul*¹⁷⁵. Il caso concerne la disciplina del Codice delle società commerciali portoghese (*Código das sociedades comerciais*) laddove prevede la responsabilità solidale della capogruppo nei confronti dei creditori della controllata, ma si applica solo alle capogruppo aventi sede all'interno del territorio portoghese¹⁷⁶. Per converso, la controllante avente la propria sede al di fuori del Portogallo non sarà responsabile per

¹⁷⁰ K. E. SØRENSEN, *Group of Companies in the Case Law of the Court of Justice of the European Union*, in *EBLR*, 2016, p. 393.

¹⁷¹ *Ivi*, p. 394.

¹⁷² *Ivi*, p. 411.

¹⁷³ E. WERLAUFF, *Group and Community – the European Court's Development of an Independent Community Law Concept of the Group and its Significance for National Company Law*, in *European Company Law*, 2007, p. 204.

¹⁷⁴ K. E. SØRENSEN, *Group of Companies in the Case Law of the Court of Justice of the European Union*, cit., p. 413.

¹⁷⁵ Corte di Giustizia, 20 giugno 2013, C-186/12.

¹⁷⁶ K. E. SØRENSEN, *Group of Companies in the Case Law of the Court of Justice of the European Union*, cit., p. 414.

le obbligazioni della controllata¹⁷⁷. La controversia sorge tra una società portoghese, la *Impacto Azul*, e la *BPSA 9*, portoghese interamente controllata dalla *SGPS*, sempre portoghese, ma a sua volta interamente controllata dalla società francese *Bouygues Immobilier*. La *Impacto Azul*, ritenendo l'inadempimento di un contratto preliminare di compravendita da parte di *BPSA 9* imputabile alle controllanti *SGPS* e *Bouygues Immobilier*, lo fa valere anche nei loro confronti. Il *Tribunal Judicial* di Braga promuove un rinvio pregiudiziale chiedendo alla Corte di Giustizia di pronunciarsi sulla compatibilità tra la libertà di stabilimento *ex art. 49 TFUE* e una normativa che prevede la responsabilità solidale delle controllanti solo qualora abbiano la sede nello Stato membro. Secondo la Corte non vi è violazione della libertà di stabilimento, poichè gli Stati membri, in assenza di una armonizzazione del diritto societario dei gruppi, conservano la loro competenza a regolare la materia¹⁷⁸. Tale competenza può essere esercitata nel senso di rendere più severo il regime per le capogruppo aventi sede sul proprio territorio¹⁷⁹. In altre parole, l'art. 49 TFUE deve essere interpretato nel senso che non osta ad una normativa nazionale che escluda per le controllanti aventi sede nel territorio di un diverso stato membro l'applicazione del principio di responsabilità in solido delle controllanti nei confronti dei creditori delle loro controllate¹⁸⁰.

La pronuncia ha ricevuto diverse critiche. È stato sottolineato in primo luogo il trattamento meno favorevole di cui è destinataria una società che eserciti la propria libertà di stabilimento in Portogallo e sia creditrice di una eterodiretta controllata da una società di un diverso Stato membro: tale società risulterà svantaggiata rispetto ad un'altra società portoghese che vanti un credito nei confronti di una controllata da una società avente sede in Portogallo. In aggiunta, anche le controllanti aventi sede in Portogallo ricevono un trattamento di sfavore rispetto alle capogruppo stabilite in un diverso Stato membro. È stato evidenziato come la pronuncia potrebbe incentivare condotte di *moral hazard* da parte delle capogruppo non aventi sede in Portogallo: la

¹⁷⁷ F. MONTANARO, *Impacto Azul: la Corte afferma la compatibilità della normativa portoghese in materia di gruppi di società con l'art. 49 TFUE*, in *Dir. comm. int.*, 2013, p. 1129.

¹⁷⁸ *Ivi*, p. 1132.

¹⁷⁹ *Ivi*, p. 1133.

¹⁸⁰ M. LAMANDINI, *Il gruppo bancario alla luce delle recenti riforme*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, fasc. 6, 2016.

“deresponsabilizzazione” della controllante crea un maggior rischio di inadempimento da parte della controllata delle obbligazioni contratte su direttiva della controllante¹⁸¹. Più in generale, si è reputata discutibile la decisione della Corte di non proibire l’esclusione dell’applicazione del principio di diritto nazionale della responsabilità solidale della capogruppo alle controllanti aventi sede in un diverso Stato membro: “*Basic principle, after all, is that each Member State is obliged to treat citizens of other Member States in the same manner as it treats its own national. In the key of company (group) law, ‘a parent company from a different EU or EEA state (SR: Bouygues SA, France) must have the same rights as the parent company from the subsidiary’s own state (SR: the subparent SGPS Lda, Portugal)’*”¹⁸². D’altra parte, è comprensibile la scelta della Corte di astenersi dal delineare uno standard a livello europeo per la responsabilità della capogruppo nei confronti dei creditori della controllata in un contesto transfrontaliero: alla luce delle diverse discipline esistenti negli Stati membri sarebbe un’operazione molto difficile da realizzare a livello giurisprudenziale¹⁸³. Si ritiene però necessario un intervento del legislatore europeo¹⁸⁴, quantomeno di *soft law*: “*inasmuch direct attempts to harmonize Member States’ laws on ‘intra group’ as well as external group relationships would not yet be feasible in this stage, EU legislator must at least initiate attempts to formulate ‘soft law standards’ or ‘principles’ on the legal implications of group structures ex ante as well as, at the cross-roads of company law, insolvency law and tort law, of business conduct ex post*”¹⁸⁵.

¹⁸¹ F. MONTANARO, *op. cit.*, p. 1137.

¹⁸² S. RAMMELOO, *The Judgment in CJEU C-186/12 (Impacto Azul): Company Law, Parental Liability and Article 49 TFEU - A Plea for a ‘Soft Law’ Oriented EU Law*, in *European Company Law*, 2014, p. 25.

¹⁸³ *Ibidem.*

¹⁸⁴ E. WERLAUFF, *One stop group law shop?*, in *European Company Law*, 2012, p. 204: “*The time has come to adopt a Directive on substantial group law as an option for the parent company. With all respect, German Konzernrecht [...] (is) far too complicated and inefficient to serve as a role model*”; S. RAMMELOO, *op. cit.*, p. 28: “*EU legislator must take up the challenge*”.

¹⁸⁵ S. RAMMELOO, *op. cit.*, p. 29.

8.5. *Gruppi nello European Model Company Act*

Lo *European Model Company Act* (“EMCA”) costituisce una nuova modalità di ravvicinamento dei sistemi normativi nazionali (la c.d. “*quarta via*”¹⁸⁶) riconducibile all’interno del concetto di *soft law*¹⁸⁷. L’EMCA è nato da un’iniziativa privata, avviata nel 2007 su iniziativa del Professor Paul Kruger Andersen e del Professor Theodor Baums, e aspira a creare una legge-modello uniforme, analoga al *Revised Model Business Corporation Act* statunitense¹⁸⁸. L’EMCA non è, quindi, un atto ufficiale del legislatore europeo, né il frutto di un progetto europeo nel senso istituzionale del termine, ma piuttosto “*a product of co-operation between numerous Member States’ company law experts*”¹⁸⁹ o ancora “*un ipotetico disegno di legge per un testo unico del diritto delle società di capitali*”¹⁹⁰. Si tratta pertanto di uno strumento destinato a realizzare una convergenza “dal basso”, guidata dall’obiettivo della massimizzazione dell’efficienza gestionale¹⁹¹. L’EMCA dovrebbe contribuire a un incremento dell’armonizzazione del diritto societario europeo¹⁹², seppure solo nella prospettiva di una “*minimum harmonisation*”¹⁹³ basata unicamente sull’appetibilità delle soluzioni proposte per gli Stati membri¹⁹⁴.

¹⁸⁶ A. BARTOLACELLI, *Il progetto per un European Model Company Act (EMCA)*, in M. Benedettelli-M. Lamandini (diretto da), *Il diritto societario europeo e internazionale*, Torino, 2016, p. 696.

¹⁸⁷ E. PEDERZINI, *Percorsi di diritto societario europeo*, cit., p. 136.

¹⁸⁸ L. ENRIQUES-A. ZORZI, *Armonizzazione e arbitraggio normativo nel diritto societario europeo*, in *Rivista delle società*, 2016, p. 775 ss., nt. 80; A. BARTOLACELLI, *op. cit.*, p. 689.

¹⁸⁹ L. BECK, *The European Model Company Act’s Approach to a European Group Law*, in *European Law Reporter*, 2014, p. 262.

¹⁹⁰ A. BARTOLACELLI, *op. cit.* p. 691.

¹⁹¹ E. PEDERZINI, *Percorsi di diritto societario europeo*, cit., p. 136.

¹⁹² L. BECK, *op.cit.*, p. 260.

¹⁹³ P. MONTALENTI, *Il diritto societario dai “tipi” ai “modelli”*, in *Giur. comm.*, 2016, p. 420 ss., il quale ha sollevato delle perplessità sull’EMCA: “*La finalità è apprezzabile ma il risultato pare a me modesto. Le numerosità degli ordinamenti (si vedano i Comments alla Section 3, che si riferiscono a 27 sistemi nazionali) giustifica forse lo sforzo ma i tratti tipizzanti il “modello” società di capitali sono, appunto, minimali: acquisto della personalità giuridica con l’iscrizione, responsabilità limitata (tuttavia derogabile), divisione del capitale in quote trasferibili (ma salva diversa previsione statutaria), parità di trattamento, principio di maggioranza, duty of loyalty and care degli*

La decisione di includere all'interno dell'EMCA un capitolo sui gruppi di società è stata presa nella fase iniziale dei lavori, reputando utile fornire agli Stati membri “*a modern regime on group of companies*”¹⁹⁵. La relazione del *Forum Europaeum Corporate Group Law*¹⁹⁶ è stata utilizzata come base per l'elaborazione del capitolo sui gruppi dell'EMCA¹⁹⁷, ma il capitolo sui gruppi è stato uno dei più difficili da adottare: il primo a essere iniziato e l'ultimo ad essere concluso, riflettendo una soluzione di compromesso delle diverse posizioni registrate all'interno del gruppo di esperti¹⁹⁸.

Si afferma espressamente che il capitolo sui gruppi è incentrato “*on the heart of the group reality: the management of the group*”¹⁹⁹. L'EMCA, quindi, sembra condividere la visione comunitaria dei gruppi come “*Enabling Law*” (espressa anche nell'*Action Plan* del 2012), rispetto alla quale la tutela degli azionisti di minoranza costituisce solo uno dei diversi elementi²⁰⁰. Viene abbandonato, o meglio “completato” il tradizionale approccio “*bottom-up*”, ossia lo studio del gruppo focalizzato unicamente sulla prospettiva della società dipendente e della tutela degli interessi “esterni”, con un approccio “*top-down*”, che tiene in considerazione gli effetti del gruppo anche al livello della capogruppo²⁰¹. L'EMCA non si spinge ad imporre alla capogruppo un dovere di amministrare le controllate in modo centralizzato, come è stato suggerito da alcuni autori²⁰². Tuttavia, sicuramente è

amministratori, organo assembleare, libertà di incorporazione in Europa. L'effettiva rilevanza del progetto deve essere verificata”.

¹⁹⁴ A. BARTOLACELLI, *op. cit.*, p. 698.

¹⁹⁵ P.-H. CONAC, *The Chapter on Groups of Companies of the European Model Company Act (EMCA)*, in *ECFR*, 2016, p. 301.

¹⁹⁶ FORUM EUROPAEUM CORPORATE GROUP LAW, *Corporate Group Law for Europe*, EBOR, 2000.

¹⁹⁷ L. BECK, *op. cit.*, p. 262.

¹⁹⁸ P.-H. CONAC, *The Chapter on Groups of Companies of the European Model Company Act (EMCA)*, *cit.*, p. 303.

¹⁹⁹ *Ibidem*.

²⁰⁰ U. TOMBARI, *La tutela dei soci nel gruppo di società*, in *Riv. dir. soc.*, 1/2016, p. 122.

²⁰¹ P.-H. CONAC, *The Chapter on Groups of Companies of the European Model Company Act (EMCA)*, *cit.*, p. 303.

²⁰² *Ibidem*.

finalizzato ad agevolare l'amministrazione del gruppo da parte della controllante, considerando anche la dimensione transfrontaliera di molti gruppi di società²⁰³.

Tra i membri dell'EMCA vi è stato un largo consenso in favore di un approccio flessibile nell'amministrazione dei gruppi. Motivo per cui si è deciso di non ispirarsi al modello tedesco, considerato troppo rigido, ma piuttosto all'approccio francese della *Rozenblume doctrine*, seppur precisando che il modello adottato dall'EMCA è molto più complesso e articolato. L'obiettivo finale era quello di: *“strike the right balance between the desired flexibility of the management of the group and the legislative protection of minority shareholders, creditors and stakeholders”*²⁰⁴.

A livello di disciplina, il capitolo sui gruppi dell'EMCA, per facilitare l'amministrazione del gruppo, prevede in particolare il diritto della capogruppo di dare istruzioni alle controllate, nonché il riconoscimento dell'interesse di gruppo. Per quanto concerne, invece, la tutela degli azionisti di minoranza, l'EMCA predispose una serie di strumenti specifici. In particolare, attribuisce ai soci della capogruppo il diritto di chiedere informazioni agli amministratori della propria società sulle vicende che coinvolgono anche le società controllate. Per i soci della eterodiretta, invece, il quadro è più complesso e include: il diritto degli azionisti di chiedere a un esperto una *“special investigation”* a livello della capogruppo sulle decisioni di quest'ultima che hanno prodotto degli effetti sulla eterodiretta; nonché il c.d. *right to sell-out*: *“se la capogruppo direttamente o indirettamente possiede più del 90% delle partecipazioni o dei diritti di voto della figlia, i soci di minoranza possono chiedere alla capogruppo di acquistare le proprie partecipazioni”*²⁰⁵.

Con riguardo al capitolo sui gruppi predisposto dall'EMCA, è stato affermato che: *“a European Group Law has to go further than mere guidelines; a proposal to the member States is insufficient to address the uncertainty in this area of law and therefore a legislative act is required at the European level. The EMCA will serve as important benchmark in developing the right path towards a unified and common Group Law. It is essential that such development takes place”*²⁰⁶.

²⁰³ *Ibidem.*

²⁰⁴ *Ibidem.*

²⁰⁵ U. TOMBARI, *La tutela dei soci nel gruppo di società*, cit., p. 122.

²⁰⁶ L. BECK, *op. cit.*, p. 262.

8.6. Operazioni intragruppo negli Stati membri

Come si dirà *infra*, le operazioni con parti correlate intragruppo presentano dei caratteri peculiari che suggeriscono di non assoggettarle sempre e comunque alla disciplina dedicata alle operazioni con parti correlate. Oltre all'ordinamento italiano, che verrà esaminato nel dettaglio, anche altri Stati Membri adottano delle soluzioni almeno parzialmente differenti per le operazioni con parti correlate intragruppo.

In Germania singolarmente non esiste una disciplina dedicata alle operazioni con parti correlate, ma queste vengono regolate ricorrendo a diverse aree del diritto, come il diritto dei gruppi di società. Per tale motivo, non esiste una disciplina sulle operazioni con parti correlate in generale, ma esiste una disciplina sulle operazioni con parti correlate ingragruppo, la quale concerne, tuttavia, solo i gruppi "di fatto"²⁰⁷. Ai sensi del § 311 AktG la società controllante non può esercitare il suo potere di influenza per indurre la società controllata a compiere operazioni pregiudizievoli per i suoi interessi, con un'unica eccezione nel caso in cui sia indennizzata entro la fine dell'anno fiscale e non oltre²⁰⁸. Se la controllante non rispetta tale previsione sarà considerata responsabile insieme ai suoi rappresentanti per i danni subiti dalla controllata. Ciononostante, non vi sarà responsabilità nel caso in cui l'amministratore diligente di una società indipendente, trovandosi all'interno dell'organo amministrativo della controllata, avrebbe compiuto quella operazione²⁰⁹. In aggiunta, per facilitare una revisione indipendente delle operazioni ingragruppo, l'organo amministrativo della controllante deve redigere un relazione annuale sulle operazioni intragruppo entro i primi tre mesi dell'anno fiscale, specificando la causa, nonché i costi di ciascuna operazione²¹⁰.

In Francia non esiste un regime sulle operazioni ingragruppo come in Germania, ma vi sono alcune disposizioni speciali che si applicano a questa specifica categoria. In

²⁰⁷ H. FLEISCHER, *Related-Party Transactions in German Stock Corporation Law*, cit.

²⁰⁸ *Ibidem*.

²⁰⁹ *Ibidem*.

²¹⁰ G. LEMME, *op. cit.*, p. 97; H. FLEISCHER, *Related-Party Transactions in German Stock Corporation Law*, cit.

particolare, il French Monetary and Financial Code (Article L. 511-73) ammette il *cash pooling* all'interno dei gruppi, che diversamente sarebbe proibito dal diritto bancario alle imprese diverse da quelle bancarie. In aggiunta, la riforma del diritto commerciale del 2014 (Article L. 225-39 of the Commercial code) ha introdotto una nuova esenzione per le operazioni con parti correlate concluse tra la capogruppo e una società interamente controllata (direttamente o indirettamente). Tale esenzione è stata motivata spiegando come in un simile caso non vi sia alcun rischio per gli azionisti, in quanto l'operazione si realizza completamente all'interno del gruppo²¹¹. Non ci sono altre disposizioni speciali che consentano di trattare le operazioni intragruppo in modo meno rigoroso, tuttavia, alla luce della *Rozenblum doctrine*, le società possono tenere in considerazione l'interesse di gruppo in tali operazioni²¹². L'ordinamento francese, dunque, come quello italiano (v. *infra*), prevede un regime meno stringente quando l'operazione con una parte correlata può essere qualificata come intragruppo, sulla base della considerazione che si tratta di operazioni molto frequenti, la cui revisione individuale sarebbe incompatibile con la stessa struttura del gruppo²¹³.

La differenza fondamentale tra i vari regimi sembra potersi individuare sul riconoscimento o meno agli amministratori della controllata della possibilità di ammettere operazioni che sono pregiudizievoli per la società ma che perseguono l'interesse di gruppo, senza dover compensare la controllata per il pregiudizio subito immediatamente o comunque entro un breve termine e per l'intero ammontare²¹⁴.

8.7. OPC intragruppo: impatto della mancata armonizzazione a livello europeo

²¹¹ P.-H. CONAC, *Related Party Transactions in French Company Law*, in *Corporate Finance and Capital Markets Law Review*, 2014.

²¹² *Ibidem*.

²¹³ L. ENRIQUES, *Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges*, cit., p. 26.

²¹⁴ THE INFORMAL COMPANY LAW EXPERT GROUP (ICLEG), *Report on the recognition of the interest of the group*, p. 22.

Il Rapporto dell'ICLEG del 2016 ha evidenziato come il mancato riconoscimento dell'interesse di gruppo a livello europeo abbia marcate ripercussioni sulle operazioni con parti correlate infragruppo transnazionali²¹⁵.

Innanzitutto, come già aveva evidenziato il *Reflection Group* nel 2011, uno dei più grandi vantaggi derivanti dal riconoscimento dell'interesse di gruppo è costituito dalla maggiore chiarezza per gli amministratori della controllata in riferimento alle operazioni intragruppo che questi possono porre in essere²¹⁶. In secondo luogo, un'armonizzazione a livello europeo agevolerebbe anche gli amministratori delle controllanti situate in Stati Membri che riconoscono l'interesse di gruppo, consentendo loro di compiere operazioni con le proprie controllate situate in altri Stati Membri senza dover analizzare se questi riconoscano o meno l'interesse di gruppo. Attualmente, infatti, il rischio è di incorrere in responsabilità, in quanto considerati come amministratori di fatto della controllata nell'ordinamento di quest'ultima²¹⁷. In terzo luogo, il riconoscimento dell'interesse di gruppo ridurrebbe considerevolmente i costi delle operazioni transfrontaliere, consentendo alle società di poter investire meno nell'analisi delle specifiche discipline dei singoli stati membri²¹⁸. I benefici sarebbero particolarmente consistenti per le piccole e medie imprese impegnate in attività transfrontaliere, poiché queste spesso non sono in grado di sostenere i costi di simili consulenze legali²¹⁹. In quarto luogo, un'armonizzazione a livello europeo agevolerebbe il finanziamento intragruppo, riducendo l'elevata dipendenza dal finanziamento bancario. D'altra parte, se vi è liquidità disponibile all'interno del gruppo, dovrebbe essere possibile per questo utilizzarla nei limiti in cui non pregiudica la solvibilità della società che concede il finanziamento²²⁰. In quinto luogo, verrebbero ridotte le incertezze legate a quelle

²¹⁵ *Ivi*, p. 29.

²¹⁶ *Reflection Group Report*, 2011, p. 60.

²¹⁷ THE INFORMAL COMPANY LAW EXPERT GROUP (ICLEG), *Report on the recognition of the interest of the group*, p. 29.

²¹⁸ CLUB DES JURISTES (CDJ), 'Towards Recognition of the Group Interest in the European Union?', giugno 2015, p. 19; *Reflection Group Report*, 2011, p. 61.

²¹⁹ *Reflection Group Report*, 2011, p. 60.

²²⁰ THE INFORMAL COMPANY LAW EXPERT GROUP (ICLEG), *Report on the recognition of the interest of the group*, p. 34-35.

particolari operazioni con parti correlate infragruppo che sono le operazioni di *cash pooling*²²¹ transfrontaliero. La tecnica del *cash pooling* è generalmente riconosciuta in diversi Stati membri, i quali, tuttavia, spesso non la disciplinano a livello legislativo, lasciando piuttosto alla giurisprudenza o agli interpreti il compito di individuarne i confini²²². Tuttavia, non sempre la giurisprudenza si è pronunciata sulla legittimità di tale tecnica e talvolta le pronunce delle corti non sono sufficienti a fornire un quadro certo della disciplina del servizio di tesoreria accentrata²²³. Tali incertezze, rendono rischioso e quindi difficoltoso un servizio di *cash pooling* transfrontaliero, nonostante le efficienze che potrebbero derivarne per i gruppi multinazionali. In aggiunta, è emerso come i Paesi membri che riconoscono l'interesse di gruppo siano maggiormente flessibili nell'ammettere la validità degli accordi di *cash pooling*. Viceversa, in altri Stati membri sussistono dei rischi legati alla stipulazione di tali accordi, i quali vengono talvolta considerati strumentali alla distribuzione di utili occulti. Questo è quanto avviene, per esempio, in Austria e Germania. Le società appartenenti alla federazione austriaca delle imprese industriali hanno denunciato le serie difficoltà che il mancato riconoscimento dell'interesse di gruppo crea per il funzionamento del *cash pooling cross boarder*, in quanto gli amministratori delle controllate austriache rischiano che il *cash pooling* sia

²²¹ Sulla nozione di *cashpooling*: M. MIOLA, *Tesoreria accentrata nei gruppi di società e capitale sociale*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi in onore di Giovanni E. Colombo*, Giappichelli, 2011 p. 36 ss.; A. DACCÒ, *L'accentramento della tesoreria nei gruppi di società*, Giuffrè, 2002; L. ARDIZZONE, *I contratti di «cash pooling» infragruppo*, in G. Gitti-M. Maugeri-M. Notari (a cura di), *I contratti per l'impresa, II, Banca, mercati, società*, Bologna, 2012, p. 369 ss.; L. ARDIZZONE-A. DACCÒ-A. MUSURACA, *Gruppi societari, responsabilità e cash pooling come possibile strumento di abuso di dominio alla luce della novella tedesca Moming*, in *Il nuovo diritto delle Società*, 2010.

²²² Per la Francia si veda THE INFORMAL COMPANY LAW EXPERT GROUP (ICLEG), *Report on the recognition of the interest of the group*; nonché OECD, *op. cit.*, p. 68. In Germania si veda J. HERBST, *Management Buy-Out, Cash Pooling, Up-Stream Loans and Guarantees in German Group Companies: Old Concepts – New Developments*, in *German Law Journal*, 2004. Con riguardo alla Spagna si veda M. F. NAHARRO, *El contrato de “cash pooling”*, in *Revista de derecho mercantil*, n. 231, 2014, pp. 233-266 la quale spiega come il *cash pooling* non sia riconosciuto a livello legislativo o giurisprudenziale, ma solo dottrinale.

²²³ THE INFORMAL COMPANY LAW EXPERT GROUP (ICLEG), *Report on the recognition of the interest of the group*, p. 36.

considerato come distribuzione occulta di riserve alla loro controllante situata in altro Stato membro²²⁴.

A supporto di tali considerazioni sulle criticità derivanti dalla mancanza di una disciplina armonizzata, il ICLEG menziona anche il caso Parmalat-Lactalis di cui si dirà *infra*, poiché, come già aveva notato il Club des Juristes²²⁵, dimostrerebbe che anche nei Paesi che riconoscono l'interesse di gruppo, come l'Italia e la Francia, “*legal uncertainty remains because of the lack of harmonisation at European level*”²²⁶. Senza un intervento del legislatore europeo, infatti, la nozione di interesse di gruppo sarebbe stata intesa diversamente tra Italia e Francia²²⁷.

8.8. OPC intragruppo: proposte di disciplina a livello europeo

Con riguardo alla disciplina a livello europeo delle operazioni con parti correlate intragruppo, sembra che, se considerati isolatamente, né il riconoscimento dell'interesse di gruppo né l'art. 9 *quater* della SRD II possano consentire una regolamentazione efficiente.

Da un lato, il riconoscimento dell'interesse di gruppo che conduce all'applicazione della *Rozenblum doctrine* per le operazioni abusive, può costituire un rimedio efficace, ma lascia un eccessivo margine di discrezionalità sia alla controllante sia alla controllata, non essendoci limiti quantitativi o qualitativi che specifichino fino a che punto è lecito che la controllata subisca un pregiudizio in favore dell'interesse di gruppo, né è fissato un termine entro cui i legittimati attivi possano agire per ottenere

²²⁴ THE INFORMAL COMPANY LAW EXPERT GROUP (ICLEG), *Report on the recognition of the interest of the group*, p. 36.

²²⁵ Cfr. CLUB DES JURISTES (CDJ), *'Towards Recognition of the Group Interest in the European Union?'*, giugno 2015, p. 31 secondo il quale “*This case was the starting point for the report as it was considered to be an example of the problems in the cross-border management of groups that needed to be addressed*”.

²²⁶ *Ivi*, p. 20.

²²⁷ THE INFORMAL COMPANY LAW EXPERT GROUP (ICLEG), *Report on the recognition of the interest of the group*, p. 31.

il risarcimento del danno. In tale modo la protezione per gli azionisti di minoranza risulta debole²²⁸.

Dall'altro, la disciplina per le operazioni con parti correlate introdotta dalla SRD II, è troppo rigida per le operazioni intragruppo (non a caso l'art. 9 *quater* prevede un'esenzione).

Per tali ragioni, da più parti è stata suggerita la previsione di una disciplina *ad hoc* per le operazioni intragruppo. Questa da una parte dovrebbe estendere a tali operazioni il regime delle operazioni con parti correlate e anzi dovrebbe rafforzarlo quando le operazioni intragruppo sono particolarmente rischiose; dall'altra dovrebbe garantire una maggiore flessibilità e una disciplina semplificata per le operazioni che sono di *routine* all'interno di un gruppo e non presentano particolari pericoli (come, ad esempio, il *cash pooling*), nonché per le operazioni tra una società quotata e una società da questa interamente controllata²²⁹. Anche il ECLC ha raccomandato alla Commissione (prima dell'adozione della versione definitiva della SRD II) di continuare a sviluppare il proprio lavoro sulle operazioni con parti correlate e di sviluppare un regime espressamente dedicato alle operazioni intragruppo. In particolare si suggerisce l'adozione dei seguenti principi a livello europeo: la possibilità di tenere in considerazione l'interesse di gruppo nel compimento di operazioni con parti correlate intragruppo; l'applicazione a tali operazioni di un regime che protegga l'interesse degli azionisti di minoranza e dei creditori della controllata; la previsione di adeguate misure rimediali. Tali principi dovrebbero trovare applicazione alle società quotate e non quotate, ma dovrebbero essere previste delle soglie che evitino di applicare il regime alle operazioni non significative o alle *day-to-transactions*²³⁰.

Alla luce della adozione della SRD II, la quale rispetto alla Proposta ha ampliato la possibilità di esentare dalla disciplina delle operazioni con parti correlate le operazioni intragruppo, non è forse più necessario introdurre per queste ultime un regime *ad hoc*, a condizione, però, che venga riconosciuto l'interesse di gruppo a

²²⁸ *Ivi*, p. 36.

²²⁹ P.-H. CONAC, *Director's Duties in Groups of Companies – Legalizing the Interest of the Group at the European Level*, cit.

²³⁰ EUROPEAN COMPANY LAW EXPERTS, *A proposal for reforming group law in the European Union – Comparative Observations on the way forward*, 2016.

livello europeo e vengano introdotte delle misure a tutela dei soci di minoranza e dei creditori all'interno dei gruppi di società. Questa, peraltro, sembra essere la direzione che si sta seguendo anche a livello internazionale. I “*Corporate Governance Principles for Banks*” (redatti dal Basel Committee on Banking Supervision, “BCBS” dell’8 luglio 2015), che, tra l’altro, mirano ad aumentare la flessibilità dell’amministrazione dei gruppi transfrontalieri, ritengono che i conflitti di interesse che possono caratterizzare le operazioni intragruppo debbano essere risolti attraverso una “*appropriate recognition of the interest of the group*”²³¹. Infine, come per le operazioni con parti correlate, anche per l’efficacia della disciplina delle operazioni intragruppo è necessario che vi siano giudici con la giusta esperienza e il giusto *expertise* per valutare tali operazioni²³².

8.9. Cash pooling: proposte di disciplina a livello europeo

Con riguardo a quella speciale tipologia di operazioni intragruppo costituita dalle operazioni di *cash pooling*, dagli esiti della Consultazione sul futuro del diritto societario europeo è emerso un largo consenso sull’introduzione di una disciplina *ad hoc*²³³. Il Ministro della Giustizia della Danimarca ha rilevato come: “*practitioners have identified a need to have clearer and harmonised rules on a small number of specific issues such as cash pooling and loans within an international group*”²³⁴.

Anche in dottrina sono state evidenziate le criticità che possono emergere con gli accordi di tesoreria accentrata in caso di mancata armonizzazione della disciplina: “*Intra-group cash pooling arrangements or the provision of financial intra- group guarantees (upstream or downstream) which may not be perceived by some as equally beneficial to the group and a subsidiary are examples where the group*

²³¹ BCBS, *Guidelines: Corporate Governance Principles for Banks*, 2015, par. 96.

²³² R. J. GILSON, *A model Company Act and a Model Company Court*, in *ECFR*, 2016, pp. 351-362.

²³³ *Question 19. Feedback Statement, Summary of Responses to the Public Consultation on The Future of European Company Law*, July 2012. http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2012/companylaw/feedback_statement_en.pdf.

²³⁴ THE INFORMAL COMPANY LAW EXPERT GROUP (ICLEG), *Report on the recognition of the interest of the group*, p. 10.

*management view (top-down) and the subsidiary's legal entity (bottom-up) view may diverge. Also, divergences may arise with regard to the role of subsidiary boards if the strategic direction is imposed on the subsidiary by the group management without or with little consideration of the subsidiary's concerns. For example, if a new CEO is being selected for a local subsidiary, the local board – and possibly also the local regulator – may favor the appointment of a local candidate familiar with local market practices and particularities while the group prefers a different candidate from the group's senior executives pool*²³⁵; ed è stata evidenziata l'utilità di un regime armonizzato per le operazioni di *cash pooling* transfrontaliero: “A typical transaction that, in some Member States, may be subject to criticism in the absence of recognition of a group interest doctrine is cash pooling or intra-groups loans, and an interest of group principle could provide more legal certainty in such cases. An EU intervention may be justified by the cross-border nature of many groups, although the EU rule would not have to be limited to cross-border groups and could be of assistance for groups in a particular Member State”. Cash-pooling is organized in a very systematic way in large cross-border groups. Therefore, an EU intervention would be very useful by creating legal certainty”²³⁶.

Il Rapporto sul riconoscimento dell'interesse di gruppo ha raccomandato alla Commissione di avviare una consultazione sulla possibilità di sviluppare un regime europeo sul *cash pooling* intragruppo²³⁷. Lo stesso rapporto ha individuato gli elementi sui quali potrebbe esservi un largo consenso tra gli Stati membri: la necessità della forma scritta per l'accordo di tesoreria accentrata; l'impossibilità di eseguire l'accordo se determina un rischio di insolvenza per la controllata; il diritto degli amministratori della controllata di avere accesso alle informazioni sulle altre società aderenti all'accordo al fine di valutare i rischi dello stesso; il diritto della

²³⁵ Y. HAUSMANN-E. BECHTOLD, *Corporate Governance of Groups in an Era of Regulatory Nationalism: A Focused Analysis of Financial Services Regulation*, in *ECFR*, 3/2015, p. 346.

²³⁶ P.-H. CONAC, *Director's Duties in Groups of Companies – Legalizing the Interest of the Group at the European Level*, cit., p. 210.

²³⁷ THE INFORMAL COMPANY LAW EXPERT GROUP (ICLEG), *Report on the recognition of the interest of the group*, p. 37: “Recommendation 2: The Commission should consult on whether to develop an EU wide regime on cash-pooling within groups and, if so, the basis on which this should be permitted”.

controllata di recedere dall'accordo qualora non reputasse la sua partecipazione conveniente²³⁸.

²³⁸ THE INFORMAL COMPANY LAW EXPERT GROUP (ICLEG), *Report on the recognition of the interest of the group*, p. 38.

CAPITOLO SECONDO

QUADRO REGOLATIVO E PROFILI DI *GOVERNANCE*

SEZIONE I: FATTISPECIE E QUADRO DEFINITORIO

1. Fonti della disciplina

La costruzione nel nostro ordinamento di una disciplina organica delle operazioni con parti correlate costituisce, nel suo insieme, un fenomeno recente e si è realizzata attraverso diverse tappe¹.

I primi interventi diretti a disciplinare le operazioni con parti correlate, infatti, sono intervenuti limitatamente a specifici profili. Con riguardo all'informativa al mercato, la Consob ha emanato l'art. 71-*bis* del Regolamento Emittenti (ora abrogato), che in attuazione dell'art. 114, comma 5 del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (t.u.f.) prevedeva, a carico delle società quotate, l'obbligo di informare il mercato circa le operazioni con soggetti correlati². Per quanto concerne l'informativa contabile, le operazioni con parti correlate sono da tempo disciplinate dagli *International Accounting Standards* (IAS) che regolano l'informazione su tali operazioni nell'ambito dei conti annuali e consolidati³. Infine, il profilo della correttezza procedurale e sostanziale delle operazioni con parti correlate era stato disciplinato dal

¹ M. MIOLA, *Le operazioni con parti correlate*, cit., p. 632.

² M. VENTORUZZO, *Commento sub art. 2391-bis*, in *Amministratori (artt. 2380-2396)*, in F. Ghezzi (a cura di), *Commentario Marchetti*, Milano, 2005, p. 503.

³ S. LOPATRIELLO-S. PROVIDENTI, *op. cit.*, p. 347. Più in dettaglio, il principio contabile IAS 24 fornisce precise regole di rilevazione in bilancio delle operazioni con parti correlate e la sua osservanza incide sulle modalità di accertamento e di specificazione della diligenza degli amministratori e della loro responsabilità. Cfr. M. MIOLA, *Le operazioni con parti correlate*, cit., p. 635.

Codice di autodisciplina delle società quotate in Borsa italiana s.p.a., quindi in sede autoregolamentare, con tutti i conseguenti limiti⁴.

L'eccessiva disorganicità della disciplina ha fatto emergere la necessità di una sua razionalizzazione. La svolta decisiva è avvenuta con l'introduzione, ad opera del decreto correttivo al testo di riforma delle società di capitali (d.lgs. 28 dicembre 2004, n. 310), dell'art. 2391-*bis* c.c.⁵, che ha recepito a livello legislativo l'esigenza emersa in ambito autoregolamentare di dettare regole di correttezza procedurale e sostanziale delle operazioni compiute dalle società aperte⁶. L'art. 2391-*bis* c.c., benché abbia tenuto conto di tutte le fonti sopra menzionate, considera le operazioni con parti correlate unicamente dalla prospettiva del governo societario, come dimostra la collocazione della norma tra gli articoli dedicati agli amministratori. Inoltre, per tale articolo il legislatore ha utilizzato una tecnica legislativa inusuale, prevedendo un'articolazione della disciplina su tre livelli. Il primo è quello della norma primaria dettata dallo stesso art. 2391-*bis* c.c., che si pone come norma di principio. Il secondo è rappresentato dalla fonte regolamentare promanante dalla Consob. Il terzo è costituito dall'autoregolamentazione dell'organo gestorio⁷. Infine, la disposizione assume dei concetti che non sono direttamente disciplinati dal codice civile, come quelli di "operazioni" e di "parti correlate"⁸.

⁴ Tra cui, in particolare, il carattere generico dell'autoregolamentazione, l'adeguamento limitato e spesso parziale da parte delle società, nonché la mancanza di un efficace sistema di *enforcement*. Cfr., sul punto, P. M. SANFILIPPO, *I codici di autodisciplina societaria: i nuovi profili di enforcement*, in V. Di Cataldo-P. M. Sanfilippo (a cura di), *Le fonti private del diritto commerciale*, Milano, 2008, p. 327 e ss.

⁵ Per i primi commenti all'articolo, si vedano: M. VENTORUZZO, *Commento sub art. 2391-bis*, cit., p. 501 e ss.; P. FERRO-LUZZI, *Le innovazioni alla disciplina societaria: obbligazioni e operazioni con parti correlate*, in *Bancaria*, 2004, p. 44 e ss.; A. POMELLI, *Commento all'art. 2391-bis del codice civile (Operazioni con parti correlate)*, in A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Commentario breve al Diritto delle Società*, Padova, 2005, p. 779 e ss.

⁶ La disciplina sulle operazioni tra parti correlate prevista dall'art. 2391-*bis*, quindi, non si applica solo alle quotate, come prevedeva il Codice di autodisciplina, ma anche alle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio.

⁷ S. LOPATRIELLO-S. PROVIDENTI, *op. cit.*, p. 347.

⁸ F. BONELLI, *Commento sub art. 2391 bis*, in G. Alpa-V. Mariconda (a cura di), *Codice civile commentato*, Milano, 2005, p. 581; C. SOTTORIVA, *Commento al d.lg. 28 dicembre 2004, n. 310*, in *Soc.*, 2005, p. 208.

Ai fini di dare esecuzione alla delega contenuta nell'art. 2391-*bis* la Consob ha pubblicato in data 9 aprile 2008 un documento di consultazione contenente la proposta di normativa regolamentare e, a seguito delle osservazioni delle associazioni di categoria, emittenti, professionisti e studiosi, ha pubblicato un nuovo documento di consultazione in data 3 agosto 2009⁹. Conclusa la seconda fase di consultazione, l'Autorità di vigilanza ha emanato il Regolamento n. 1721 del 12 marzo 2010 (il "Regolamento Consob") attuativo dell'art. 2391-*bis* c.c. e successivamente la Comunicazione esplicativa n. 10078683 del 24 settembre 2010 ("Comunicazione Parti Correlate"), con cui è stata fornita l'"interpretazione autentica" di alcune disposizioni del Regolamento, nonché chiarimenti utili ai fini dell'applicazione dello stesso¹⁰. Recentemente, il Regolamento Consob è stato modificato con le delibere n. 19925 del 22 marzo 2017¹¹ e n. 19974 del 27 aprile 2017¹². La delibera n. 19925 ha sostanzialmente sostituito i riferimenti all'articolo 114 del t.u.f., con l'art. 17 del regolamento (UE) n. 596/2014¹³. La delibera n. 19974 si è limitata a sopprimere nella rubrica all'art. 6 del Regolamento Consob le parole "ai sensi dell'articolo 114, comma 1, del Testo unico". Le modifiche, quindi, sono dirette a conformare la regolamentazione secondaria nazionale al regolamento europeo relativo agli abusi di mercato.

Si tratta di una regolamentazione piuttosto dettagliata, che risponde anche alle preferenze espresse in questo senso dagli operatori nel corso delle consultazioni¹⁴. Allo stesso tempo è una disciplina che lascia ampio spazio all'autonomia privata, con l'obiettivo di adattarsi alle specificità sia delle società sia delle singole operazioni¹⁵.

⁹ P. MONTALENTI-S. BALZOLA, *La società per azioni quotata*, Bologna, 2014, p. 110.

¹⁰ A. POMELLI, *Commento all'art. 2391-bis del codice civile (Operazioni con parti correlate)*, cit., p. 702.

¹¹ La delibera n. 19925 del 22 marzo 2017 è pubblicata nella G.U. n. 88 del 14 aprile 2017 e in CONSOB Bollettino quindicinale n. 4.1, aprile 2017.

¹² La delibera n. 19974 del 27 aprile 2017 è pubblicata nella G.U. n. 106 del 9 maggio 2017 e in CONSOB Bollettino quindicinale n. 4.2, aprile 2017.

¹³ Si tratta in particolare dell'articolo rubricato "Comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate".

¹⁴ S. LOPATRIELLO - S. PROVIDENTI, *op. cit.*, p. 350.

¹⁵ Ad esempio, innanzitutto, all'autonomia privata del consiglio di amministrazione viene demandato il compito di stabilire le procedure che assicurino trasparenza e correttezza nella gestione delle

2. Parti correlate

L'individuazione delle controparti dell'emittente che possono qualificarsi come "parti correlate", costituisce un profilo fondamentale della fattispecie¹⁶. La nozione di "parti correlate", come anticipato, non è determinata dalla legge, bensì dal Regolamento Consob, il quale a sua volta ha operato un recepimento materiale della definizione contenuta nel principio contabile internazionale IAS 24 ("Informativa di bilancio sulle operazioni con parti correlate")¹⁷. La Consob nella prima bozza di regolamento non aveva neppure fornito una definizione di parti correlate, rimandando espressamente alla nozione contenuta nel principio contabile IAS 24. La scelta però era stata fortemente criticata, poiché in tal modo la disciplina delle operazioni con parti correlate sarebbe stata soggetta ai mutamenti, anche di natura meramente contabile, dello IAS 24¹⁸. L'Autorità di vigilanza ha, quindi, deciso di non operare un mero rinvio, ma di introdurre una propria definizione che riproduce sostanzialmente il contenuto dello IAS 24, nel testo adottato secondo la procedura di cui all'art. 6 del regolamento (CE) n. 1606/2002 e vigente alla data di entrata in vigore del Regolamento (si tratta della versione approvata con Regolamento CE 31 novembre 2008, n. 1126¹⁹), ma apportandovi marginali adeguamenti al quadro normativo nazionale e introducendo alcune precisazioni (Comunicazione Parti Correlate, par. 1.1). A differenza della scelta finale effettuata dalla Consob, sembra che la SRD II abbia optato per un mero rinvio alla definizione contenuta nello IAS 24. Difatti, la direttiva, all'art. 2, lett. h) dispone che "<parte correlata>: ha lo stesso

operazioni con parti correlate (art. 4) e in particolare di individuare la categoria delle operazioni di maggior rilevanza (art. 4, comma 1, lett. a). Inoltre, viene rimessa all'autonomia statutaria l'individuazione delle operazioni di importo esiguo (art. 13), che possono essere facoltativamente escluse dall'applicazione della disciplina regolamentare.

¹⁶ M. MIOLA, *Le operazioni con parti correlate*, cit., p. 641.

¹⁷ Cfr. P. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate*, in *Giur. comm.*, 2011, p. 319 ss.

¹⁸ Cfr. G. LIACE, *Le operazioni con parti correlate*, Milano, 2016, p. 9.

¹⁹ A. POMELLI, *Commento all'art. 2391-bis del codice civile (Operazioni con parti correlate)*, cit., p. 703.

significato che nei principi contabili internazionali adottati a norma del regolamento (CE) n. 1606/2002 del Parlamento europeo e del Consiglio”.

Segnatamente, secondo il regolamento Consob, Allegato 1, art. 1: “*Un soggetto è parte correlata a una società se: (a) direttamente, o indirettamente, anche attraverso società controllate, fiduciari o interposte persone: (i) controlla la società, ne è controllato, o è sottoposto a comune controllo; (ii) detiene una partecipazione nella società tale da poter esercitare un’influenza notevole su quest’ultima; (iii) esercita il controllo sulla società congiuntamente con altri soggetti; (b) è una società collegata della società; (c) è una joint venture in cui la società è una partecipante; (d) è uno dei dirigenti con responsabilità strategiche della società o della sua controllante; (e) è uno stretto familiare di uno dei soggetti di cui alle lettere (a) o (d); (f) è un’entità nella quale uno dei soggetti di cui alle lettere (d) o (e) esercita il controllo, il controllo congiunto o l’influenza notevole o detiene, direttamente o indirettamente, una quota significativa, comunque non inferiore al 20%, dei diritti di voto; (g) è un fondo pensionistico complementare, collettivo od individuale, italiano od estero, costituito a favore dei dipendenti della società, o di una qualsiasi altra entità ad essa correlata*”. All’evidenza, per definire la nozione di parte correlata il Regolamento Consob ha utilizzato criteri generali, con la conseguenza che l’applicazione concreta di tali criteri è poi rimessa alle società, le quali valutano in relazione alle specifiche circostanze del caso se un soggetto possa essere considerato come loro “parte correlata” (Comunicazione Parti Correlate, par. 1.2). Al contempo, l’Allegato 1, all’art. 2 contiene delle definizioni di “controllo”, “controllo congiunto”, “influenza notevole”, “stretti familiari”²⁰, “dirigenti con responsabilità strategiche”²¹, “società

²⁰ Sono considerati stretti familiari di un soggetto quei familiari che ci si attende possano influenzare il, o essere influenzati dal, soggetto interessato nei loro rapporti con la società, come ad esempio il coniuge non legalmente separato e il convivente, ovvero i figli e le persone a carico del soggetto, del coniuge non legalmente separato o del convivente.

²¹ I dirigenti con responsabilità strategiche sono quei soggetti che hanno il potere e la responsabilità, direttamente o indirettamente, della pianificazione, della direzione e del controllo delle attività della società, compresi gli amministratori (esecutivi o meno) della società stessa, nonché i componenti effettivi degli organi di controllo (collegio sindacale e consiglio di sorveglianza). Cfr. CONSOB, *Comunicazione esplicativa n. 10078683 del 24 settembre 2010*, par. 1.4.

controllata”²², “società collegata”²³ e “*joint venture*”²⁴, che sono “funzionali” a quella di “parti correlate” (e a quella di “operazioni”).

Il controllo è definito come il potere di determinare le politiche finanziarie e gestionali di un’entità al fine di ottenere benefici dalle sue attività. Esso si presume esistente quando un soggetto possiede, direttamente o indirettamente attraverso le proprie controllate, più della metà dei diritti di voto di un’entità a meno che possa essere dimostrato che tale possesso non costituisce controllo. Il controllo esiste anche quando un soggetto, pur possedendo una quota minore dei diritti di voto, ha: il controllo di più della metà dei diritti di voto in virtù di un accordo con altri investitori; il potere di determinare le politiche finanziarie e gestionali dell’entità in forza di uno statuto o di un accordo²⁵; il potere di nominare o di rimuovere la maggioranza dei membri del consiglio di amministrazione o dell’equivalente organo di governo societario, se il controllo dell’entità è detenuto da quel consiglio o organo; il potere di esercitare la maggioranza dei diritti di voto nelle sedute del consiglio di amministrazione o dell’equivalente organo di governo societario, se il controllo dell’entità è detenuto da quel consiglio o organo²⁶. La definizione del Regolamento Consob, quindi, prevede ipotesi di controllo che prescindono dalle

²² Una società controllata è un’entità, anche senza personalità giuridica (come una società di persone), controllata da un’altra entità.

²³ Una società collegata è un’entità, anche senza personalità giuridica, come nel caso di una società di persone, in cui un socio esercita un’influenza notevole ma non il controllo, nemmeno congiunto.

²⁴ Una *joint venture* è un accordo contrattuale con il quale due o più parti intraprendono un’attività economica sottoposta a controllo congiunto.

²⁵ A. POMELLI, *Commento all’art. 2391-bis del codice civile (Operazioni con parti correlate)*, cit., p. 703 sottolinea come tale ipotesi sembri più circoscritta rispetto a quella di controllo contrattuale di cui all’art. 2359, comma 1, n. 2, c.c., che non pare implicare la necessità di determinare sia le politiche finanziarie sia quelle gestionali.

²⁶ L’Autorità di vigilanza ha chiarito come tale fattispecie si fonda su una presunzione in base alla quale il soggetto che ha designato la maggioranza dei consiglieri di amministrazione esercita la maggioranza dei voti nell’organo amministrativo. Ipotesi che si verifica sempre nei consigli che funzionano secondo il principio maggioritario, senza prevedere *quorum* rafforzati ovvero clausole di “*casting vote*”. Cfr. CONSOB, *Comunicazione n. 0106341 del 13 settembre 2017*, par. 2.2.3.

dinamiche assembleari di voto e che consistono invece nella possibilità di indirizzare, in via esclusiva e unilaterale, la gestione della società²⁷.

Il controllo congiunto è la condivisione stabilita contrattualmente del controllo su un'attività economica. Il controllo congiunto sembrerebbe rilevare solo quando espressamente menzionato, poiché dall'analisi delle disposizioni del Regolamento emerge come alcune disposizioni richiamino unicamente il controllo, mentre altre estendano il riferimento anche al controllo congiunto. In particolare, l'art. 1, Allegato 1, del Regolamento Consob – nel definire la nozione di parti correlate della società – alla lett. a), punto iii)²⁸ e alla lett. f)²⁹ fa riferimento al controllo congiunto, mentre alla lett. a), punto i)³⁰ si riferisce al solo controllo. Da ciò si dovrebbe ricavare che è parte correlata della società il soggetto che la controlla congiuntamente con altri soggetti; per contro, non è parte correlata il soggetto che è controllato dalla società congiuntamente con altri soggetti. Tuttavia, parte della dottrina, alla luce dell'art. 14, comma 2, Regolamento Consob, il quale consente di esentare dall'applicazione del Regolamento le operazioni compiute con o tra società controllate anche congiuntamente, ritiene che il soggetto controllato congiuntamente debba considerarsi parte correlata³¹.

L'influenza notevole è il potere di partecipare alla determinazione delle politiche finanziarie e gestionali di un'entità senza averne il controllo, che si può ottenere attraverso il possesso di azioni, tramite clausole statutarie o accordi. Essa si presume se un soggetto possiede, direttamente o indirettamente, il 20% o una quota maggiore dei diritti di voto. Per contro, se il soggetto possiede una quota inferiore, si presume

²⁷ Cfr. CONSOB, *Comunicazione n. 0106341 del 13 settembre 2017*, par. 2.2.2., laddove si precisa anche che “non sussiste alcuna incompatibilità tra la presenza nel consiglio di amministrazione di una maggioranza di amministratori indipendenti e l'esercizio del controllo medesimo su una società”.

²⁸ Un soggetto è parte correlata se “esercita il controllo sulla società congiuntamente con altri soggetti”.

²⁹ Un soggetto è parte correlata se “è un'entità nella quale uno dei soggetti di cui alle lettere (d) o (e) esercita il controllo, il controllo congiunto”.

³⁰ Un soggetto è parte correlata se “controlla la società, ne è controllato, o è sottoposto a comune controllo”.

³¹ A. POMELLI, *Commento all'art. 2391-bis del codice civile (Operazioni con parti correlate)*, cit., p. 704, il quale evidenzia che dall'art. 14, comma 2, si può desumere che se tali operazioni non fossero esentate, rientrerebbero tra quelle con parti correlate.

che non abbia un'influenza notevole, a meno che tale influenza non possa essere chiaramente dimostrata³². 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 notevole³³.

Il Regolamento Consob non specifica in quali casi uno o più aderenti a un patto parasociale debbano essere considerati parti correlate. La Comunicazione Parti Correlate chiarisce che, come avviene nel sistema dei principi contabili internazionali, la mera partecipazione a un patto non comporta di per sé che il pattista sia parte correlata dell'emittente. Tale qualificazione ricorrerà per il singolo pattista qualora, per le specifiche caratteristiche del patto, sia possibile riscontrare un controllo (individuale o congiunto) o un'influenza notevole sull'emittente³⁴. La Comunicazione Parti Correlate precisa che neppure la semplice partecipazione a un patto dal quale derivi in capo a uno o più soggetti il potere di esercitare il controllo o un'influenza notevole sulla società determini in capo a tutti i pattisti, per ciò solo, la qualità di parti correlate della società stessa. Occorre, infatti, valutare con riguardo al singolo soggetto la sussistenza del potere di esercitare il controllo (anche congiuntamente a uno o più degli altri pattisti) o l'influenza notevole, alla luce del

³² Sono considerati indizi che segnalano l'esistenza di un'influenza notevole: la rappresentanza nel consiglio di amministrazione, o nell'organo equivalente, della partecipata; la partecipazione nel processo decisionale, inclusa la partecipazione alle decisioni in merito ai dividendi o ad altro tipo di distribuzione degli utili; la presenza di operazioni rilevanti tra la partecipante e la partecipata; l'interscambio di personale dirigente; la messa a disposizione di informazioni tecniche essenziali.

³³ La Consob ha inoltre chiarito che è parte correlata il controllante di una società che eserciti influenza notevole sull'emittente quotato o diffuso, mentre non lo è il soggetto che esercita influenza notevole sulla società controllante l'emittente quotato o diffuso (Comunicazione Parti Correlate, par. 1.3). Allo stesso modo si ritengono parti correlate le società sulle quali le controllate dell'emittente quotato o diffuso esercitano un'influenza notevole, ma non le controllate di società soggette all'influenza notevole dell'emittente quotato o diffuso. Sono inoltre considerate parti correlate alla società quotata o diffusa le società su cui quest'ultima esercita un'influenza notevole. Cfr. CONSOB, *Comunicazione esplicativa n. 10078683 del 24 settembre 2010*, par. 1.3.

³⁴ In particolare, si dovrà aver riguardo, tra l'altro, all'entità delle partecipazioni (individuali e complessive) e alle clausole che regolano i rapporti tra soci, valutando il contenuto del patto, al di là del *nomen iuris* allo stesso attribuito dai paciscenti, anche alla luce delle prassi applicative dello stesso con riguardo alla determinazione delle politiche finanziarie e gestionali della società. Cfr. CONSOB, *Comunicazione esplicativa n. 10078683 del 24 settembre 2010*, par. 1.2.

potere di determinare (o di contribuire a determinare) le politiche finanziarie e gestionali della società o, rispettivamente, di partecipare alla loro determinazione. È, quindi, compito della società soggetta al patto parasociale individuare i paciscenti da considerare parti correlate, in quanto soggetti che esercitano il controllo ovvero un'influenza notevole sulla società per effetto del patto. Con la conseguenza che è possibile che nessuno degli aderenti a un patto parasociale, seppur rilevante ai sensi dell'art. 122 t.u.f. o 2341-*bis* c.c., venga considerato parte correlata³⁵. In dottrina si è affermato che, nonostante le precisazioni della Consob, i margini di incertezza per stabilire quando la partecipazione a un patto parasociale costituisca controllo congiunto ovvero influenza notevole sono ancora troppo ampi³⁶.

3. Operazioni

Fondamentale è anche definire il perimetro della nozione di operazione, poiché dalla sua maggiore o minore estensione discendono l'effettiva portata dell'istituto e la sua efficacia in ordine agli interessi che si intendono proteggere³⁷. D'altra parte, per il termine operazione non esiste un'univoca definizione giuridica³⁸.

Prima dell'emanazione del Regolamento Consob, gli interpreti si sono soffermati sulle differenze ravvisabili tra la nozione di "operazione" rilevante ai sensi dell'art. 2391-*bis* e quella contenuta nell'art. 2391. In particolare, è stata rilevata la maggior ampiezza della nozione di operazione *ex art. 2391-bis* rispetto a quella prevista dall'art. 2391³⁹. E difatti, la disciplina in materia di interessi degli amministratori ha la funzione di assicurare la correttezza del procedimento decisionale interno all'organo amministrativo in presenza di un portatore di un interesse extrasociale, mentre l'art. 2391-*bis* è finalizzato ad assicurare la trasparenza e la correttezza

³⁵ A. POMELLI, *Commento all'art. 2391-bis del codice civile (Operazioni con parti correlate)*, cit., p. 703.

³⁶ Cfr. P. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 2011, p. 319 ss.

³⁷ M. MIOLA, *Le operazioni con parti correlate*, cit., p. 648.

³⁸ Cfr. M. VENTORUZZO, *Commento sub art. 2391-bis*, cit., p. 525, secondo il quale anche la definizione fornita dai principi contabili internazionali è "sfuggente e dai contorni frastagliati".

³⁹ Cfr. *ibidem*; M. MIOLA, *Le operazioni con parti correlate*, cit., p. 648.

sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate. Altrimenti detto, l'art. 2391 è costruito intorno a operazioni che richiedono una deliberazione dell'organo amministrativo o quantomeno la decisione di uno dei suoi membri. La regolamentazione delle operazioni con parti correlate, per converso, pone l'accento sulle modalità di realizzazione delle stesse, a prescindere dal soggetto aziendale cui è attribuita la competenza a deliberarne il compimento⁴⁰. Di conseguenza, l'art. 2391 disciplina unicamente operazioni interne al consiglio di amministrazione o di sue singole componenti, rilevando quindi unicamente sulla sfera gestoria⁴¹; per contro, l'art. 2391-bis regola operazioni caratterizzate dall'intercorrere con parti correlate, indipendentemente da quale sia il soggetto chiamato a concluderle, che può essere tanto un amministratore, quanto un direttore generale, quanto un altro collaboratore

⁴⁰ Cfr. M. VENTORUZZO, *Commento sub art. 2391-bis*, cit., p. 525.

⁴¹ La dottrina è consolidata nel ritenere che: “*La disciplina in tema di interessi degli amministratori non ha nulla a che vedere con il contenuto dei poteri di rappresentanza*”. Così, testualmente, L. DELLA TOMMASINA, *Dissociazione fra gestione e rappresentanza nelle società per azioni e diritti dei terzi*, in *Rivista delle Società*, 2015, p. 657 ss. Ma si vedano anche, *ex multis*, M. CAMPOBASSO, *Il potere di rappresentanza degli amministratori di società di capitali nella prospettiva dell'unità concettuale delle forme di rappresentanza negoziale ed organica*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*. Liber amicorum Antonio Piras, Torino, 2010, p. 483; V. CALANDRA BUONAURA, *Potere di gestione e potere di rappresentanza degli amministratori*, in G.E. Colombo-G.B. Portale (diretto da) *Trattato delle società per azioni*, Band 4: Amministratori - Direttore generale, Utet, Torino, 1991, p. 174; L. ENRIQUES, *Il conflitto d'interessi degli amministratori di società per azioni*, Milano, 2000, p. 435; F. GIORGIANNI, *Art. 2384*, in F. D'Alessandro (diretto da), *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, II, 2, Padova, 2011, p. 66. Chiara sul punto la giurisprudenza di legittimità. Così Cass., 13 febbraio 2013, n. 3501: “*in tema di società per azioni, quando il singolo amministratore ponga in essere, in mancanza di una delibera del consiglio di amministrazione, un atto con il terzo che rientri, invece, nella competenza di tale organo, l'incidenza del conflitto di interessi sulla validità del negozio deve essere regolata sulla base, non già dell'art. 2391 cod. civ. (il quale, riferendosi al conflitto che emerge in sede deliberativa, concerne l'esercizio del potere di gestione, in un momento, quindi, anteriore a quello in cui l'atto viene posto in essere, in nome della società, nei confronti del terzo), ma della disciplina generale di cui all'art. 1394 cod. civ., al riguardo, costituendo il divieto di agire in conflitto di interessi con la società rappresentata un limite derivante da una norma di legge, la sua rilevanza esterna non è subordinata ai presupposti stabiliti dall'art. 2384 cod. civ., comma 2, il cui ambito di applicazione è riferito alle limitazioni del potere di rappresentanza derivanti dall'atto costitutivo o dallo statuto, che abbiano, cioè, la propria, fonte (non nella, legge, ma) nell'autonomia privata*”. Conf. Cass., 26 gennaio 2006, n. 1525.

fornito del potere di rappresentanza⁴². Si tratta pertanto di operazioni che possono coinvolgere tanto il potere di gestione quanto quello di rappresentanza⁴³. Coerentemente, sono state ricondotte nell'ambito di applicazione dell'art. 2391-bis

⁴² M. MIOLA, *Le operazioni con parti correlate*, cit., p. 648.

⁴³ Addirittura è stato sostenuto che nell'ambito delle operazioni con parti correlate si potrebbe ravvisare un'eccezione al principio generale dell'autonomia del momento rappresentativo, anche in senso procedimentale, rispetto al momento gestorio. Cfr. in particolare L. DELLA TOMMASINA, *op. cit.*, p. 657 ss., nt. 64, secondo cui la delibera del consiglio di amministrazione sulle operazioni con parti correlate significative potrebbe tradursi "in un atto stricto sensu rappresentativo". Tuttavia, "trattandosi di competenza che la legge non consente di conferire al rappresentante, dunque estranea all'ambito del potere generale di rappresentanza organica, non sussistono gli estremi per l'applicazione del 2384 c.c.: con la conseguenza che, in mancanza della delibera collegiale, il negozio concluso dal rappresentante con la parte correlata sarebbe privo di effetti". Per le stesse ragioni, non sembra applicabile la regola di salvezza dei diritti dei terzi di cui all'art. 2384 nell'ipotesi di invalidità della delibera consiliare sull'operazione con parte correlata, ad esempio per mancata acquisizione del previo parere del comitato operazioni con parti correlate. In questo caso, infatti, nonostante l'impugnazione della delibera e il suo conseguente annullamento, il terzo fa salvo il diritto già acquistato ex art. 2388, comma 5, purché non venga dimostrata la sua malafede. In questo senso si veda anche P. ABBADESSA, *Assemblea e operazioni con parti correlate*, in V. Cariello (a cura di) *Le operazioni con parti correlate*, Giuffrè, Milano, 2011, pp. 27-28, secondo il quale nell'ipotesi in cui la proposta sia deliberata dall'organo amministrativo, omettendo l'acquisizione del parere degli amministratori indipendenti, la sanzione dell'annullabilità colpisce innanzi tutto la deliberazione collegiale dell'organo amministrativo (art. 2388, comma 3), mentre solo l'annullamento di questa travolge, se ne sia fatta richiesta dai soggetti legittimati, l'atto deliberativo finale dei soci. Cfr. anche A. POMELLI, *Commento all'art. 2391-bis del codice civile (Operazioni con parti correlate)*, cit., p. 725, che spiega come "relativamente alle operazioni di maggiore rilevanza, l'art. 8, 1° co., del Regolamento introduce un nuovo limite legale ai poteri di gestione e di rappresentanza degli amministratori. Per quanto concerne l'opponibilità ai terzi dell'inefficacia dell'operazione non validamente deliberata, occorrerà pertanto distinguere tra mancanza assoluta di una previa deliberazione del consiglio di amministrazione o, nel caso del parere negativo degli amministratori indipendenti, della preventiva autorizzazione dell'assemblea, da un lato, e invalidità della previa deliberazione del consiglio di amministrazione (perché ad es. emessa senza preventivo parere degli amministratori indipendenti o in presenza di un parere non validamente espresso) o della delibera di autorizzazione dell'assemblea dall'altro. Nel primo caso, l'inefficacia dell'atto sarà opponibile ad ogni terzo. Nel secondo caso, l'inefficacia dell'atto sarà opponibile ai soli terzi in mala fede".

anche le operazioni di competenza del *management* e non del consiglio di amministrazione, le quali non sono invece contemplate dall'art. 2391⁴⁴.

Il Regolamento Consob è intervenuto a chiarire la portata dell'espressione "operazione", fornendone una definizione ampia, coerentemente con l'interpretazione dottrinale formatasi intorno all'art. 2391-*bis*. Viceversa, si segnala che la SRD II non contiene una definizione di "operazione".

Ai sensi del Regolamento Consob, Allegato 1, art. 1: "*Per 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*". Dal Regolamento emerge anzitutto che le operazioni con parti correlate possono essere indifferentemente operazioni di natura industriale, commerciale, finanziaria o societaria⁴⁵.

In secondo luogo, con riguardo a fusioni e scissioni si evince che sono soggette alla disciplina: tutte le fusioni che coinvolgono la società quotata e una parte correlata; solo le operazioni di scissione per incorporazione con una parte correlata (ossia le operazioni con le quali la quotata, ad esempio, scinde parte del suo patrimonio a beneficio della controllante o viceversa) ovvero le operazioni di scissione in senso stretto non proporzionale (ossia le operazioni nelle quali il patrimonio della quotata viene scisso, ad esempio, in più società con assegnazione non proporzionale delle azioni ai suoi soci)⁴⁶. Si ritiene, invece, che l'offerta pubblica di acquisto promossa dall'azionista di controllo o da altra parte correlata non sia assoggettata all'art. 2391-*bis* e al Regolamento Consob, poiché si tratta di una transazione di mercato che non coinvolge in modo diretto il patrimonio della società e non richiede una

⁴⁴ Cfr. M. VENTORUZZO, *Commento sub art. 2391-bis*, cit., p. 526.

⁴⁵ A. POMELLI, *Commento all'art. 2391-bis del codice civile (Operazioni con parti correlate)*, cit., p. 704.

⁴⁶ Cfr. CONSOB, *Comunicazione esplicativa n. 10078683 del 24 settembre 2010*, par. 1.6.

manifestazione di volontà da parte dei suoi organi, ma coinvolge la base azionaria della società e il patrimonio dei suoi azionisti⁴⁷. L'offerta diviene, di contro, un'operazione con parte correlata quando è contrattualmente concordata tra offerente e società *target* per la realizzazione di un'operazione di fusione o di un'operazione di scissione⁴⁸. Si esclude la natura di operazione con parte correlata anche in relazione all'offerta totalitaria promossa dall'azionista di controllo o da altra parte correlata finalizzata al *delisting* della società, nonostante una simile offerta possa dar luogo a condotte opportunistiche da parte dell'offerente nei confronti dei destinatari dell'offerta⁴⁹. Nella Comunicazione Parti correlate, la Consob ha inoltre precisato che solo gli aumenti di capitale con esclusione del diritto di opzione a favore di una parte correlata sono considerati operazioni con parti correlate. Per converso, sono esclusi quelli in opzione, poiché rivolti, a parità di condizioni, sia alle eventuali parti correlate titolari di strumenti finanziari sia a tutti gli altri titolari di tali strumenti (Comunicazione Parti Correlate, par. 1.6).

Infine sono considerate operazioni con parti correlate le decisioni relative all'assegnazione di remunerazioni e benefici economici, sotto qualsiasi forma, ai componenti degli organi di amministrazione e controllo e ai dirigenti con responsabilità strategiche⁵⁰.

Il regolamento Consob chiarisce in ogni caso che: “*Nell'esame di ciascun rapporto con parti correlate l'attenzione deve essere rivolta alla sostanza del rapporto e non semplicemente alla sua forma giuridica*” (Regolamento Consob, Allegato 1, art. 3.1). Ciò significa che nell'individuazione delle operazioni con parti correlate non ci si può limitare a quelle che abbiano come controparte diretta la parte correlata, ma è necessario considerare anche le operazioni compiute dalla società con soggetti terzi

⁴⁷ Cfr. G. LIACE, *op. cit.*, p. 7.

⁴⁸ Cfr. *ivi*, p. 7, nt. 20.

⁴⁹ A. POMELLI, “*Delisting*” di società quotate tra interesse dell'azionista di controllo e tutela degli azionisti di minoranza, in *Riv. soc.*, 2009, p. 407 e ss.

⁵⁰ Sul punto, la Comunicazione Parti Correlate precisa che la remunerazione assegnata a ciascun componente o dirigente costituisce un'autonoma operazione con parte correlata, da considerare singolarmente ai fini della selezione delle norme procedurali applicabili (Comunicazione Parti Correlate, par. 2.2). Cfr. CONSOB, *Comunicazione esplicativa n. 10078683 del 24 settembre 2010*, par. 2.2.

che comportino l'impiego o l'impegno di risorse dell'emittente, nonostante il beneficio economico immediato appaia di pertinenza esclusiva o prevalente della parte correlata⁵¹. Un esempio è costituito dal contratto di garanzia stipulato tra la società controllante aperta e un soggetto terzo (privo di qualsiasi legame con la controllante) creditore di una società controllata dalla prima, al fine di garantirne l'adempimento⁵². In forza del principio della rilevanza degli effetti economici delle operazioni compiute con il coinvolgimento delle parti correlate, si ritengono incluse nella nozione anche operazioni in cui la parte correlata non è controparte in un rapporto di scambio, ma parte, insieme alla società, di un rapporto plurilaterale in cui alla parte correlata è concesso (in diritto o in fatto) di assumere determinazioni nei confronti di terzi con ricadute economiche sulla società⁵³. Seguendo questo ragionamento, la Consob ha specificato che rientrano tra le operazioni con parti correlate anche i prestiti erogati da *pool* di banche a cui partecipino una parte correlata e una pluralità di altri soggetti non correlati, salvo che sia evidente il ruolo minoritario svolto all'interno del consorzio, in qualità di mero partecipante, dalla parte correlata. A tal fine, si deve avere riguardo all'influenza della parte correlata nell'assunzione delle decisioni riguardanti le condizioni economiche e giuridiche del finanziamento nonché alla quota dalla stessa erogata sul totale del prestito. Ne discende che sono sempre soggette al Regolamento le operazioni di finanziamento nelle quali la parte correlata svolga, da sola o insieme ad altre banche, il ruolo di *arranger* o capofila (Comunicazione Parti Correlate, par. 1.7). Si evidenzia, tuttavia, che il richiamo da parte della Consob al principio del *substance over the form* come canone di interpretazione delle definizioni è stato fortemente criticato da parte della dottrina, poiché fonte potenziale di incertezze⁵⁴.

⁵¹ A. POMELLI, *Commento all'art. 2391-bis del codice civile (Operazioni con parti correlate)*, cit., p. 705.

⁵² Cfr. M. VENTORUZZO, *Commento sub art. 2391-bis*, cit., p. 526.

⁵³ A. POMELLI, *Commento all'art. 2391-bis del codice civile (Operazioni con parti correlate)*, cit., p. 705.

⁵⁴ Si tratta in particolare di P. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 2011, p. 319 ss., il quale reputa che tale principio “*mutuato dal ben diverso contesto delle regole contabili internazionali*” abbia “*una potenzialità eversiva della struttura sistematica dell'ordinamento*”

4. Operazioni di maggiore rilevanza

Il Regolamento Consob distingue le operazioni con parti correlate in due categorie, operazioni di maggiore e di minore rilevanza, affidando all'organo amministrativo la loro identificazione e le procedure relative alla loro deliberazione⁵⁵. L'Allegato 3 al Regolamento fornisce come criterio per l'identificazione della maggiore rilevanza il superamento della soglia del 5% di almeno uno dei tre indici individuati.

Il primo è l'indice di rilevanza del controvalore, dato dal rapporto tra il controvalore dell'operazione e il patrimonio netto tratto dal più recente stato patrimoniale pubblicato dalla società ovvero, per le società quotate, se maggiore, tra il medesimo controvalore e la capitalizzazione della società. Il Regolamento precisa le tecniche di determinazione del controvalore nelle ipotesi di componenti in contanti (l'ammontare pagato), di strumenti finanziari (il *fair value*), di erogazione di garanzie (l'importo massimo erogabile)⁵⁶.

Il secondo è l'indice di rilevanza dell'attivo, costituito dal rapporto tra il totale dell'attivo dell'entità oggetto dell'operazione e il totale attivo della società che compie l'operazione. L'allegato specifica le variazioni dell'indice in questione quando l'operazione consiste in acquisizione o cessione di partecipazioni in società che non hanno effetti sull'area di consolidamento (nel primo caso controvalore maggiorato delle passività acquisite; nel secondo corrispettivo dell'attività ceduta), ovvero in altra operazione di acquisizione di altre attività (maggior valore tra il corrispettivo e il valore contabile) o di cessione (valore contabile dell'attività)⁵⁷.

Il terzo è l'indice di rilevanza delle passività, dato dal rapporto tra il totale delle passività dell'entità acquisita e il totale attivo della società. Il terzo indice è all'evidenza in relazione con le operazioni di fusione societaria ovvero di

societario, in cui il superamento della <forma> (...) deve essere effettuato in modo estremamente controllato”.

⁵⁵ V. SALAFIA, *Le operazioni con parti correlate*, in *Le Società*, 2010, p. 737.

⁵⁶ Cfr. P. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 2011, p. 319 ss.

⁵⁷ Cfr. *ibidem*.

acquisizione o cessione di rami d'azienda⁵⁸. I dati da utilizzare devono essere tratti dal più recente stato patrimoniale pubblicato dalla società e, ove possibile, analoghi dati devono essere utilizzati per la determinazione del totale delle passività della società o del ramo di azienda acquisiti.

Gli indici individuati dalla Consob per identificare le operazioni con parti correlate sembrano coerenti con le indicazioni fornite nella SRD II in base alla quale gli Stati membri “stabiliscono uno o più indici quantitativi legati all'impatto dell'operazione sulla situazione finanziaria, sui profitti, sugli attivi, sulla capitalizzazione, incluso il capitale, o sul fatturato della società ovvero tengono conto della natura dell'operazione e della posizione della parte correlata”.

Se l'operazione è effettuata con la controllante quotata, la soglia il cui superamento assegna l'operazione fra quelle rilevanti è del 2,5%. Il motivo è che la separazione tra proprietà e controllo è strutturalmente più elevata nelle società quotate controllate da altre quotate, con conseguenti maggiori rischi di estrazione di benefici privati del controllo a vantaggio di queste ultime (Comunicazione Parti Correlate, par. 2.1).

Il regolamento rimette alla discrezionalità dell'organo amministrativo della società il potere di abbassare le soglie di maggior rilevanza per operazioni che possono incidere sull'autonomia gestionale della società, menzionando a titolo esemplificativo la cessione di attività immateriali quali marchi o brevetti. Per le operazioni aventi ad oggetto attività immateriali, infatti, il mero valore del corrispettivo potrebbe sottostimare l'effettiva rilevanza (Comunicazione Parti Correlate, par. 2.1).

Nel caso di superamento delle soglie di rilevanza per effetto del cumulo di più operazioni omogenee o compiute in esecuzione di un disegno unitario con una medesima parte correlata ovvero con soggetti a questa correlati, la società può chiedere alla Consob modalità alternative da seguire nel calcolo degli indici in presenza di specifiche circostanze.

Le operazioni di maggiore rilevanza devono essere riservate alla competenza del consiglio di amministrazione (Regolamento Consob, art. 8, comma 1, lett. a), il quale decide previo motivato parere favorevole di un comitato composto da amministratori indipendenti non correlati (Regolamento Consob, art. 8, comma 1, lett. c), che

⁵⁸ V. SALAFIA, *op. cit.*, p. 737.

devono essere coinvolti nella fase delle trattative e nella fase istruttoria attraverso la ricezione di un flusso informativo completo e tempestivo (Regolamento Consob, art. 8, comma 1, lett. b).

Il parere del comitato deve avere per oggetto l'interesse della società al compimento dell'operazione nonché la convenienza e la correttezza sostanziale delle relative condizioni.

In alternativa al parere l'operazione potrà essere deliberata secondo modalità tali da assicurare un ruolo determinante alla maggioranza degli amministratori indipendenti non correlati (Regolamento Consob, art. 8, comma 1, lett. c). Le procedure possono quindi prevedere che le operazioni siano approvate non dal comitato di amministratori indipendenti, il ricorso al quale è comunque richiesto durante la fase delle trattative e la fase istruttoria, ma direttamente dal consiglio di amministrazione con doppie maggioranze o quorum rafforzati che attribuiscono un ruolo determinante agli amministratori indipendenti (Comunicazione Parti Correlate, par. 16).

In caso di parere negativo del comitato, l'operazione può essere compiuta solo se nelle procedure e statutariamente è previsto che la decisione sia rimessa all'autorizzazione dell'assemblea, la quale, tuttavia, deve adottarla con il sistema del c.d. *whitewash*, ossia in assenza del voto contrario della maggioranza dei soci non correlati (Regolamento Consob, art. 8, comma 2).

Rispetto alla SRD II, che consente agli Stati membri di scegliere se l'approvazione delle operazioni rilevanti spetti all'assemblea, all'organo di controllo ovvero all'organo amministrativo, il Regolamento Consob ha optato per quest'ultimo organo. Inoltre, il parere del comitato di cui all'art. 8 del Regolamento Consob sembra assimilabile alla relazione che valuti la correttezza e la convenienza dell'operazione che gli Stati membri possono prevedere ai sensi dell'art. 9 *quater*, comma 3 della SRD II. Tale relazione, infatti, deve essere predisposta alternativamente: da un terzo indipendente, dall'organo amministrativo o di vigilanza della società, dal comitato per il controllo interno o altro comitato composto in maggioranza da amministratori indipendenti.

5. Operazioni di minore rilevanza, di importo esiguo, ordinarie e per determinate tipologie di società

Le operazioni di minor rilevanza sono definite dal Regolamento in negativo⁵⁹ come “le operazioni con parti correlate diverse dalle operazioni di maggiore rilevanza e dalle operazioni di importo esiguo eventualmente individuate ai sensi dell’articolo 13” (Regolamento Consob, art. 3, comma 1, lett. c). Esse sono sottoposte a un regime semplificato: il comitato è composto da amministratori non esecutivi e non correlati, in maggioranza indipendenti; tale comitato esprime un parere motivato ma non vincolante e, in caso di parere negativo, l’operazione può essere compiuta senza il ricorso all’assemblea ma tramite l’informativa trimestrale al mercato (Regolamento Consob, art. 7, comma 1, lett. a, f)⁶⁰; all’organo deliberante e al comitato devono essere fornite con congruo anticipo informazioni complete e adeguate, ma non è prevista la sua partecipazione alle trattative⁶¹.

All’art. 13, comma 2, il Regolamento prevede che le procedure possano individuare criteri per l’identificazione di operazioni di importo esiguo alle quali non applicare la disciplina delle operazioni con parti correlate. La disposizione sembra lasciare agli emittenti ampia autonomia nella definizione dei criteri per individuare le operazioni di importo esiguo⁶². La Comunicazione è intervenuta a precisare che la “soglia di esiguità” presuppone che le operazioni che non comportino *prima facie* alcun apprezzabile rischio per la tutela degli investitori, pur essendo concluse con una parte correlata (Comunicazione Parti Correlate, par. 19). Inoltre, le soglie dimensionali per le operazioni di importo esiguo dovrebbero essere preferibilmente stabilite con riferimento a valori assoluti anziché a grandezze di tipo percentuale. Indicazione che è stata criticata in dottrina perché se da un lato semplifica la riconoscibilità della soglia, dall’altro non si può prescindere dalle dimensioni dell’impresa, come peraltro si legge in realtà nella stessa Comunicazione (Comunicazione Parti Correlate, par.

⁵⁹ O. CAGNASSO, *Le operazioni con parti correlate di maggiore e minore rilevanza nel regolamento Consob del 12 marzo 2010*, in *Il Nuovo Diritto Societario*, 2010, p. 37.

⁶⁰ P. MONTALENTI - S. BALZOLA, *La società per azioni quotata*, cit., p. 113.

⁶¹ Cfr. P. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 2011, p. 319 ss.

⁶² Cfr. G. LIACE, *op. cit.*, p. 23.

19, nt. 23)⁶³. Si evidenzia in aggiunta che le procedure potrebbero anche individuare soglie di esiguità differenziate a seconda della tipologia dell'operazione o della categoria di parte correlata coinvolta. Si sottolinea, infine, che nell'ambito dell'attività di vigilanza degli organi di controllo delle società tenute all'applicazione del Regolamento, particolare attenzione deve essere prestata a possibili elusioni della disciplina dovute a frazionamenti di operazioni che consentano di beneficiare, nonostante il valore complessivo delle operazioni stesse, dell'esenzione relativa alla soglia di esiguità (Comunicazione Parti Correlate, par. 19).

Le operazioni ordinarie sono quelle che “*rientrano nell'ordinario esercizio dell'attività operativa e della connessa attività finanziaria*” (Regolamento Consob, art. 3.1, lett. d). Un'operazione, quindi, per essere ordinaria deve, in primo luogo, essere ascrivibile all'attività operativa o, alternativamente, all'attività finanziaria a questa connessa e, in secondo luogo, rientrare nell'esercizio “ordinario” dell'attività operativa o della connessa attività finanziaria (Comunicazione Parti Correlate, par. 3.1). Per “attività operativa” si intende l'insieme delle principali attività generatrici di ricavi della società e tutte le altre attività di gestione che non siano riconducibili alle altre due aree gestionali “di investimento” o “finanziarie” (Comunicazione Parti Correlate, par. 3.2). L'attività finanziaria (detta anche “attività di finanziamento”) connessa all'attività operativa, indica operazioni in astratto qualificabili come finanziarie, nella misura in cui queste siano accessorie allo svolgimento dell'attività operativa (Comunicazione Parti Correlate, par. 3.3). Il carattere “ordinario” delle operazioni rappresenta, invece, uno degli aspetti di maggior criticità. Si tratta, infatti, di un “*elemento vago e dai contorni indefiniti*”⁶⁴, che va verificato di volta in volta avendo riguardo all'attività sociale normalmente svolta, alla ricorrenza della tipologia di operazione intrapresa, alle sue dimensioni, ai termini e alle condizioni del corrispettivo e alla natura della controparte (Comunicazione Parti Correlate, par. 3.4).

L'art. 13.3, lett. c) del Regolamento consente alle procedure di escludere dall'applicazione della disciplina regolamentare le operazioni ordinarie che siano

⁶³ Cfr. P. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 2011, p. 319 ss.

⁶⁴ M. HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e operazioni con soggetti collegati*, in *Banca Borsa Titoli di credito*, 2014, I, p. 447 ss.

concluse a condizioni equivalenti a quelle di mercato o standard, per tali intendendosi “*condizioni analoghe a quelle usualmente praticate nei confronti di parti non correlate per operazioni di corrispondente natura, entità e rischio, ovvero basate su tariffe regolamentate o su prezzi imposti ovvero quelle praticate a soggetti con cui l'emittente sia obbligato per legge a contrarre a un determinato corrispettivo*” (Regolamento Consob, art. 3.1, lett. e). Tale categoria di esenzione risponde a un'esigenza “deflattiva” analoga a quella presente in materia di operazioni di importo esiguo⁶⁵. Tuttavia, mentre queste ultime non sono assoggettate alla disciplina regolamentare per il loro valore modesto, le seconde possono avere valori significativi⁶⁶. L'esenzione Consob per le operazioni ordinarie, infatti, prescinde dalla maggior o minor rilevanza di un'operazione, basandosi semplicemente sul suo carattere “ordinario”⁶⁷. Anche l'art. 9 *quater* della SRD II, al comma 5 esenta dall'applicazione della disciplina di approvazione e di informativa al pubblico le “operazioni concluse nell'ordinaria attività e a normali condizioni di mercato”. Tuttavia, la SRD II in aggiunta prevede che per le operazioni ordinarie così definite “l'organo di amministrazione o di vigilanza della società istituisce una procedura interna per valutare periodicamente il rispetto di tali condizioni. Le parti correlate non partecipano a tale valutazione”. Il Regolamento Consob non prevede una simile procedura, pertanto verrà ragionevolmente inserita una disposizione di questo tenore in sede di recepimento.

L'art. 10 del Regolamento concede un'attenuazione della disciplina per le società quotate di minori dimensioni⁶⁸, le società di recente quotazione⁶⁹ e le società con

⁶⁵ *Ibidem*.

⁶⁶ Cfr. G. LIACE, *op. cit.*, p. 23.

⁶⁷ M. HOUBEN, *op. cit.*, p. 447 ss.

⁶⁸ Ai sensi dell'art. 3, comma 1, lett. f) del Regolamento si tratta delle “*società per le quali né l'attivo dello stato patrimoniale né i ricavi, come risultanti dall'ultimo bilancio consolidato approvato, superino i 500 milioni di euro. Le società di minori dimensioni non possono più qualificarsi tali nel caso in cui per due esercizi consecutivi non soddisfino congiuntamente i predetti requisiti*”.

⁶⁹ Ai sensi dell'art. 3, comma 1, lett. g) del Regolamento si tratta delle “*e società con azioni quotate nel periodo compreso tra la data di inizio delle negoziazioni e la data di approvazione del bilancio relativo al secondo esercizio successivo a quello di quotazione. Non possono definirsi società di recente quotazione le società risultanti dalla fusione o dalla scissione di una o più società con azioni quotate che non siano a loro volta di recente quotazione*”.

azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante, salvo che si tratti di società quotate controllate, anche indirettamente, da una società italiana o estera con azioni quotate in mercati regolamentati. Tali società, infatti, ferma l'applicazione della disciplina sull'informazione al pubblico di cui all'art. 5 del Regolamento, possono sottoporre alle procedure previste per le operazioni di minore rilevanza anche le operazioni di maggiore rilevanza⁷⁰.

6. Informazione al pubblico sulle operazioni compiute

L'art. 5 del Regolamento regola il profilo dell'informazione al pubblico sulle operazioni con parti correlate⁷¹. Gli obblighi di informativa al pubblico sono stati previsti solo con riferimento alle operazioni di maggiore rilevanza, anche se realizzate per il tramite di società controllate italiane o estere. Tuttavia, vi sono tenute non solo le società quotate (come era previsto dall'art. 71-*bis* del Regolamento Emittenti ora abrogato), ma anche le società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante⁷².

In particolare, il Regolamento Consob, in occasione di operazioni di maggiore rilevanza, impone alle società di predisporre, ai sensi dell'articolo 17 del regolamento (UE) n. 3 596/2014, un documento informativo redatto in conformità all'Allegato 4. Tale documento deve essere messo a disposizione del pubblico entro sette giorni dall'approvazione dell'operazione da parte dell'organo amministrativo,

⁷⁰ La Consob è intervenuta per chiarire che nel contesto di una scissione di società quotata con contestuale ammissione alle negoziazioni delle azioni emesse da una società beneficiaria di nuova costituzione, la società beneficiaria, pur senza potersi avvalere dell'esenzione relativa alle società di recente quotazione, può da subito avvalersi dell'esenzione prevista per le "società di minori dimensioni", qualora i relativi requisiti dimensionali siano soddisfatti avuto riguardo, quanto all'attivo dello stato patrimoniale, agli elementi assegnati alla società beneficiaria secondo il progetto di scissione nonché, per quanto riguarda i ricavi, ai dati pro-forma contenuti nel prospetto di ammissione a quotazione. Quanto alla società scissa, la valutazione sul rispetto dei limiti dimensionali ha riguardo al primo bilancio redatto successivamente alla scissione. Cfr. CONSOB, *Comunicazione esplicativa n. 10078683 del 24 settembre 2010*, par. 4.1.

⁷¹ V. SALAFIA, *op. cit.*, p. 739.

⁷² S. LOPATRIELLO - S. PROVIDENTI, *op. cit.*, p. 351.

ovvero, nei casi di competenza o di autorizzazione assembleare, dall'approvazione della proposta da sottoporre all'assemblea (Regolamento Consob, art. 5, comma 3). È prevista la medesima informativa anche nell'ipotesi di operazioni cumulate, ovvero sia operazioni omogenee o realizzate in esecuzione di un disegno unitario⁷³. Le operazioni cumulate devono essere comunicate entro quindici giorni dall'operazione che ha determinato il superamento della soglia di rilevanza (Regolamento Consob, art. 5, commi 2 e 4). Entro i termini previsti dai commi 3 e 4, le società mettono a disposizione del pubblico anche gli eventuali pareri degli amministratori indipendenti (Regolamento Consob, art. 5, comma 5) e contestualmente alla diffusione al pubblico, trasmettono documenti e pareri alla Consob (Regolamento Consob, art. 5, comma 7).

L'allegato 4 al Regolamento individua nel dettaglio il contenuto dell'informativa. In particolare, in primo luogo occorre mettere in evidenza i rischi connessi ai potenziali conflitti di interesse derivanti dall'operazione con parte correlata. Dopodiché occorre descrivere caratteristiche, modalità, termini e condizioni dell'operazione. Si dovranno inoltre indicare: le parti correlate con cui l'operazione è stata posta in essere, specificando la natura della correlazione e la portata degli interessi di tali parti nell'operazione; motivazioni economiche e convenienza per la società dell'operazione; modalità di determinazione del corrispettivo dell'operazione e valutazioni circa la sua congruità rispetto ai valori di mercato di operazioni simili, fornendo oggettivi elementi di riscontro e nonché gli eventuali pareri di esperti indipendenti richiesti a supporto della congruità con la menzione di chi li ha commissionati e dei criteri di selezione utilizzati; se le parti correlate coinvolte nell'operazione siano componenti degli organi amministrazione o di controllo, nonché direttori generali o dirigenti della società e se i compensi di tali organi subiranno delle variazioni per effetto dell'esito dell'operazione. L'allegato 4 prevede numerose ulteriori informazioni, ma quelle elencate sono considerate le più rilevanti⁷⁴.

Gli obblighi informativi previsti dal Regolamento Consob sembrano compatibili con la disciplina della SRD II e anzi paiono più esaustivi. E difatti, l'art. 9 *quater*, comma

⁷³ Cfr. P. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 2011, p. 319 ss.

⁷⁴ V. SALAFIA, *op. cit.*, pp. 739-740.

2, si limita a richiedere che l'informativa contenga “quantomeno informazioni sulla natura del rapporto con la parte correlata, il nominativo della parte correlata, la data e il controvalore dell'operazione e altre informazioni necessarie per valutare la correttezza e la convenienza dell'operazione”.

7. Delibere-quadro

L'articolo 12 consente per determinate categorie di operazioni l'assunzione di delibere-quadro relative a serie di operazioni omogenee con determinate categorie di parti correlate. A tal fine, le procedure interne devono prevedere: a) regole conformi alle disposizioni degli articoli 7 e 8 e dei paragrafi 1 e 2 dell'Allegato 2, a seconda del prevedibile ammontare massimo delle operazioni oggetto della delibera, cumulativamente considerate; b) che le delibere-quadro non abbiano efficacia superiore a un anno e si riferiscano a operazioni sufficientemente determinate, riportando almeno il prevedibile ammontare massimo delle operazioni da realizzare nel periodo di riferimento e la motivazione delle condizioni previste; c) una completa informativa almeno trimestrale al consiglio di amministrazione sull'attuazione delle delibere-quadro. In occasione dell'approvazione di una delibera-quadro, le società devono pubblicare un documento informativo ai sensi dell'articolo 5 del Regolamento, qualora il prevedibile ammontare massimo delle operazioni oggetto della medesima delibera superi la soglia di rilevanza prevista dalle procedure interne. Le singole operazioni concluse in attuazione della delibera-quadro sono esonerate dall'applicazione degli articoli 7 e 8 e dei paragrafi 1 e 2 dell'Allegato 2. Le operazioni compiute in attuazione di una delibera-quadro oggetto di un documento informativo pubblicato ai sensi del comma 2 non sono computate ai fini del cumulo previsto nell'articolo 5, comma 2. Se le singole operazioni concluse in attuazione di una delibera-quadro non rientrano nel computo ai fini del cumulo *ex art. 5, comma 2*, si ritiene ragionevole che, per quanto il Regolamento non disponga espressamente in tal senso, una volta pubblicato il documento informativo preventivo relativo alla delibera-quadro, le società siano esonerate dal dover predisporre un ulteriore documento informativo in occasione del compimento delle singole operazioni

meramente attuative della delibera-quadro, anche qualora fossero, individualmente considerate, operazioni di maggiore rilevanza⁷⁵.

8. *Casi di esclusione*

Oltre alle operazioni ordinarie e di importo esiguo di cui si è detto *supra* e oltre alle operazioni intragruppo di cui si dirà *infra*, il Regolamento Consob prevede altre ipotesi di esclusione dall'applicazione della disciplina.

L'art. 13, comma 1 stabilisce che il Regolamento non si applica alle deliberazioni assembleari di cui all'articolo 2389, comma 1, c.c., relative ai compensi spettanti ai membri del consiglio di amministrazione e del comitato esecutivo, né alle deliberazioni in materia di remunerazione degli amministratori investiti di particolari cariche rientranti nell'importo complessivo preventivamente determinato dall'assemblea ai sensi dell'articolo 2389, comma 3, c.c. Il Regolamento non trova applicazione nemmeno per le deliberazioni assembleari di cui all'articolo 2402 c.c., relative ai compensi spettanti ai membri del collegio sindacale e del consiglio di sorveglianza, né per le deliberazioni assembleari relative ai compensi spettanti ai membri del consiglio di gestione eventualmente assunte ai sensi dell'articolo 2409-*terdecies*, comma 1, lett. c), c.c. Secondo la dottrina tali esclusioni sono giustificate non solo dal fatto che si tratta di ipotesi in cui vi è già un coinvolgimento dell'assemblea, ma anche dalla possibilità di applicare l'art. 2373 c.c. alle deliberazioni potenzialmente lesive assunte con il voto determinante del socio o dei soci che rivestano le cariche con riferimento alle quali si decide il compenso⁷⁶. Per le stesse ragioni è stato affermato che, sebbene il Regolamento non lo preveda, questo non dovrebbe applicarsi al caso, di cui è dubbia la legittimità, di attribuzione di particolari cariche agli amministratori direttamente da parte dell'assemblea in sede di nomina con contestuale fissazione del compenso. Per converso, il Regolamento troverà applicazione alle decisioni dell'organo amministrativo in merito alla

⁷⁵ A. POMELLI, *Commento all'art. 2391-bis del codice civile (Operazioni con parti correlate)*, cit., p. 719.

⁷⁶ *Ibidem*.

remunerazione degli amministratori investiti di particolari cariche *ex art.* 2389, comma 3, alle decisioni di determinazione del compenso dei componenti del consiglio di gestione adottate dal consiglio di sorveglianza *ex art.* 2409-*terdecies*, comma 1, lett. a), nonché alle decisioni di determinazione del compenso degli altri dirigenti con responsabilità strategiche⁷⁷.

Ai sensi dell'art. 13, comma 3, lett. a), le procedure possono escludere, in tutto o in parte, dall'applicazione del Regolamento, salva l'informativa nella relazione intermedia sulla gestione e nella relazione sulla gestione annuale di cui all'art. 5, comma 8, ove applicabile i piani di compensi basati su strumenti finanziari approvati dall'assemblea ai sensi dell'articolo 114-*bis* del t.u.f. e le relative operazioni esecutive.

Ex art. 13, comma 3, lett. b), può esserne esclusa l'applicazione alle deliberazioni, diverse da quelle indicate nel comma 1, in materia di remunerazione degli amministratori e consiglieri investiti di particolari cariche nonché degli altri dirigenti con responsabilità strategiche e le deliberazioni con cui il consiglio di sorveglianza determina il compenso dei consiglieri di gestione, a condizione che: i) la società abbia adottato una politica di remunerazione; ii) nella definizione della politica di remunerazione sia stato coinvolto un comitato costituito esclusivamente da amministratori o consiglieri non esecutivi in maggioranza indipendenti; iii) sia stata sottoposta all'approvazione o al voto consultivo dell'assemblea una relazione che illustri la politica di remunerazione; iv) la remunerazione assegnata sia coerente con tale politica.

L'art. 13, comma 4, precisa come il Regolamento non si applichi, fatta eccezione per l'art. 5, alle operazioni da realizzare sulla base di istruzioni con finalità di stabilità impartite da Autorità di vigilanza, ovvero sulla base di disposizioni emanate dalla capogruppo per l'esecuzione di istruzioni impartite da Autorità di vigilanza nell'interesse della stabilità del gruppo. Ai sensi dell'art. 13, comma 5, le disposizioni relative a pareri, esperti indipendenti, competenza decisionale del consiglio di amministrazione e dell'assemblea non si applicano a banche e altri istituti soggetti all'art. 136 del d.lgs. 1 settembre 1993, n. 385 (t.u.b.).

⁷⁷ *Ibidem.*

Nell'ambito delle disposizioni che regolano le facoltà di esclusione, si rinviene una previsione per le operazioni urgenti. L'art. 13, comma 6, prevede che nei casi in cui l'operazione non sia di competenza dell'assemblea e non debba essere da questa autorizzata, le procedure possono prevedere che in caso di urgenza, fermo quanto previsto dall'articolo 5, ove applicabile, le operazioni con parti correlate siano concluse in deroga a quanto disposto dagli articoli 7 e 8 nonché dall'Allegato 2. La facoltà deve essere prevista da una espressa clausola statutaria, che, secondo un orientamento dottrinale, non potrebbe ritenersi ricompresa nelle competenze delegate all'organo amministrativo ai sensi dell'art. 2365, comma 2, poiché modifica di natura facoltativa⁷⁸. La deroga è sottoposta alle seguenti condizioni: a) qualora l'operazione da compiere ricada nelle competenze di un consigliere delegato o del comitato esecutivo, il presidente del consiglio di amministrazione o di gestione sia informato delle ragioni di urgenza prima del compimento dell'operazione⁷⁹; b) tali operazioni siano successivamente oggetto, ferma la loro efficacia, di una deliberazione non vincolante della prima assemblea ordinaria utile; c) l'organo che convoca l'assemblea predisponga una relazione contenente un'adeguata motivazione delle ragioni dell'urgenza e l'organo di controllo riferisca all'assemblea le proprie valutazioni in merito alla sussistenza delle ragioni di urgenza; d) la relazione e le valutazioni di cui alla lettera c) siano messe a disposizione del pubblico almeno ventuno giorni prima di quello fissato per l'assemblea presso la sede sociale e con le modalità indicate nel Titolo II, Capo I, del regolamento emittenti. Tali documenti possono essere contenuti nel documento informativo di cui all'articolo 5, comma 1; e) entro il giorno successivo a quello dell'assemblea le società mettano a disposizione del pubblico con le modalità indicate nel Titolo II, Capo I, del regolamento emittenti le informazioni

⁷⁸ A. BUSANI, *Parti correlate: modifiche statutarie e nuove procedure decisionali*, in *Società*, 2010, p. 1106.

⁷⁹ La CONSOB, *Comunicazione esplicativa n. 10078683 del 24 settembre 2010*, par. 20 specifica che, nell'ipotesi in cui il presidente del consiglio di amministrazione o di gestione non sia qualificabile come consigliere indipendente non correlato, le procedure possono stabilire “che la medesima informazione sia fornita anche a un consigliere indipendente, preventivamente designato, a cui sia attribuito il potere di convocare riunioni tra soli consiglieri indipendenti. Tale figura può naturalmente coincidere con il lead independent director previsto dal Codice di autodisciplina delle società quotate promosso dal Comitato per la Corporate Governance”.

sugli esiti del voto, con particolare riguardo al numero dei voti complessivamente espressi dai soci non correlati. La Consob ha chiarito che: “*La facoltà di avvalersi dell’esenzione relativa alle operazioni urgenti è applicabile anche per le operazioni compiute tramite società controllate. A tal fine, in conformità all’articolo 13, comma 6, del Regolamento, le società quotate o diffuse dovranno inserire nel proprio statuto una specifica previsione*”⁸⁰.

La SRD II, come detto, consente agli Stati membri di escludere dall’applicazione dell’art. 9 *quater* le operazioni intragruppo, tipologie di operazioni chiaramente definite per le quali è prevista l’approvazione assembleare, operazioni relative alla remunerazione degli amministratori o taluni elementi della remunerazione, operazioni concluse da enti creditizi all’interno di misure dirette a salvaguardare la loro stabilità, nonché “operazioni offerte a tutti gli azionisti alle medesime condizioni, assicurando la parità di trattamento di tutti gli azionisti e la tutela degli interessi della società”. Tale ultima categoria di operazioni non sembra trovare un corrispondente nel Regolamento Consob. A contrario, la SRD II non fa riferimento a una disciplina per le operazioni urgenti.

9. Operazioni con parti correlate nel sistema dualistico

L’approvazione delle operazioni con parti correlate per le società che hanno adottato il sistema di amministrazione e controllo dualistico è disciplinata dall’Allegato 2 al Regolamento⁸¹. Viene valorizzato il ruolo dei consiglieri di sorveglianza non correlati e indipendenti, fermo restando che *ex art. 148, comma 4-bis, t.u.f.* tutti i consiglieri di sorveglianza di società quotata devono possedere i requisiti di indipendenza previsti per i sindaci all’art. 148, comma 3, t.u.f., o in alternativa quelli dei consiglieri di gestione non esecutivi, non correlati e indipendenti. Nell’ipotesi in cui la società aderisca a codici di autodisciplina che prevedano requisiti di

⁸⁰ Cfr. CONSOB, *Comunicazione esplicativa n. 10078683 del 24 settembre 2010*, par. 20.

⁸¹ Sulle operazioni con parti correlate nel sistema dualistico si veda V. CARIELLO, *Operazioni con parti correlate e sistema dualistico*, in V. Cariello (a cura di), *Le operazioni con parti correlate*, Giuffrè, Milano, p. 61 ss.

indipendenza più stringenti, saranno i consiglieri di sorveglianza o di gestione in possesso di tali requisiti a giocare il ruolo richiesto dal Regolamento⁸².

Per quanto riguarda le operazioni di minore rilevanza, la procedura ricalca quella prevista per le società che adottano il sistema tradizionale, con la differenza che il comitato è composto esclusivamente da consiglieri di sorveglianza non correlati, in maggioranza indipendenti. Poiché ai componenti del consiglio di sorveglianza non si applica l'art. 2391 c.c. che impone una regola di trasparenza sugli interessi degli amministratori del sistema tradizionale, il Regolamento precisa che “i consiglieri di sorveglianza, ove abbiano un interesse, per conto proprio o di terzi, nell'operazione, ne diano notizia agli altri consiglieri, precisandone la natura, i termini, l'origine e la portata” (Regolamento, Allegato 2, par. 1.1, lett. d). Le procedure adottate dalle società che abbiano almeno un consigliere di gestione indipendente non correlato possono prevedere che il parere sia rilasciato da tale consigliere o da un comitato composto esclusivamente da consiglieri di gestione non esecutivi e non correlati, in maggioranza indipendenti.

Per le operazioni di maggiore rilevanza (in aggiunta a quanto previsto per le operazioni di minore rilevanza) le procedure devono prevedere: una riserva di competenza a deliberare in capo al consiglio di gestione; che il comitato composto esclusivamente da consiglieri di sorveglianza indipendenti non correlati o uno o più componenti dallo stesso delegati siano coinvolti nella fase delle trattative e nella fase istruttoria attraverso la ricezione di un flusso informativo completo e tempestivo e con la facoltà di richiedere informazioni e di formulare osservazioni agli organi delegati e ai soggetti incaricati della conduzione delle trattative o dell'istruttoria; che l'operazione sia approvata previo motivato parere non vincolante del comitato sull'interesse della società al compimento dell'operazione nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni; che, nel caso in cui il consiglio di gestione approvi l'operazione nonostante il parere negativo del comitato, tale operazione, ferma l'efficacia della stessa, sia successivamente oggetto di una deliberazione non vincolante dell'assemblea ordinaria, da convocarsi senza indugio. Entro il giorno successivo a quello dell'assemblea le società mettono a disposizione

⁸² A. POMELLI, *Commento all'art. 2391-bis del codice civile (Operazioni con parti correlate)*, cit., p. 715.

del pubblico le informazioni sugli esiti del voto, con particolare riguardo al numero dei voti complessivamente espressi dai soci non correlati. Qualora la società abbia almeno un consigliere di gestione indipendente non correlato, le procedure possono prevedere che il parere sia rilasciato da tale consigliere o da un comitato composto esclusivamente da consiglieri di gestione indipendenti non correlati⁸³.

Per le operazioni strategiche di cui all'art. 2409-terdecies, lettera f-bis), che sono quelle funzionali a costituire il contesto in cui si muoverà la gestione dell'impresa (come le licenze su brevetti, ovvero le operazioni di allargamento della partecipazione ad un'associazione temporanea di impresa, ecc.) a prescindere dal loro valore economico, l'Allegato prevede una procedura di approvazione simile a quella delle operazioni di maggiore rilevanza⁸⁴.

⁸³ In tal caso, ferma la riserva di competenza a deliberare in capo al consiglio di gestione, le procedure prevedono almeno: che il comitato di consiglieri di gestione indipendenti o uno o più componenti dallo stesso delegati ovvero il consigliere di gestione indipendente siano coinvolti nella fase delle trattative e nella fase istruttoria attraverso la ricezione di un flusso informativo completo e tempestivo e con la facoltà di richiedere informazioni e di formulare osservazioni agli organi delegati e ai soggetti incaricati della conduzione delle trattative o dell'istruttoria; qualora il consiglio di gestione approvi un'operazione in presenza di un parere contrario del consigliere indipendente o del comitato, alternativamente, successivamente all'approvazione dell'operazione sia convocata senza indugio un'assemblea ordinaria per l'adozione di una deliberazione non vincolante, ferma l'efficacia dell'operazione, oppure sia acquisito un ulteriore parere preventivo, motivato e non vincolante emesso da un comitato composto da consiglieri di sorveglianza indipendenti non correlati. È stato evidenziato come in tale ultimo caso l'antiorità del parere del comitato rispetto all'approvazione definitiva da parte del consiglio di gestione sembra prima di tutto una necessità logica, nonostante la lettera d) del par. 2.2 sembri suggerire che l'approvazione preceda il rilascio del parere. Secondo A. POMELLI, *Commento all'art. 2391-bis del codice civile (Operazioni con parti correlate)*, cit., p. 716 la lettera del Regolamento deve essere interpretata come una volontà di assicurarsi che le società che adottino questo procedimento rispettino la seguente sequenza: "1) parere del consigliere di gestione indipendente o del comitato di consiglieri di gestione indipendenti; 2) se tale parere risulta contrario, eventuale deliberazione intermedia del consiglio di gestione di procedere con l'approvazione dell'operazione nonostante il parere contrario dei consiglieri di gestione indipendenti e quindi deliberazione conseguente di richiesta di parere preventivo, prima dell'approvazione definitiva, al comitato di consiglieri di sorveglianza indipendenti; 4) deliberazione di approvazione definitiva dell'operazione da parte del consiglio di gestione".

⁸⁴ V. SALAFIA, *op. cit.*, p. 739. In particolare, le procedure prevedono almeno: una riserva di competenza in capo al consiglio di gestione a deliberare la proposta da sottoporre al consiglio di

SEZIONE II: PROFILI DI CORPORATE GOVERNANCE

1. Organo amministrativo e operazioni con parti correlate

1.1. Correttezza sostanziale e procedurale

L'art. 2391-*bis*, al primo comma, affida all'organo amministrativo il compito di adottare regole che assicurino, oltre alla trasparenza, la “*correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate*”. In tal modo il legislatore introduce nel nostro ordinamento i due principi di matrice anglosassone della correttezza sostanziale e procedurale⁸⁵.

sorveglianza; che un comitato composto esclusivamente da consiglieri di sorveglianza indipendenti non correlati o uno o più componenti dallo stesso delegati siano coinvolti nella fase delle trattative e nella fase istruttoria attraverso la ricezione di un flusso informativo completo e tempestivo e con la facoltà di richiedere informazioni e di formulare osservazioni agli organi delegati e ai soggetti incaricati della conduzione delle trattative o dell'istruttoria; la facoltà del comitato di farsi assistere da uno o più esperti indipendenti di propria scelta; che il consiglio di sorveglianza deliberi sull'operazione previo motivato parere favorevole del comitato. Le procedure possono prevedere che il consiglio di sorveglianza possa deliberare a favore dell'operazione nonostante il parere negativo del comitato purché tale operazione, ferma l'efficacia della stessa, sia successivamente oggetto di una deliberazione non vincolante dell'assemblea ordinaria, da convocarsi senza indugio; entro il giorno successivo a quello dell'assemblea, la messa a disposizione del pubblico, delle informazioni sugli esiti del voto, con particolare riguardo al numero dei voti complessivamente espressi dai soci non correlati; che al consiglio di gestione e al consiglio di sorveglianza siano fornite con congruo anticipo informazioni complete e adeguate. Qualora le condizioni dell'operazione siano definite equivalenti a quelle di mercato o standard, la documentazione predisposta contiene oggettivi elementi di riscontro; che i consiglieri di sorveglianza, ove abbiano un interesse, per conto proprio o di terzi, nell'operazione, ne diano notizia agli altri consiglieri, precisandone la natura, i termini, l'origine e la portata; che i verbali delle deliberazioni di approvazione rechino adeguata motivazione in merito all'interesse della società al compimento dell'operazione nonché alla convenienza e alla correttezza sostanziale delle relative condizioni; una completa informativa almeno trimestrale al consiglio di gestione e al consiglio di sorveglianza sull'esecuzione delle operazioni.

⁸⁵ Si evidenzia come le espressioni “correttezza sostanziale” e “correttezza procedurale” siano state utilizzate per la prima volta dal Codice di Autodisciplina del 2002, laddove al punto 11.1 richiedeva

La correttezza procedurale richiama in particolare il *process due care* statunitense che si riferisce all'osservanza delle procedure elaborate per garantire l'adozione di decisioni che siano conformi all'interesse della società, consapevoli e ponderate⁸⁶. Le regole di correttezza procedurale⁸⁷ sono state definite come “*l'insieme delle norme che consentono, almeno potenzialmente, che le operazioni con parti correlate non determinino un ingiustificato pregiudizio alle ragioni dell'emittente e dei suoi investitori*”⁸⁸ e ancora come “*quel sistema di cautele [...] tendenti a stabilire le modalità di assunzione delle decisioni in ordine ad operazioni con parti correlate da parte dell'organo competente, al fine di evitare che si producano irregolarità anche sostanziali e dunque che l'emittente subisca un pregiudizio patrimoniale*”⁸⁹. La prima giurisprudenza di merito sul punto ha definito la correttezza procedurale 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*”⁹⁰. La

per le operazioni con parti correlate il rispetto di “*criteri di correttezza sostanziale e procedurale*”. Il Codice di Autodisciplina forniva le definizioni di tali criteri: “*Per fairness sostanziale si intende la correttezza dell'operazione dal punto di vista economico, quando ad esempio il prezzo del trasferimento di un bene sia allineato con i prezzi di mercato. Per fairness procedurale si intende il rispetto di procedure che mirano ad assicurare la correttezza sostanziale dell'operazione*”. Da tali definizioni emerge chiaramente la matrice anglo-americana dei due criteri, dato che la correttezza viene esplicitamente identificata con il concetto di *fairness* (v. N. MICIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., p. 157; nonché D. SEMEGHINI, *Valutazioni preventive e retrospettive sulle operazioni con parti correlate: spunti dalla comparazione con la giurisprudenza del Delaware*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, fasc. 1, gennaio 2016, p. 173).

⁸⁶ Cfr. N. MICIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., p. 157.

⁸⁷ Tali regole sono espressione della “*decisa enfaticizzazione del rilievo della dimensione procedimentale dell'azione dell'organo amministrativo, con la emersione, talora raccomandata talaltra imposta, di pareri e altre attività istruttorie*”. Così M. STELLA RICHTER JR, *Alcune riflessioni sulla disciplina dell'amministrazione delle società quotate*, in F. Annunziata (a cura di), *Il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, EGEA, Milano, 2015 p. 307.

⁸⁸ Così M. VENTORUZZO, *Commento sub art. 2391-bis*, cit., p. 530.

⁸⁹ Così M. MIOLA, *Le operazioni con parti correlate*, cit., p. 651.

⁹⁰ Così Trib. Milano, 20 dicembre 2013 (ord.), p. 17.

correttezza procedurale è, quindi, evidentemente strumentale a quella sostanziale⁹¹: le regole di correttezza procedurale hanno una diretta incidenza sul piano della realizzazione della correttezza sostanziale⁹², nel senso che il rispetto delle regole procedurali dovrebbe indurre ad evitare irregolarità anche dal punto di vista sostanziale⁹³. Opportunamente è stato però precisato che l'osservanza delle regole di trasparenza e procedimentalizzazione è un mezzo che solamente facilita l'ottenimento del fine (la correttezza sostanziale) e non un mezzo di per sé sufficiente a realizzare il fine⁹⁴. Per valutare la "correttezza procedurale" di un'operazione si dovrà verificare che vengano adottate e diligentemente osservate procedure per la strutturazione, negoziazione e approvazione delle operazioni che siano idonee a generare decisioni pienamente informate e ponderate nell'interesse delle società. In altre parole, occorre considerare il rispetto del canone di diligenza e del principio di corretta e leale amministrazione sia nel concepimento sia nella strutturazione dell'operazione⁹⁵.

La nozione di correttezza sostanziale è maggiormente complessa⁹⁶ e non vede una uniformità di interpretazioni in dottrina. In particolare è stato evidenziato che: *“Abbiamo nel codice civile un richiamo al principio di correttezza come regola generale del comportamento del creditore e debitore nel rapporto obbligatorio (art.*

⁹¹ Cfr. M. VENTORUZZO, *Commento sub art. 2391-bis*, cit., p. 529; A. POMELLI, *Commento all'art. 2391-bis del codice civile (Operazioni con parti correlate)*, cit., p. 707.

⁹² Cfr. M. MIOLA, *Le operazioni con parti correlate*, cit., p. 652.

⁹³ M. VENTORUZZO, *Commento sub art. 2391-bis*, cit., p. 530.

⁹⁴ In questo senso A. MAZZONI, *op. cit.*, p. 203.

⁹⁵ Cfr. A. POMELLI, *Commento all'art. 2391-bis del codice civile (Operazioni con parti correlate)*, cit., p. 707, il quale menziona i seguenti esempi: *“acquisizione delle informazioni e ponderazione di tutti gli elementi necessari per adottare una decisione ispirata a criteri di prudenza e ragionevolezza, valutazione da parte degli amministratori esecutivi di eventuali opzioni alternative più redditizie che siano suggerite dai consulenti della società o presentate alla società da terze parti interessate alla conclusione di un'operazione analoga, ecc.”*.

⁹⁶ M. VENTORUZZO, *Commento sub art. 2391-bis*, cit., p. 532: *“La questione della correttezza sostanziale dell'operazione [...] mostra alcuni profili di problematicità ancor più delicati di quelli posti dalle regole di correttezza procedurale”*; N. MICIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., p. 157; A. POMELLI, *Commento all'art. 2391-bis del codice civile (Operazioni con parti correlate)*, cit., p. 708.

1175, c.c.), ma certo dalla copiosissima dottrina civilistica in argomento nulla di utile può adesso, in questa sede, trarsi⁹⁷. Dalla mancanza nel nostro ordinamento di riferimenti legislativi utili a comprendere il parametro della correttezza sostanziale, se ne è tratto che “correttezza <sostanziale> non può allora essere intesa che come quella che avrebbe conformata l’operazione se non si fosse svolta con parte correlata”⁹⁸. Tale definizione “negativa” è stata poi ulteriormente sviluppata, affermando che una operazione non è sostanzialmente corretta se presenta un oggetto o viene effettuata con modalità a cui gli amministratori non acconsentirebbero se la transazione venisse conclusa con una controparte non correlata⁹⁹. Si renderebbe pertanto necessario un giudizio controfattuale che verifichi quale comportamento avrebbero tenuto nelle stesse circostanze degli amministratori esecutivi disinteressati in buona fede. Giudizio che dovrebbe basarsi su due parametri di riferimento: interesse della società, nonché prassi contrattuali e condizioni di mercato prevalenti nel settore di riferimento. Tuttavia, tale nozione di correttezza sostanziale pare avere contorni indefiniti che la rendono di difficile applicazione, tanto che le sue insite criticità sono state notate anche da chi l’ha elaborata¹⁰⁰. In aggiunta, il riferimento all’interesse della società non pare pertinente, come dimostra il fatto che secondo il Regolamento Consob il parere del Comitato Parti Correlate ha per oggetto tanto l’interesse della società al compimento dell’operazione quanto la correttezza sostanziale della stessa. Ciò dovrebbe indurre a ritenere che l’interesse sociale esuli dalla valutazione della correttezza sostanziale dell’operazione.

In realtà non si trovano riferimenti alla correttezza sostanziale e procedurale nel nostro ordinamento perché, come anticipato, sono stati importati da quello statunitense. Si rende allora necessario guardare ai concetti di *fair dealing* e *fair price* impiegati nel contesto d’oltreoceano a cui si è rifatto il nostro legislatore¹⁰¹. Il

⁹⁷ Così P. FERRO-LUZZI, *Parti correlate. Il Documento di consultazione; osservazioni*, 2010, p. 4.

⁹⁸ *Ibidem*.

⁹⁹ A. POMELLI, *Commento all’art. 2391-bis del codice civile (Operazioni con parti correlate)*, cit., p. 708.

¹⁰⁰ P. FERRO-LUZZI, *Parti correlate. Il Documento di consultazione; osservazioni*, cit., p. 4, laddove afferma che “è però questa ancora regola molto generica, talora evidentemente inapplicabile”.

¹⁰¹ Si veda A. POMELLI, *Related-Party Transactions and the Intricacies of Ex Post Judicial Review: The Parmalat/Lactalis Case*, in *ECFR*, 1/2016, p. 76, nt. 6 il quale nel commentare il Regolamento

fair dealing si riferisce alle modalità con cui l'operazione è stata negoziata e approvata e corrisponde alla correttezza procedurale per come è stata interpretata dalla nostra dottrina¹⁰². Il *fair price*, invece, si riferisce ai termini economici dell'operazione¹⁰³. Più nel dettaglio, secondo la giurisprudenza del Delaware il *fair price* “relates to the economic and financial consideration [...], including all relevant factors: assets, market value, earnings, future prospects, and any other elements that affect the intrinsic or inherent value of a company's stock”¹⁰⁴. La correttezza sostanziale, quindi, è definita dalle condizioni economiche praticate per le operazioni con parti correlate¹⁰⁵. Con la precisazione che il rispetto delle normali condizioni di mercato, seppure costituisca un significativo indice di non pericolosità dell'operazione con parti correlate¹⁰⁶, non assicura automaticamente la correttezza sostanziale dell'operazione¹⁰⁷. Da un lato, infatti, l'operazione se pur a normali condizioni di mercato, potrebbe non essere necessaria per la società ovvero potrebbe essere realizzata con una frequenza superiore rispetto a quella necessaria¹⁰⁸.

specifica che “the terms <fair dealing> and <fair price> are used herein with the meaning given to them by Delaware courts”.

¹⁰² La definizione della giurisprudenza del Delaware si ritrova in particolare in *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2 d 701, (Del. 1983) p. 711: “The 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”.

¹⁰³ D. SEMEGHINI, *Valutazioni preventive e retrospettive sulle operazioni con parti correlate: spunti dalla comparazione con la giurisprudenza del Delaware*, cit., p. 173.

¹⁰⁴ Così *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2 d 701, (Del. 1983) p. 711.

¹⁰⁵ Cfr. M. MIOLA, *Le operazioni con parti correlate*, cit., p. 653.

¹⁰⁶ Cfr. M. VENTORUZZO, *Commento sub art. 2391-bis*, cit., p. 532; M. MIOLA, *Le operazioni con parti correlate*, cit., p. 654.

¹⁰⁷ S. ESPOSITO, *Le operazioni con parti correlate: regole sulla trasparenza e sul governo societario*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, I, p. 869; nonché M. VENTORUZZO, *Commento sub art. 2391-bis*, cit., p. 533, secondo cui “peccherebbe di una certa ingenuità un'interpretazione secondo la quale la realizzazione di un'operazione a <condizioni di mercato> ne assicurerebbe automaticamente la <correttezza sostanziale>”.

¹⁰⁸ M. VENTORUZZO, *Commento sub art. 2391-bis*, cit., p. 533; S. ESPOSITO, *Le operazioni con parti correlate: regole sulla trasparenza e sul governo societario*, cit., p. 869. Si tratta di un fenomeno analogo a quello del “churning”, noto nella regolamentazione dei mercati finanziari e consistente

Dall'altro, neanche si può affermare che il mancato rispetto delle condizioni di mercato sia idoneo di per sé a escludere la correttezza sostanziale dell'operazione¹⁰⁹. Occorre quindi, ispirandosi alla giurisprudenza statunitense, fare riferimento a tutti i presupposti sia economici sia finanziari dell'operazione, includendo ogni fattore rilevante¹¹⁰. Correttamente è stato suggerito di avere riguardo alle caratteristiche concrete della specifica operazione¹¹¹. Più precisamente, il richiamo alla correttezza sostanziale impone di analizzare i termini contrattuali dell'operazione considerando le condizioni *standard* o di mercato ma in relazione alla concreta situazione economico finanziaria della società, al suo *know how*, all'andamento della gestione, alle sue prospettive di crescita, nonché ai suoi obiettivi imprenditoriali e alle relazioni con altre società, magari dello stesso gruppo¹¹². In altri termini, si dovrà verificare se nella struttura dell'operazione vi siano degli scostamenti sotto il profilo dei termini e delle condizioni economico-finanziarie da quelli *standard* o propri del mercato di riferimento che rendano le caratteristiche dell'operazione concretamente non congrue. Un caso che è stato ipotizzato è quello in cui gli amministratori esecutivi che abbiano approvato piani strategici, industriali o finanziari *ex art.* 2381, comma 3, si discostino dalle considerazioni strategiche svolte e dagli obiettivi imprenditoriali contenuti nel *business plan*, ad esempio cedendo a una parte correlata *asset* qualificati di rilevanza strategica a prezzi anche formalmente in linea con quelli di mercato, ovvero acquistando anche a prezzo di mercato da una parte correlata

nell'artificiosa moltiplicazione delle operazioni al fine di speculare sulle commissioni pagate dagli investitori agli intermediari (in argomento si veda F. ANNUNZIATA, *Regole di comportamento degli intermediari e riforma dei mercati mobiliari*, Milano, 1993, p. 204).

¹⁰⁹ N. MOSCARELLO, *op. cit.*, p. 50.

¹¹⁰ S. ESPOSITO, *Le operazioni con parti correlate: regole sulla trasparenza e sul governo societario*, cit., p. 869, nt. 51.

¹¹¹ S. ESPOSITO, *Le operazioni con parti correlate: regole sulla trasparenza e sul governo societario*, cit., p. 869 parla di “*case-by-case approach*”; secondo P. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate: questioni sistematiche e problemi applicativi*, cit., p. 70 “*le procedure tecniche istruttorie e valutative devono essere appropriate alla specifica operazione e <tailor-made>, non già standardizzate senza una puntuale valutazione dell'idoneità al caso di specie*”; A. POMELLI, *Commento all'art. 2391-bis del codice civile (Operazioni con parti correlate)*, cit., p. 708.

¹¹² N. MICIELLI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit.

asset estranei agli obiettivi strategici precedentemente stabiliti¹¹³. Chiaramente, seppur entro questi limiti, la valutazione sulle condizioni economiche dell'operazione non può che comportare una valutazione anche di merito sui contenuti delle scelte di gestione¹¹⁴. Viceversa, non è una valutazione che si spinge fino all'opportunità dell'operazione, sino alla valutazione della stessa come la più efficace per la società tra le varie soluzioni possibili nel caso concreto¹¹⁵.

Infine, occorre comunque tenere a mente che la valutazione finale deve essere effettuata sulla correttezza della operazione nel suo complesso, tanto nella dimensione procedurale quanto nella dimensione sostanziale: “*the test for fairness is not a bifurcated one as between fair dealing and price. All aspects of the issue must be examined as a whole since the question is one of entire fairness*”¹¹⁶.

La lettura fornita sembra allineata con la SRD II, la quale, nella versione in inglese, chiarisce la necessità di “*assess the fairness of the transaction*” (considerando n. 44), senza differenziare tra correttezza sostanziale e procedurale.

1.2. Amministratori indipendenti¹¹⁷

¹¹³ A. POMELLI, *Commento all'art. 2391-bis del codice civile (Operazioni con parti correlate)*, cit., p. 708.

¹¹⁴ *Ibidem*; contra P. MONTALENTI, *Nuovo Diritto delle Società*, n. 12/2010, p. 10.

¹¹⁵ Così A. POMELLI, *Commento all'art. 2391-bis del codice civile (Operazioni con parti correlate)*, cit., p. 708; contra S. ESPOSITO, *Le operazioni con parti correlate: regole sulla trasparenza e sul governo societario*, cit., p. 869 secondo la quale la valutazione sulla correttezza sostanziale dovrebbe includere “*le motivazioni strategiche ed economiche dell'operazione ovvero l'opportunità e la convenienza della stessa*”.

¹¹⁶ Così J. H. CHOPER-J. COFFEE-R. J. GILSON, *Cases and materials on corporations*, Aspen Casebook Series, 2013, p. 1097, anche se si precisa che: “*However, in a non-fraudulent transaction we recognize that price may be the preponderant consideration outweighing other features*”.

¹¹⁷ Sul tema, *ex multis*, G. PRESTI-F. F. MACCABRUNI, *Gli amministratori indipendenti: mito e realtà nelle esperienze anglosassoni*, in *Analisi giuridica dell'economia*, n. 1, 2003; A. PERICU, *Il ruolo degli amministratori indipendenti nei paesi dell'Europa continentale*, in *Analisi giuridica dell'economia*, n. 1, 2003; M. BELCREDI, *Amministratori indipendenti, amministratori di minoranza e dintorni*, in *Riv. soc.*, 2005, II, p. 853 ss.; D. REGOLI, *Gli amministratori indipendenti*, in P. Abbadessa-G.B. Portale (diretto da), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, Vol. 2, Torino, 2006, p. 385 ss.; G. OLIVIERI, *Amministratori “indipendenti” e “di minoranza” nella legge sulla*

In dottrina si ritiene che una delle novità più interessanti della disciplina sulle operazioni con parti correlate introdotta dalla Consob sia la valorizzazione della figura dell'amministratore indipendente¹¹⁸. Tale figura nasce nell'esperienza

tutela del risparmio, in *AGE*, 2006, p. 23 ss.; R. RORDORF, *Gli amministratori indipendenti*, in *Giur. comm.*, 2007, I, p. 143 ss.; N. SALANITRO, *Nozione e disciplina degli amministratori indipendenti*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, I, p. 1 ss.; D. REGOLI, *Gli amministratori indipendenti tra fonti private e fonti pubbliche e statuali*, in *Riv. soc.*, 2008, p. 382 ss.; F. CHIAPPETTA, *Gli amministratori indipendenti e gli amministratori di minoranza*, in *RDS*, 2009, 4, p. 852 ss.; P. MARCHETTI, *Quale indipendenza per gli amministratori?*, in M. Bianchini-C. Di Noia (a cura di), *I controlli societari. Molte regole, nessun sistema*, Milano, 2010, p. 34 ss.; G. FERRARINI, *Funzione del consiglio di amministrazione, ruolo degli indipendenti e doveri fiduciari*, in M. Bianchini-C. Di Noia (a cura di), *I controlli societari. Molte regole, nessun sistema*, Milano, 2010, p. 50 ss.; L. ENRIQUES, *Breve commento sulla "natura" e il ruolo degli amministratori indipendenti*, in M. Bianchini-C. Di Noia (a cura di), *I controlli societari. Molte regole, nessun sistema*, Milano, 2010, p. 42 ss.; M. BELCREDI, *La questione del ruolo "specifico" degli indipendenti nei sistemi di governance*, in M. Bianchini-C. Di Noia (a cura di), *I controlli societari. Molte regole, nessun sistema*, Milano, 2010, p. 68 ss.; A. ZOPPINI, *Note sull'amministratore indipendente di gruppo*, in *Riv. not.*, 2010, p. 1167 ss.; N. SALANITRO, *Nozione e disciplina degli amministratori indipendenti*, in AA. VV., *Amministrazione e controllo nel diritto delle società. Liber amicorum Antonio Piras*, Torino, 2010, p. 378 ss.; M. REBOA, *Il monitoring board e gli amministratori indipendenti*, in *Giur. comm.*, 2010, p. 657 ss.; V. CARIELLO, *La Comunicazione Consob, 46789 del 20 maggio 2010 sulla qualifica come amministratore indipendente di società controllante quotata di amministratore indipendente di società controllata*, in *RDS*, 2010, p. 442 ss.; E. RIMINI, *Brevi note sulla responsabilizzazione degli amministratori indipendenti alla luce del nuovo regolamento Consob sulle operazioni con parti correlate*, in *Il nuovo diritto delle società*, 2010, 12, p. 28 ss.; M. IRRERA, *Le procedure e il comitato di amministratori indipendenti nel regolamento Consob sulle operazioni con parti correlate: un nuovo organo a geometria variabile*, in *Il nuovo diritto delle società*, 2010, p. 22 ss.; U. TOMBARI, *Amministratori indipendenti, "sistema dei controlli" e corporate governance: quale futuro?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, fasc. 5, 2012, p. 506 ss.; D. REGOLI, *Gli amministratori indipendenti e i codici di autodisciplina*, in M. Vietti (diretto da), *La governance nelle società di capitali. A dieci anni dalla riforma*, Milano, 2013, p. 127 ss.; F. CHIAPPETTA, *Diritto del governo societario. La corporate governance delle società quotate*, Padova, 3ed., 2013; L. BIANCHI, *Il TUF e il Consiglio di amministrazione degli emittenti*, in F. Annunziata (a cura di), *Il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, EGEA, Milano, 2015.

¹¹⁸ E. PUCCI, *Il parere degli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate: profili funzionali*, in *Rivista delle Società*, 2014, p. 336 ss; L. ENRIQUES, *A dieci anni dal Testo Unico della*

anglosassone delle grandi *corporations*, caratterizzate dalla fisiologica separazione tra proprietà e controllo, con la funzione di controllare l'operato degli amministratori esecutivi nell'interesse degli azionisti¹¹⁹. Altrimenti detto, la figura dell'amministratore indipendente è stata pensata ed utilizzata per ridurre gli “*agency costs*” in sistemi come quelli anglosassoni caratterizzati da società ad azionariato diffuso senza un socio (o un gruppo) di controllo (c.d. “*widely held shareholder system*”)¹²⁰.

Finanza: il ruolo delle autorità di vigilanza, in *Giornale di diritto amministrativo*, 2009, p. 329; S. ESPOSITO, *Le operazioni con parti correlate: regole sulla trasparenza e sul governo societario*, cit., p. 876; N. MICIELI, *Gli amministratori indipendenti nel comitato parti correlate*, in *Giur. Comm.*, fasc. 5, 2014, p. 1027 ss.; ID, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., pp. 217 e 222; L. PLATTNER, *Indipendenti nel CDA? Sì ma sul serio*, in *lavoce.info*, 2008; L. BIANCHI, *Il TUF e il Consiglio di amministrazione degli emittenti*, cit., p. 23, sottolinea più in generale la “centralità del ruolo che le diverse <fonti>, di pari passo con le Autorità, assegnano agli amministratori indipendenti”.

¹¹⁹ G. PRESTI-F. F. MACCABRUNI, *op. cit.*, p. 98; M. L. MACE, *Directors: Myth and Reality*, Boston: Division of Research, Graduate School of Business Administration, Harvard Univ., 1971, p. 86 ss.; S. BAINBRIDGE, *The New Corporate Governance in Theory and Practice*, New York, 2008, 190 ss.; R. J. GILSON, *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, in *Harvard Law Review*, 119/2006, p. 1642 ss.; R. J. GILSON-R. KRAAKMAN, *Reinventing the Outside Director: An Agenda for Institutional Investors*, in *Stanford Law Review*, 1991, p. 863 ss.; Y. ZHAO, *Corporate Governance and Directors' Independence*, Alhen aan den Rijn, 2011, p. 11; G. FERRARINI-M. FILIPPELLI, *Independent directors and controlling shareholders around the world*, in *ECGI Law Working Paper*, n. 258/2014; J. ARMOUR-L. ENRIQUES-H. HANSMANN-R. KRAAKMANN, *The Basic Governance Structure: The Interests of Shareholders as a Class*, in *ECGI Law Working Paper*, n. 337/2017, p. 17 ss.

¹²⁰ U. TOMBARI, *Amministratori indipendenti, “sistema dei controlli” e corporate governance: quale futuro?*, cit., p. 506 ss. Per gli Stati Uniti si veda in particolare: F. A. GEVURTZ, *The Historical and Political Origins of the Corporate Board of Directors*, in *Hofstra L. Rev.*, 2004; J. N. GORDON, *The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices*, in *Stanford Law Review*, 59, 2007, pp. 1465, 1511. Per il Regno Unito: P. L. DAVIES, *Shareholders in the United Kingdom*, cit.; ID., *Corporate Boards in the United Kingdom*, in P. Davies-K. J. Hopt-R. Nowak-G. van Solinge (eds.), *Boards in Law and Practice*, Oxford University Press, 2013, pp. 713, 714; B. R. CHEFFINS, *The Rise of Corporate Governance in the UK: When and Why*, *Current Legal Problems*, 2015.

Gli amministratori indipendenti sono poi stati trapiantati nel nostro ordinamento¹²¹, secondo la dottrina maggioritaria acriticamente¹²² dapprima con il Codice di autodisciplina¹²³ e poi a livello normativo, sia primario sia secondario¹²⁴. Tuttavia,

¹²¹ R. RORDORF, *Gli amministratori indipendenti*, cit., p. 143 ss.; F. DENOZZA, “L’amministratore di minoranza” e i suoi critici, in *Giur. comm.*, 2007, p. 143 ss.; P. FERRO-LUZZI, *Indipendente... da chi; da cosa?*, in *Riv. soc.*, 2008, p. 20 ss.; F. DENOZZA, *Quale “funzione” per gli indipendenti?*, in *Economia e politica industriale*, 2008, p. 109 ss.; D. REGOLI, *Gli amministratori indipendenti tra fonti private e fonti pubbliche e statuali*, cit., p. 382 ss.; A. PISANI MASSAMORMILLE, *Appunti sugli amministratori indipendenti*, in *Riv. dir. soc.*, 2008, p. 237 ss.; N. SALANITRO, *Nozione e disciplina degli amministratori indipendenti*, (2008) cit., p. 1 ss.; M. PERASSI, *Consiglieri indipendenti e di minoranza*, in *AGE*, 2007, p. 343 ss.; L. BIANCHI, *Amministratori non esecutivi e amministratori indipendenti tra teoria e prassi*, in *Riv. dott. comm.*, 2007, p. 192 ss.; G. OLIVIERI, *Amministratori “indipendenti” e “di minoranza” nella legge sulla tutela del risparmio*, cit., p. 23 ss.; P. MARCHETTI, *L’indipendenza degli amministratori*, in *La corporate governance e il risparmio gestito*, Assogestioni, Milano, 2006; R. LENER, *Gli amministratori indipendenti*, in G. Scognamiglio (a cura di), *Profili e problemi dell’amministrazione nella riforma della società*, Giuffrè, Milano, 2003, p. 117 ss.

¹²² P. FERRO-LUZZI, *Per una razionalizzazione del concetto di controllo*, in M. Bianchini, C. Di Noia (a cura di), *I controlli societari. Molte regole, nessun sistema*, Milano, 2010, p. 115 ss.; ID., *Le operazioni con parti correlate infragruppo*, in V. Cariello (a cura di) *Le operazioni con parti correlate*, Milano, 2011, p. 6 “abbiamo avuto il recente fiorire della teorica degli amministratori indipendenti, verosimilmente di acritica importazione da esperienze nordamericane, la cui specifica natura e funzione non riesco ancora a capire per una pluralità di ragioni; del resto l’incertezza che grava su tutto questo argomento è confermata dalla circostanza che la figura viene identificata più al negativo che al positivo, il che è scorretto”; R. RORDORF, *Gli amministratori indipendenti*, cit., p. 143 ss. secondo cui esiste il rischio che l’introduzione degli amministratori indipendenti nel nostro ordinamento costituisca “un’operazione di facciata”, d’altra parte evidenzia che nei modelli anglosassoni “i quali ignorano il collegio sindacale e conoscono da assai più tempo l’istituto della revisione contabile, per un verso la distinzione dei compiti di amministrazione da quelli di vigilanza e controllo presenta minori aree di sovrapposizione di quanto non finisca per essere ora da noi, per altro verso essa riposa su una filosofia almeno in parte ispirata a criteri differenti”; F. A. GRASSINI, *C’è un ruolo per gli amministratori indipendenti?*, in *Mercato conc. reg.*, 2004, p. 427 ss.; L. CALVOSA, *Alcune riflessioni sulla figura degli amministratori indipendenti*, in F. Annunziata (a cura di), *Il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, EGEA, Milano, 2015, p. 45.

¹²³ Peraltro G. GALATERI DI GENOLA, *Bilanci e prospettive dell’autodisciplina*, in F. Annunziata (a cura di), *Il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, EGEA, Milano, 2015, p. 147 sottolinea che “Il concetto di amministratore indipendente nasce nell’autodisciplina in tutti i Paesi”.

¹²⁴ N. MICIELI, *Gli amministratori indipendenti nel comitato parti correlate*, cit., p. 1027 ss. evidenzia che: “L’ingresso dell’amministratore indipendente nei nostri consigli di amministrazione,

non solo le società quotate italiane si caratterizzano, all'estremo opposto rispetto a quelle statunitensi, per una struttura proprietaria fortemente concentrata, ma occorre evidenziare che nei modelli di *governance* anglosassoni manca il collegio sindacale, con la conseguenza che si giustifica una differenza tra amministratori esecutivi muniti di compiti di amministrazione e amministratori indipendenti con funzione di vigilanza. Viceversa, nel nostro sistema tradizionale la presenza del collegio sindacale crea delle sovrapposizioni tra il ruolo di quest'ultimo e quello degli amministratori indipendenti¹²⁵.

invero, è stato realizzato a singhiozzi con modalità non uniformi tra società quotate e società non quotate. La normativa di riferimento (per le società che adottano il sistema tradizionale di amministrazione e controllo) si presenta ancor oggi frammentata tra le disposizioni del codice civile, ex art. 2399 c.c. (relative alle sole società chiuse); del testo unico della finanza, ex art. 147-ter ed ex art. 148; del Codice di Autodisciplina, ex art. 3 (con ulteriore distinzione a seconda del sistema di amministrazione e controllo scelto) e dell'art. 37 Reg. Mercati (in parte rivisitato dal Regolamento "Parti Correlate" che ha reso ancor più stringente il criterio di indipendenza), tanto da suggerire l'esistenza di differenti tipologie di amministratori indipendenti quante sono le sue definizioni. [...] a queste diverse definizioni (e più precisamente quella contenuta nel testo unico della finanza e del Codice di Autodisciplina) fa espresso rinvio anche il Regolamento c.d. Parti Correlate n. 17221 del 12 marzo 2010".

¹²⁵ F. DENOZZA, "L'amministratore di minoranza" e i suoi critici, cit., p. 143 ss. M. MIOLA, *Le operazioni con parti correlate*, cit., p. 655. D'altra parte H. BAUM, *The Rise of the Independent Director: A Historical and Comparative Perspective*, in *Max Planck Institute for Comparative and International Private Law Research Paper Series*, n. 16/20, 2016, p. 34 evidenzia come "policymakers in the US conceived the independent board as a corporate governance tool with the aim of addressing the classical agency conflict between managers and owners in a Berle-Means corporation with dispersed ownership. It was not, however, designed to solve the agency problems between minority shareholders and a controlling shareholder in a corporation with concentrated ownership". Non a caso, da principio la necessità di dotarsi obbligatoriamente di amministratori indipendenti era stata circoscritta dal codice civile alle sole società che adottano il sistema monistico di amministrazione e controllo. Solo per queste, infatti, l'art. 2409-*septiesdecies* prescrive che almeno un terzo dei consiglieri di amministrazione debba essere in possesso dei requisiti d'indipendenza stabiliti per i sindaci dall'art. 2399, comma 1. L'equiparazione è significativa poiché fa comprendere come il paradigma dell'indipendenza rimandi naturalmente alla funzione dell'organo di controllo. Infatti, la vera funzione degli amministratori indipendenti nel modello monistico è quella di costituire il comitato per il controllo sulla gestione, che rappresenta la più peculiare caratteristica del modello e che ai sensi dell'art. 2049-*octiesdecies*, comma 2 deve essere composto esclusivamente da amministratori indipendenti, i quali pertanto assumono qui a pieno titolo i compiti di vigilanza e

In ogni caso, è stato sostenuto che anche nell'ambito di un sistema societario a proprietà concentrata gli amministratori indipendenti possano contribuire ad un miglioramento dei sistemi di *governance*¹²⁶: da un lato perché costituiscono uno strumento utile per ridurre i c.d. costi di agenzia anche tra “maggioranza” e “minoranze”; dall’altro perché, a prescindere dai problemi di agenzia, gli amministratori dovrebbero rappresentare la massima garanzia del perseguimento dell’interesse sociale, anche quando la società è inserita in un gruppo¹²⁷. Peraltro, anche chi afferma la possibile utilità degli amministratori indipendenti, non manca di evidenziarne la non necessità. A tal proposito si richiama l’ordinamento tedesco (caratterizzato da una struttura proprietaria vicina a quella italiana), in cui non sono prescritti componenti “indipendenti” nell’organo di gestione¹²⁸.

La funzione di tali amministratori dovrebbe essere quindi quella di dirimere le divergenze di interessi che possono manifestarsi all’interno della società, sia prevenendo comportamenti opportunistici o influenzati da interessi, sia accertando tempestivamente eventuali deviazioni dal perseguimento dell’interesse sociale¹²⁹. Tuttavia, tale figura è stata recentemente sottoposta a una revisione critica¹³⁰ sia in

controllo che a detto comitato competono, in luogo del tradizionale collegio sindacale non previsto nel sistema monistico. Però, poiché gli amministratori indipendenti del comitato per il controllo sulla gestione non cessano di essere pur sempre degli amministratori, la distanza tra gestione e controllo diviene sottile, con la conseguenza che è proprio l’indipendenza (insieme alla professionalità e alla diligenza) degli amministratori-controllori che garantisce la tenuta del sistema disegnato in questo modello. Cfr. R. RORDORF, *Gli amministratori indipendenti*, cit., p. 143 ss.

¹²⁶ L. CALVOSA, *op. cit.*, p. 46.

¹²⁷ U. TOMBARI, *Amministratori indipendenti, “sistema dei controlli” e corporate governance: quale futuro?*, cit., p. 506 ss.

¹²⁸ *Ibidem*; A. M. LUCIANO, *Amministratori indipendenti e incarichi esecutivi*, in *RDS*, 2012, p. 362 ss.

¹²⁹ E. PUCCI, *Disciplina degli amministratori indipendenti*, in *Dir. e pratica società*, fasc. 3, 2007, p. 26; M. BELCREDI, *Amministratori indipendenti, amministratori di minoranza e dintorni*, cit., p. 853; F. FORTUNA, *Corporate Governance. Soggetti, modelli e sistemi*, Milano, 2001, p. 89 ss.; V. CALANDRA BUONAURA, *Il sistema dei controlli interni nelle società quotate*, in Annunziata F. (a cura di), *Il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, EGEA, Milano, 2015, p. 40 che sottolinea come agli amministratori indipendenti sia stato assegnato “un ruolo essenziale nella prevenzione dei conflitti di interesse e nel controllo dei rischi”.

¹³⁰ Secondo G. GALATERI DI GENOLA, *op. cit.*, p. 147 “L’esperienza internazionale è fatta di luci e ombre (Caso Arjowiggins – Caso Edenred)”.

ambito europeo sia da parte della stessa letteratura americana¹³¹, tanto da suggerire di non caricare il ruolo di tali amministratori di aspettative che hanno già in gran parte disatteso¹³².

In particolare, nella dimensione europea, in primo luogo nel rapporto del Reflection Group on the Future of EU Company Law del 5 aprile 2011 si afferma che, nonostante l'ampia diffusione degli amministratori indipendenti nelle società dell'Unione Europea, questi non hanno svolto una funzione soddisfacente nella crisi, sia per mancanza di specifiche competenze, sia per le inevitabili asimmetrie informative con il *management*¹³³. Di conseguenza, è stata sollecitata la Commissione Europea ad avviare una valutazione “*of the institution of the independent director and its functioning in practice*”¹³⁴. Più recentemente, la prima proposta di revisione della SRD presentata dalla Commissione Europea il 9 aprile 2014, con riguardo alle disciplina delle operazioni con parti correlate più significative, escludeva qualsivoglia ruolo degli amministratori indipendenti, prevedendo unicamente l’approvazione da parte dei soci disinteressati (v. *supra*).

In secondo luogo, anche nella letteratura nordamericana più recente domina una valutazione decisamente critica degli *independent directors*¹³⁵, ritenuti “*the most prominent corporate governance device in the United States and perhaps the least*

¹³¹ L. CALVOSA, *op. cit.*, pp. 45-46; U. TOMBARI, *Amministratori indipendenti, “sistema dei controlli” e corporate governance: quale futuro?*, cit., p. 506 ss.; V. CALANDRA BUONAURA, *Il sistema dei controlli interni nelle società quotate*, cit., p. 39.

¹³² V. CALANDRA BUONAURA, *Il sistema dei controlli interni nelle società quotate*, cit., p. 40.

¹³³ EUROPEAN COMMISSION INTERNAL MARKET AND SERVICES, *Reflection Group on the future of EU Company Law*, 2011, p. 51 “*it can be noted that the role played by (independent) directors in the crisis period has not necessarily been convincing and that sometimes even a certain level of distrust in independent directors and their level of knowledge relevant to the company of which they are a director, can be identified*”.

¹³⁴ *Ivi*, p. 52. U. TOMBARI, *Amministratori indipendenti, “sistema dei controlli” e corporate governance: quale futuro?*, cit., p. 506 ss. evidenzia che “*il c.d. Green Paper sulla Corporate Governance del 5 aprile 2011 (Green Paper. The EU corporate governance framework. COM, 2011, 164) non dedica alcuna specifica attenzione agli amministratori indipendenti*”.

¹³⁵ Si veda in particolare S. BAINBRIDGE, *Corporate Governance after the Financial Crisis*, New York, 2012, p. 77 ss.

effective”¹³⁶. Innanzitutto è emerso che non vi sono evidenze empiriche certe sulla correlazione tra indipendenti e riduzione del rischio di condotte opportunistiche a danno della società¹³⁷. Inoltre, diversi rilievi sono stati sollevati dagli interpreti. In primo luogo risulta difficile diminuire l’influenza degli amministratori esecutivi su quelli indipendenti, poiché esistono troppi benefici che, direttamente ovvero indirettamente, i secondi possono ricavare dai primi¹³⁸. In secondo luogo, si lamenta che gli amministratori indipendenti non sarebbero in grado di svolgere contemporaneamente funzioni gestionali e di controllo, con il rischio di essere “catturati” dagli esecutivi¹³⁹. Altri autori addebitano agli indipendenti, almeno parzialmente, la crisi finanziaria del 2008, in quanto il maggior impiego di amministratori indipendenti avrebbe accresciuto la asimmetria informativa tra

¹³⁶ Così A. R. PALMITER, *Incompleteness of Agency Theory: Dark Matter in the US Corporation*, in *Corporate Governance and Control Systems in the Public Corporation*, Firenze, 2012, p. 6.

¹³⁷ In particolare dallo studio empirico di S. BHAGAT-B. BLACK, *The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance*, 54 Bus. Law. 921, 1999, emerge che non vi sono prove che la presenza di una maggioranza di amministratori indipendenti produca effetti migliorativi sulla società. Uno studio successivo degli stessi autori, S. BHAGAT-B. BLACK, *The Non-Correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance*, 27 J. Corp. L. 231, 2002, perviene al medesimo risultato. Un paio di ricerche ritengono invece che la presenza di amministratori indipendenti abbia un impatto positivo: M. I. MUELLER-KAHL, L. WANG, J. WU, *Board Structure: An Empirical Study of Firms in Anglo-American Governance Environments*, in *Managerial Finance*, Vol. 40, Issue 7, 2014, pp.681-699; K. FOGEL-L. MA- R. MORCK, *Powerful Independent Directors*, in *ECGI Finance Working Paper*, n. 404/2014. Mentre altri studi sostengono che questi abbiano un impatto negativo sulla società: S. GAY-S. C. DENNING, *Corporate Governance Principal-Agent Problem: The Equity Cost of Independent Directors*, Working paper, 2014; M. O. FISCHER-P. L. SWAN, *Does Board Independence Improve Firm Performance? Outcome of a Quasi-Natural Experiment*, 2013.

¹³⁸ Così L. A. BEBCHUCK-J. M. FRIED, *Pay without Performance. The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Cambridge, 2004, p. 202 ss., secondo i quali la soluzione potrebbe essere quella di rendere gli amministratori non esecutivi non solo meno dipendenti dagli esecutivi, ma soprattutto più dipendenti dai soci, in modo tale da essere effettivamente incentivati a controllare gli esecutivi e a perseguire gli interessi dei soci.

¹³⁹ Cfr. J. R. MACEY, *Corporate Governance. Promises Kept, Promises Broken*, Princeton, 2008, p. 51 ss. e 72 ss., ove si cita come esempio il caso Smith v. Van Gorkom del 1985, in cui il consiglio di amministrazione della Transunion decise in circa due ore su un'operazione complessa e dannosa per la società, solo perché “catturato” dal CEO (van Gorkom) interessato nell'operazione.

amministratori e *management*, rendendo i primi sempre più dipendenti dai secondi per le informazioni “chiave”¹⁴⁰. Peraltro il monitoraggio degli esecutivi è un’attività complessa che richiede molto tempo, mentre gli indipendenti non solo di solito hanno un diverso impiego principale e dipendono appunto da altri per le informazioni, ma anche non sono sufficientemente pagati per il ruolo che rivestono e non hanno pertanto uno stimolo a effettuare tale attività di monitoraggio¹⁴¹. Vi è quindi la consapevolezza che gli amministratori indipendenti non possono essere considerati una “*magic cure*” per i problemi di *corporate governance*, come una “*panacea for various corporate governance ills*”¹⁴². Questo si è reso particolarmente evidente quando gli amministratori indipendenti si sono rivelati assolutamente non in grado di prevenire i grandi scandali societari. L’esempio più lampante è costituito ad oggi dal caso Enron, società in cui la stragrande maggioranza dei consiglieri era indipendente, ma dichiarò di essere venuta a conoscenza del fenomeno delle *special purpose vehicles* (che aveva caratterizzato la società) solo dalla stampa¹⁴³.

1.3. Segue. Amministratori indipendenti nel Regolamento Consob

Alla luce dell’ambiguità e dei dubbi cui hanno dato luogo gli amministratori indipendenti, si ritiene che la scelta di utilizzarli per realizzare la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate sia stata dettata dalla volontà “*di ritagliare un ruolo a questa figura di amministratori*”¹⁴⁴.

¹⁴⁰ Cfr. S. BAINBRIDGE, *Corporate Governance after the Financial Crisis*, cit., p. 77 ss.

¹⁴¹ Cfr. U. TOMBARI, *Amministratori indipendenti, “sistema dei controlli” e corporate governance: quale futuro?*, cit., p. 506 ss.

¹⁴² H. BAUM, *op. cit.*, p. 2.

¹⁴³ K. J. HOPT, *Comparative Corporate Governance: The State of the Art and International Regulation*, in *The American Journal of Comparative Law*, 2011, pp. 36-37; inoltre, come è stato evidenziato, la maggioranza degli amministratori che si dichiarava indipendente intratteneva rapporti economici e professionali con la società stessa. Cfr. A. ZATTONI, *assetto proprietari e corporate governance*, Milano, EGEA, 2006, p. 251 ss.

¹⁴⁴ Cfr. M. MIOLA, *Le operazioni con parti correlate*, cit., p. 655.

Il Regolamento Consob ha rinunciato a elaborare una propria definizione di “indipendenza”¹⁴⁵, preferendo considerare come amministratori indipendenti: quelli in possesso dei requisiti di indipendenza previsti dall’articolo 148, comma 3, t.u.f.; nonché – qualora la società dichiara di aderire ad un codice di comportamento promosso da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria che preveda requisiti di indipendenza almeno equivalenti a quelli dell’articolo 148, comma 3, t.u.f. – quelli riconosciuti come indipendenti dalla società in applicazione del medesimo codice (art. 3, lett. h). La Comunicazione Parti Correlate precisa che si considerano “amministratori indipendenti” ai fini del Regolamento gli amministratori riconosciuti come tali dalle società in applicazione dei criteri del Codice di autodisciplina adottato dal Comitato per la Corporate Governance (nella sua edizione del 2006¹⁴⁶), in quanto tali criteri sono ritenuti “almeno equivalenti a quelli dell’articolo 148, comma 3, del Testo unico”¹⁴⁷. La maggiore restrittività dei requisiti dell’articolo 148 t.u.f. su alcuni profili (come l’indicazione più dettagliata del grado di parentela rilevante) si reputa, infatti, “più che compensata” dalla presenza di ipotesi significative di assenza di indipendenza, nonché dall’esistenza del principio generale di prevalenza della sostanza sulla forma che guida l’applicazione dei criteri del Codice¹⁴⁸. Pur in assenza di una definizione nel Regolamento, la Consob si è concentrata sulla corretta applicazione della nozione di indipendenza degli amministratori. In particolare, nel corso del 2016 l’Autorità di vigilanza si è soffermata sulla qualità del processo di valutazione della sussistenza del requisito di indipendenza degli amministratori, soprattutto in presenza di relazioni per le quali è richiesta la verifica della (non) significatività. Tra le relazioni di natura patrimoniale, economica, professionale che, anche solo astrattamente, possono condizionare l’autonomia di giudizio di un amministratore qualificatosi

¹⁴⁵ Cfr. N. MICHIELI, *La gestione del conflitto d’interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., p. 145.

¹⁴⁶ Infatti la CONSOB, *Comunicazione esplicativa n. 10078683 del 24 settembre 2010*, par. 5 precisa che: “La Consob considererà eventuali modifiche al Codice di autodisciplina, al fine di valutare se confermare, anche per il nuovo testo, il giudizio di equivalenza espresso in questa sede con riguardo alla vigente versione del Codice”.

¹⁴⁷ Cfr. CONSOB, *Comunicazione esplicativa n. 10078683 del 24 settembre 2010*, par. 5.

¹⁴⁸ Cfr. *ibidem*.

indipendente, la Commissione ha individuato come rilevanti le consulenze in favore di studi o società dei quali un amministratore fa parte, sistemi di remunerazione adottati dalla società, finanziamenti concessi a società riferibili ad amministratori e rapporti di lavoro con l'emittente o con soggetti legati a quest'ultimo, anche pregressi rispetto all'assunzione della carica¹⁴⁹.

Con riguardo al ruolo attribuito agli amministratori indipendenti, costituiti in autonomi comitati, questi sono in particolare destinatari privilegiati dei flussi informativi sulle caratteristiche dell'operazione da compiere, titolari del potere di eseguire approfondimenti istruttori sulla stessa, nonché del compito di esprimere una valutazione preventiva attraverso il rilascio di un apposito parere¹⁵⁰. Tale ruolo è poi diversamente graduato a seconda della minore o maggiore rilevanza dell'operazione¹⁵¹.

In particolare, nelle procedure per le operazioni di minore rilevanza il Comitato Parti Correlate deve essere composto da amministratori non esecutivi e non correlati, solo in maggioranza anche indipendenti (art. 7, comma 1, lett. a). Inoltre, il Comitato esprime parere motivato sull'interesse della società al compimento dell'operazione che però non è vincolante. Infine, si richiede che al Comitato siano fornite con congruo anticipo informazioni complete e adeguate sull'operazione, a meno che non si tratti di condizioni definite "equivalenti a quelle di mercato o *standard*" rispetto a cui la documentazione deve solo contenere "oggettivi elementi di riscontro".

Nelle procedure per le operazioni di maggior rilevanza il coinvolgimento degli amministratori indipendenti è più incisivo¹⁵². Innanzitutto il Comitato è composto esclusivamente da amministratori indipendenti non correlati. In secondo luogo, il parere del Comitato è vincolante e può essere superato solo dalla volontà assembleare favorevole espressa dalla maggioranza dei soci non correlati. Infine, gli

¹⁴⁹ Cfr. CONSOB, *Relazione per l'anno 2016*, p. 110.

¹⁵⁰ G. GUIZZI, *Interessi degli amministratori e operazioni con parti correlate*, in M. Vietti (a cura di), *La governance nelle società di capitali. A dieci anni dalla riforma*, EGEA, Milano, 2013, pp. 192-193.

¹⁵¹ Cfr. N. MICIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., p. 124.

¹⁵² Cfr. N. MICIELI, *Gli amministratori indipendenti nel comitato parti correlate*, cit., p. 1027 ss.

indipendenti sono “coinvolti” anche nelle trattative e nella fase istruttoria mediate la ricezione di un “*flusso informativo completo e costante*”¹⁵³.

1.4. *Parere del Comitato Parti Correlate*

Comune a entrambe le procedure è che il Comitato Parti Correlate è tenuto ad esprimere un parere “sull’interesse della società al compimento dell’operazione nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni” (artt. 7, comma 1, lett. a, e 8, comma 1, lett. c, Regolamento Consob).

La formula utilizzata dal Regolamento è stata considerata ancora più enigmatica del parametro della correttezza sostanziale e procedurale utilizzato dal legislatore all’art. 2391-*bis* c.c.¹⁵⁴, anche perché la Consob non ha fornito (neppure in sede di Comunicazione su indicazioni e orientamenti per l’applicazione del Regolamento) spunti per comprendere il significato dei singoli elementi che caratterizzano il parere, lasciando alla prassi applicativa l’identificazione della portata e dell’estensione del suo oggetto¹⁵⁵.

¹⁵³ Cfr. N. MICIELI, *Gli amministratori indipendenti nel comitato parti correlate*, cit., p. 1027 ss., la quale sottolinea come la formulazione dell’art. 8 sia sotto questo profilo più stringente rispetto a quella dell’art. 7 poiché il flusso informativo “*deve essere ininterrotto e riguardare ciascun aspetto dell’operazione decidenda, senza che le informazioni possano essere in alcun modo <selezionate>*”. Allo stesso modo precisa come non sia stata riproposta nel Regolamento la previsione della seconda bozza normativa che contemplava la “*facoltà per i medesimi amministratori indipendenti di partecipare personalmente alle trattative*”. La ragione secondo l’A. è che: “*Tale previsione sembrava determinare troppe incertezze sugli specifici doveri e sugli eventuali profili di responsabilità che avrebbero potuto essere ricondotti in capo agli indipendenti che si fossero astenuti dal partecipare alle trattative o, di contro, in capo a quanti, avendovi preso parte, avessero espresso un voto favorevole alla realizzazione di un’operazione condizionata da interessi estranei a quelli della società e dannosa per la stessa*”.

¹⁵⁴ D. SEMEGHINI, *Valutazioni preventive e retrospettive sulle operazioni con parti correlate: spunti dalla comparazione con la giurisprudenza del Delaware*, cit., p. 182.

¹⁵⁵ E. PUCCI, *Il parere degli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate: profili funzionali*, cit., p. 336 ss.

In particolare, occorre soffermarsi: sul mancato riferimento alla correttezza procedurale, sulla distinzione tra convenienza e correttezza sostanziale, nonché sulla nozione di “interesse della società al compimento dell’operazione”.

In primo luogo si rileva il mancato richiamo alla correttezza procedurale, la quale è invece indicata, come si è visto, all’art. 2391-*bis* c.c. Tale mancanza è stata spiegata in modo convincente con la considerazione per cui il criterio della correttezza procedurale – intesa come rispetto di procedure di negoziazione e approvazione delle operazioni che siano idonee a generare decisioni consapevoli e ponderate nell’interesse delle società – è in realtà specificato proprio dalle regole contenute nel Regolamento Consob (nonché nelle procedure poi adottate dalle singole società)¹⁵⁶.

In secondo luogo, risulta problematica la distinzione contenuta nella formulazione del Regolamento tra convenienza e correttezza sostanziale, soprattutto se si vuole seguire il criterio ermeneutico di attribuire a ciascun termine dell’espressione un significato distinto, anziché ritenere che taluni termini non abbiano un significato ovvero che questo venga assorbito nel significato di altre espressioni¹⁵⁷. La soluzione che è stata individuata per assegnare alla convenienza una portata autonoma rispetto a quella della correttezza sostanziale, è stata quella di considerare in termini di *fair dealing* la convenienza e non la correttezza sostanziale. Quest’ultima, per converso, verrebbe allora interpretata alternativamente come correttezza riconducibile al concetto di diligenza e corretta amministrazione di cui all’art. 2403 c.c.¹⁵⁸, ovvero come pieno rispetto delle previsioni e delle procedure richieste per le operazioni con parti correlate¹⁵⁹. Per quanto riguarda la prima interpretazione, come si è già evidenziato, alla luce della formulazione dell’art. 2391-*bis* c.c., non pare dubitabile che il legislatore abbia voluto riferirsi al parametro della *fairness*, con la conseguenza

¹⁵⁶ D. SEMEGHINI, *Valutazioni preventive e retrospettive sulle operazioni con parti correlate: spunti dalla comparazione con la giurisprudenza del Delaware*, cit., p. 182.

¹⁵⁷ Cfr. A. MAZZONI, *op. cit.*, p. 208; D. SEMEGHINI, *Valutazioni preventive e retrospettive sulle operazioni con parti correlate: spunti dalla comparazione con la giurisprudenza del Delaware*, cit., p. 182.

¹⁵⁸ Così P. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate: questioni sistematiche e problemi applicativi*, cit., pp. 69-70.

¹⁵⁹ Così E. PUCCI, *Il parere degli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate: profili funzionali*, cit., p. 336 ss.; G. LIACE, *op. cit.*, p. 107.

che pare preferibile attribuire al termine correttezza sostanziale lo stesso significato anche quando viene utilizzato nella normativa secondaria¹⁶⁰. La seconda interpretazione, per converso, sembra sminuire la differenza tra correttezza sostanziale e procedurale, facendo esaurire di fatto la prima nella seconda¹⁶¹. La soluzione più soddisfacente è dunque quella di considerare l'indicazione congiunta di correttezza sostanziale e convenienza come un'endiadi, in cui il secondo termine specifica e rafforza il primo¹⁶². Questa è peraltro la tesi accolta dalla giurisprudenza di merito¹⁶³. Secondo il Tribunale di Milano, infatti, “*convenienza e correttezza sostanziale, in quanto unitariamente riferite alle condizioni dell'operazione, costituiscono un'endiadi reciprocamente esplicativa*”¹⁶⁴. In particolare tale specificazione servirebbe a rinforzare la considerazione per cui gli amministratori non devono valutare unicamente se l'operazione sia effettuata a condizioni di mercato, ma operare una più ampia valutazione sulla congruenza dell'affare che consideri anche eventuali valori aggiunti che potrebbero derivare alla società dall'effettuare l'operazione con una parte correlata piuttosto che con un terzo¹⁶⁵.

¹⁶⁰ D. SEMEGHINI, *Valutazioni preventive e retrospettive sulle operazioni con parti correlate: spunti dalla comparazione con la giurisprudenza del Delaware*, cit., p. 184.

¹⁶¹ *Ivi*, p. 183, nt. 90.

¹⁶² *Ivi*, p. 184; nonché M. MAUGERI, *Le operazioni con parti correlate nei gruppi societari*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, p. 910, secondo cui l'espressione utilizzata nel Regolamento “*sembra risolversi in una endiadi, se è vero che il riferimento all'interesse della società riceve concretezza dai parametri della <convenienza> e della <correttezza sostanziale> dell'operazione*”; nonché P. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate: questioni sistematiche e problemi applicativi*, cit., p. 70, il quale ritiene come “*la valutazione di convenienza debba essere riguardata come specificazione del criterio di correttezza*”; ancora P. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 2011, p. 319 ss., che ha sottolineato che la convenienza, in quanto non contemplata dalla delega e poiché attiene al merito dell'operazione, andrebbe ricompresa nella correttezza.

¹⁶³ Trib. Milano, 20 dicembre 2013 (ord.), nonché Trib. Milano, 20 febbraio 2015 (ord), in www.giurisprudenzadelleimprese.it.

¹⁶⁴ Così Trib. Milano, 20 dicembre 2013 (ord.), p. 17, che specifica altresì che “*la correttezza sostanziale dell'operazione comprende non solo la valutazione che l'operazione sarebbe stata compiuta negli stessi termini se conclusa con una parte non correlata, ma include anche la valutazione di convenienza dell'operazione*”.

¹⁶⁵ D. SEMEGHINI, *Valutazioni preventive e retrospettive sulle operazioni con parti correlate: spunti dalla comparazione con la giurisprudenza del Delaware*, cit., p. 184.

Infine, il profilo più discusso è quello dell'interesse della società al compimento dell'operazione. Anche tale condizione è stata inserita tra le maglie del regolamento, pur mancando nel disposto dell'art. 2391-*bis* c.c. Anzi, il riferimento all'interesse della società rappresenta lo strappo più forte alla disposizione codicistica, al punto da aver sollevato dubbi circa un possibile eccesso di delega¹⁶⁶. Sul punto si registrano diverse interpretazioni. Secondo una prima tesi gli indipendenti sono chiamati ad anticipare il giudizio di merito sull'interesse della società all'operazione che viene poi formulato dal *plenum* del consiglio di amministrazione¹⁶⁷. Al rilievo per cui gli indipendenti eserciterebbero in questo modo una competenza gestoria solitamente non attribuitagli, si replica che si tratta di una conseguenza della scelta legislativa di assegnare la competenza per le operazioni con parti correlate al *plenum* del consiglio di amministrazione, di cui anche gli indipendenti fanno parte¹⁶⁸. Tale tesi è stata fortemente criticata in dottrina. In primo luogo si evidenzia come consentirebbe ad amministratori indipendenti non esecutivi di esprimere un parere (in alcuni casi perfino vincolante) su un aspetto tipicamente rientrante nella sfera dell' "amministrazione attiva", in forte tensione con la fisionomia del ruolo da questi svolto¹⁶⁹: la scelta di compiere un'operazione, in quanto di interesse per la società, rappresenta un giudizio particolarmente complesso, che attiene al piano dell'opportunità imprenditoriale¹⁷⁰. Di conseguenza una simile valutazione deve essere rimessa al consiglio di amministrazione, in quanto unico organo in grado di deliberare se, alla luce di visione d'insieme e delle strategie e politiche che la società si è imposta, l'operazione presenti una reale utilità e debba essere quindi realizzata¹⁷¹. Il Comitato Parti Correlate, infatti, sebbene offra maggiori garanzie sotto il profilo

¹⁶⁶ È in particolare ASSONIME, *La disciplina della Consob in materia di operazioni con parti correlate Circolare n. 38 del 6.12.2010*, in *Riv. soc.*, 2011, p. 151, ad essersi interrogata circa la compatibilità del Regolamento Consob con la delega legislativa contenuta nell'art. 2391-*bis* che fa riferimento esclusivamente ai criteri di correttezza sostanziale e procedurale

¹⁶⁷ Cfr. D. REGOLI, *Gli amministratori indipendenti e i codici di autodisciplina*, cit. p. 150.

¹⁶⁸ Questa la tesi sostenuta in particolare da A. MAZZONI, *op. cit.*, pp. 207-208.

¹⁶⁹ D. SEMEGHINI, *Valutazioni preventive e retrospettive sulle operazioni con parti correlate: spunti dalla comparazione con la giurisprudenza del Delaware*, cit., p. 187.

¹⁷⁰ E. PUCCI, *Il parere degli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate: profili funzionali*, cit., p. 336 ss.

¹⁷¹ *Ibidem*.

dell'indipendenza, non necessariamente presenta garanzie equivalenti sotto quello della competenza imprenditoriale¹⁷². D'altra parte, l'esclusione di un simile potere in capo al Comitato Parti Correlate si ricava dalla ripartizione di funzioni tra organi delegati ed organi non delegati predisposta dal nostro ordinamento, all'art. 2381, commi 3 e 5, c.c. La cura degli assetti organizzativi, amministrativi, contabili, nonché la pianificazione delle linee strategiche dell'attività sociale e la determinazione della politica di investimenti, non è rimessa agli amministratori non esecutivi, quali sono gli indipendenti del Comitato¹⁷³. Questi, in qualità di membri del consiglio di amministrazione e non del Comitato, potranno semmai esprimere le proprie valutazioni (ulteriori rispetto all'oggetto del parere) in sede consigliare, al momento della votazione nel *plenum*, incidendo solo in questo modo sugli esiti deliberativi¹⁷⁴. In secondo luogo, in relazione a tale tesi si lamenta il rischio che dall'attribuzione di funzioni "co-decisionarie" agli amministratori indipendenti discenda una sovrapposizione di ruoli tra amministratori esecutivi e non esecutivi: il comitato sarebbe chiamato a operare in qualità di consiglio-ombra, duplicando l'operato del consiglio stesso e con il rischio che si riduca il successivo passaggio consiliare alla stregua di una ratifica di una decisione assunta da una sola parte dei suoi componenti¹⁷⁵.

Gli altri orientamenti sono concordi in negativo nell'escludere che il Comitato Parti Correlate possa non solo pronunciarsi sull'opportunità, la vantaggiosità, la bontà dell'operazione¹⁷⁶, ma anche individuare soluzioni alternative reputate più convenienti rispetto a quelle proposte¹⁷⁷. Tali valutazioni, infatti, rimangono di

¹⁷² *Ibidem*.

¹⁷³ N. MICIELI, *Gli amministratori indipendenti nel comitato parti correlate*, cit., p. 1027 ss. 1027 ss.

¹⁷⁴ *Ibidem*.

¹⁷⁵ E. PUCCI, *Il parere degli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate: profili funzionali*, cit., p. 336 ss.

¹⁷⁶ A. POMELLI, *Commento all'art. 2391-bis del codice civile (Operazioni con parti correlate)*, cit., p. 710; N. MICIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., p. 158 ss.; G. LIACE, *op. cit.*, p. 106.

¹⁷⁷ Secondo N. MICIELI, *Gli amministratori indipendenti nel comitato parti correlate*, cit., p. 1027 ss. "a non rendere comunque opportuna l'aspettativa che gli indipendenti vaghino la convenienza dell'operazione in relazione alle opportunità alternative eventualmente presenti, si pongono considerazioni di buon senso. L'incarico di cui questi sarebbero investiti risulterebbe eccessivamente

esclusiva competenza dell'organo amministrativo¹⁷⁸. In questo senso si è pronunciata anche la giurisprudenza di merito 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*”¹⁷⁹.

Con riguardo al contenuto in positivo del giudizio, si distinguono due ulteriori posizioni.

La prima considera il parere sull'interesse della società al compimento dell'operazione come parere che verte sulla coerenza in astratto dell'oggetto dell'operazione con l'interesse della società, intesa come pertinenza dell'oggetto dell'operazione rispetto all'oggetto sociale e sua strumentalità alla creazione di valore per tutti gli azionisti¹⁸⁰. Il Comitato, quindi, si deve limitare a verificare che l'operazione non sia condizionata da interessi particolari dei soggetti correlati che la rendono non in linea con l'interesse della società¹⁸¹, mentre non deve valutare se l'operazione sia idonea alla realizzazione dell'interesse sociale, posto che, come si è visto, tale nozione è difficile da definire, con la conseguenza che i confini dei compiti del Comitato risulterebbero estremamente incerti¹⁸². Da questa angolatura,

gravoso per la complessità che questa attività comporterebbe (e che andrebbe a rallentare ed appesantire ulteriormente il processo deliberativo) e quanto ai connessi profili di responsabilità. V'è da chiedersi se davvero gli amministratori indipendenti sarebbero disposti ad assumersi tante responsabilità a fronte, peraltro, di una remunerazione che di regola non è tra le più elevate”.

¹⁷⁸ Un'ulteriore argomentazione a sostegno di tale tesi si trova in N. MICHIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., p. 161: “*Il fatto che il parere espresso dagli amministratori indipendenti non possa investire il <merito>, nel senso più ampio, dell'operazione pare una conclusione rafforzata anche dalla circostanza che il suddetto parere potrebbe essere espresso anche dal collegio sindacale*”.

¹⁷⁹ Trib. Milano, 20 dicembre 2013 (ord.), in www.giurisprudenzadelleimprese.it.

¹⁸⁰ Così A. POMELLI, *Commento all'art. 2391-bis del codice civile (Operazioni con parti correlate)*, cit., p. 710.

¹⁸¹ N. MICHIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., p. 135, nt. 60, la quale chiarisce come l'indagine svolta dal Comitato Parti Correlate, rimanga “<parziale>, ossia limitata ad uno scopo ben preciso che non coincide con il più ampio <interesse> della società ad assumere concretamente l'operazione in quanto opportuna e conveniente nell'ottica delle strategie adottate e della politica di investimento”.

¹⁸² In senso parzialmente diverso, ma concettualmente non distante, D. SEMEGHINI, *Valutazioni preventive e retrospettive sulle operazioni con parti correlate: spunti dalla comparazione con la*

quindi, l'interesse della società è ben distinto dall'interesse sociale e si traduce in particolare nella coerenza dell'operazione rispetto ai piani strategici, finanziari, industriali, commerciali della società¹⁸³.

La seconda ritiene che il giudizio del Comitato Parti Correlate debba considerare l'interesse della società inteso come interesse di tutti i soci all'operazione in ragione degli effetti economici, patrimoniali e finanziari sulla società, ma anche, più in particolare, come interesse dei soci non correlati alla stessa operazione, per le ricadute che questa può avere sulla redditività e sul valore della loro partecipazione¹⁸⁴. In particolare, il parere del Comitato Parti Correlate dovrebbe indagare primariamente (ma non esclusivamente) sulle implicazioni di tipo finanziario dell'operazione, traducendosi in una valutazione avente ad oggetto anzitutto l'incidenza che l'operazione può avere sulla prospettiva di investimento dei soci non correlati, sotto il profilo sia del valore attuale sia della redditività¹⁸⁵. A tale tesi è stato obiettato che impedirebbe al parere del Comitato di prendere in considerazione anche l'inerenza dell'operazione ai più ampi obiettivi perseguiti dalla

giurisprudenza del Delaware, cit., p. 189, secondo il quale “L’indicazione regolamentare può infatti essere letta nel senso di richiedere al comitato di valutare se l’operazione sia coerente con gli obiettivi intermedi e strumentali che sono stati stabiliti dall’organo amministrativo – o, nei rispettivi ambiti di competenza, dal comitato esecutivo o dagli amministratori delegati – al fine di concretizzare il più generale perseguimento dello scopo sociale”. Scopo sociale che è inteso dall’A. come scopo di lucro.

¹⁸³ Cfr la definizione di interesse aziendale di P. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate: questioni sistematiche e problemi applicativi*, cit., p. 66; nonché A. POMELLI, *Commento all'art. 2391-bis del codice civile (Operazioni con parti correlate)*, cit., p. 710 e N. MICIELLI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., pp. 159, 241, secondo i quali il Comitato Parti Correlate deve valutare anche la coerenza dell'operazione con i piani strategici, industriali e finanziari, qualora approvati.

¹⁸⁴ E. PUCCI, *Il parere degli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate: profili funzionali*, cit., p. 336 ss.; G. GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, cit., p. 84 ss.; G. GUIZZI, *Interessi degli amministratori e operazioni con parti correlate*, cit., p. 194 ss.

¹⁸⁵ G. GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, cit., p. 86. Tesi che risulta rafforzata dalla “maggiore propensione degli indipendenti a ponderare gli esiti finanziari della” gestione in ragione della loro estraneità all'attività produttiva”, come osserva C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, in A. Cicu, F. Messineo, L. Mengoni (diretto da), *Trattato di diritto civile e commerciale*, Milano, 2012, p. 377, nt. 77.

società nello svolgimento della propria attività¹⁸⁶ e più nel dettaglio sembra farsi riferimento agli obiettivi intermedi e strumentali che sono stati stabiliti dall'organo amministrativo (ovvero dal comitato esecutivo o dagli amministratori delegati nei rispettivi ambiti di competenza) nei piani strategici, finanziari, industriali, commerciali della società¹⁸⁷. Tuttavia, questa sembra l'interpretazione più coerente sul piano sistematico non solo rispetto alla disciplina di cui al Regolamento Consob, ma anche rispetto a quella europea, sia con riguardo al testo dell'art. 9 *quater* della SRD II, sia in riferimento allo spirito della direttiva. E difatti, sul piano interno si pone in linea con il meccanismo del *whitewash*, che nell'ipotesi di parere negativo degli amministratori indipendenti subordina l'approvazione alla mancata opposizione dei soci non correlati. All'evidenza, la *ratio* dell'istituto meglio si comprende ritenendo che il parere del Comitato sia incentrato primariamente sull'interesse degli azionisti non correlati, con la conseguenza che qualora gli amministratori indipendenti ritengano l'operazione non rispondente a tale interesse, questa potrà essere realizzata unicamente con il *placet* dei soci disinteressati¹⁸⁸. In aggiunta, si tratta di una lettura che conferma la necessità di prendere atto dell'impossibilità di individuare un interesse comune di tutti i soci, accettando come fisiologica una eterogeneità di interessi e di obiettivi di investimento all'interno della compagine sociale (v. Introduzione). Nella medesima direzione sembra collocarsi il comma 3 dell'art. 9 *quater* della SRD II, che, come detto, consente agli Stati membri di prevedere che l'informativa sulle operazioni di maggiore rilevanza sia corredata da una relazione che può essere predisposta, tra l'altro, da un comitato composto in maggioranza da amministratori indipendenti. Tale relazione, paragonabile al parere

¹⁸⁶ D. SEMEGHINI, *Valutazioni preventive e retrospettive sulle operazioni con parti correlate: spunti dalla comparazione con la giurisprudenza del Delaware*, cit., p. 186 e nt. 99 laddove sottolinea che: "La mancanza di tale inerenza, infatti, al momento del parere potrebbe non presentare (ancora) ricadute visibili sulla redditività e sul valore della partecipazione (profilo, inoltre, che può plausibilmente già ricadere nella valutazione di convenienza delle condizioni dell'affare), pur potendo comunque costituire, allo stesso tempo, un indicatore significativo del carattere opportunistico dell'operazione".

¹⁸⁷ *Ivi*, p. 189 ss.

¹⁸⁸ E. PUCCI, *Il parere degli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate: profili funzionali*, cit., p. 336 ss.; G. GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, cit., p. 87.

del Comitato Parti Correlate, deve valutare “la correttezza e la convenienza dell'operazione dal punto di vista della società e degli azionisti che non sono una parte correlata, compresi gli azionisti di minoranza”. C'è pertanto un espresso riferimento non solo ai soci non correlati, ma anche agli azionisti di minoranza. La posizione risulta ancora più chiara se si considerano la Proposta di SRD II del 2014, nonché soprattutto la c.d. versione di compromesso presidenziale del 2015. Secondo la Proposta la relazione deve valutare se “the transaction is fair and reasonable from the perspective of the shareholders, including minority shareholders”, senza quindi fare riferimento all'interesse della società. Ai sensi della relazione di compromesso, invece, il parere verifica se “the transaction is fair and reasonable from the perspective of the shareholders who are not related party, including minority shareholders”: si considera quindi il solo interesse degli azionisti non correlati e di minoranza¹⁸⁹. Infine, quella di cui si discute sembra la lettura più coerente con il più generale obiettivo della SRD II di tutelare gli interessi degli azionisti di minoranza.

1.5. Responsabilità degli amministratori indipendenti

Il ruolo assegnato agli amministratori indipendenti nel regime delle operazioni con parti correlate ha spinto a interrogarsi sulla sussistenza di profili di responsabilità aggiuntivi o rafforzati¹⁹⁰. Innanzitutto è opportuno specificare che nonostante il rafforzamento di tale figura ad opera del Regolamento Consob, non pare che la qualifica di amministratore indipendente sia di per sé idonea ad attribuire più stringenti doveri di condotta con conseguente aggravio di responsabilità¹⁹¹. Una simile soluzione d'altra parte non sarebbe logica, finendo per attribuire una maggiore responsabilità agli amministratori previsti per prevenire o comunque rilevare conflitti di interesse piuttosto che agli amministratori che effettivamente agiscono in conflitto

¹⁸⁹ Si vedano tali differenze nella tabella sinottica che confronta la proposta della Commissione, la versione del Consiglio e quella del Parlamento, 11243/15, LIMITE DRS 50 CODEC 1084.

¹⁹⁰ E. PUCCL, *Il parere degli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate: profili funzionali*, cit., p. 336 ss.

¹⁹¹ N. MICIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., p. 236.

di interesse¹⁹². Diversamente, si giustifica un più rigoroso regime di responsabilità in capo agli amministratori indipendenti che partecipano a un comitato endoconsiliare, nel caso in esame quindi il Comitato Parti Correlate¹⁹³. Infatti, si ritiene che l'attribuzione di funzioni, seppure di natura consultiva e istruttoria rispetto alle decisioni consiliari, ai componenti dei comitati, nonché l'asimmetria informativa che inevitabilmente si produce tra i membri del comitato e gli altri amministratori siano idonee a configurare un aggravamento della responsabilità dei primi¹⁹⁴. Accertata la necessità di differenziare la responsabilità, la dottrina si divide sulla modalità con cui ciò debba avvenire, se con un aggravamento della responsabilità esterna dei componenti dei comitati, ovvero con un aggravamento solamente nei rapporti interni da far valere in sede di regresso tra condebitori. La prima tesi è stata argomentata facendo leva sul disposto dell'art. 2392 che estende la distinzione di responsabilità in presenza di delega anche in caso di "funzioni in concreto attribuite a uno o più amministratori", quali sarebbero le funzioni istruttorie, propositive e di controllo attribuite ai componenti dei comitati¹⁹⁵. Tale soluzione, tuttavia, non convince completamente proprio se si fa riferimento alla disciplina delle operazioni con parti correlate: non occorre dimenticare, infatti, che la decisione finale circa il compimento o meno di un'operazione con parte correlata spetta al consiglio di amministrazione. Il parere positivo del Comitato su un'operazione contraria agli interessi della società, quindi, non può deresponsabilizzare l'organo a cui spetta la decisione in concreto¹⁹⁶. In aggiunta, si evidenzia come la tesi dell'aggravamento della responsabilità esterna rischia di scoraggiare drasticamente la partecipazione ai

¹⁹² Cfr. V. CALANDRA BUONAURA, *Il sistema dei controlli interni nelle società quotate*, cit., pp. 40-41.

¹⁹³ N. MICIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., p. 237, secondo la quale "Agli amministratori indipendenti che fanno parte del Comitato Parti Correlate vengono indubbiamente assegnate funzioni specifiche che inducono a ritenere che sia loro richiesto anche un grado di diligenza rafforzato, ma questo non in quanto <indipendenti>, bensì in conseguenza della specifica funzione che devono assolvere all'interno del Comitato"; Cfr. V. CALANDRA BUONAURA, *Il sistema dei controlli interni nelle società quotate*, cit., p. 41.

¹⁹⁴ Cfr. V. CALANDRA BUONAURA, *Il sistema dei controlli interni nelle società quotate*, cit., p. 41; M. STELLA RICHTER JR, *op. cit.*, p. 307.

¹⁹⁵ Cfr. V. CALANDRA BUONAURA, *Il sistema dei controlli interni nelle società quotate*, cit., pp. 42-43.

¹⁹⁶ N. MICIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., p. 238.

comitati¹⁹⁷, nonché di condurre a un eccesso di cautela dei comitati che distorcerebbe le dinamiche interne ai consigli di amministrazione¹⁹⁸. Si ritiene pertanto preferibile accogliere la seconda tesi per cui la differenziazione in termini di responsabilità dovrebbe risolversi solo in una diversa graduazione nei rapporti interni della responsabilità degli amministratori appartenenti al Comitato Parti Correlate. Pertanto, solo a seguito di una condanna solidale a carico di tutto il consiglio, i componenti del Comitato potrebbero vedersi penalizzati nella redistribuzione della responsabilità mediante l'esercizio di azioni di rivalsa¹⁹⁹.

Con riguardo alla responsabilità dei componenti del Comitato, nell'ipotesi in cui questi abusino del diritto ad essere coinvolti nelle trattative e nella fase istruttoria (ad esempio con comportamenti ingiustificatamente ostruzionistici) ovvero in cui forniscano pareri negativi con motivazione arbitraria o insufficiente, sono revocabili per giusta causa dall'incarico (e, quindi, dal comitato) e, nei casi più gravi, anche dal consiglio di amministrazione²⁰⁰. La revoca dall'incarico si ritiene peraltro sempre possibile ad opera del consiglio anche in assenza di giusta causa, ma in tale caso è dubbio se l'amministratore revocato che abbia subito un danno (come il compenso supplementare spettantegli in qualità di componente del Comitato) possa chiederne il risarcimento²⁰¹. Se la condotta dei componenti del Comitato ha determinato l'impossibilità di concludere l'affare ovvero maggiori costi dovuti alla necessità di attivare il procedimento assembleare, tali amministratori saranno chiamati a rispondere del pregiudizio arrecato alla società. In ogni caso, anche in relazione alle operazioni di maggiore rilevanza, il parere negativo del Comitato, non è idoneo a giustificare l'abdicazione del consiglio dal compito di ricorrere al rimedio

¹⁹⁷ Cfr. V. CALANDRA BUONAURA, *Il sistema dei controlli interni nelle società quotate*, cit., p. 43 anche se lo stesso A. reputa che allo stesso tempo potrebbe avere la conseguenza virtuosa di incentivare un maggiore impegno e una maggiore professionalità.

¹⁹⁸ L. CALVOSA, *op. cit.*, p. 55.

¹⁹⁹ E. PUCCI, *Il parere degli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate: profili funzionali*, cit., p. 336 ss.

²⁰⁰ A. POMELLI, *Commento all'art. 2391-bis del codice civile (Operazioni con parti correlate)*, cit., pp. 725-726; G. LIACE, *op. cit.*, p. 109.

²⁰¹ A. POMELLI, *Commento all'art. 2391-bis del codice civile (Operazioni con parti correlate)*, cit., p. 727.

assembleare (se consentito dallo statuto) al fine di realizzare operazioni vantaggiose per la società. A patto, chiaramente, che i costi necessari per attivare il procedimento assembleare non superino il vantaggio atteso dall'operazione²⁰².

2. Operazioni con parti correlate e assemblea dei soci

2.1. Sistema del whitewash

Con riguardo alla competenza dell'assemblea in materia di operazioni con parti correlate, l'aspetto di maggior rilievo è rappresentato dall'introduzione ad opera del Regolamento Consob del meccanismo del c.d. *whitewash* per le operazioni di maggior rilevanza²⁰³, il quale per come è strutturato costituisce una soluzione originale del nostro ordinamento che non trova immediati corrispettivi nel panorama comparato²⁰⁴.

Il Regolamento Consob distingue due ipotesi in cui si può ricorrere al meccanismo del *whitewash*. La prima è quella delle operazioni di maggiore rilevanza di competenza assembleare: si pensi alle operazioni di riorganizzazione societaria, come fusioni e scissioni, ovvero alle operazioni sul capitale, come gli aumenti con conferimenti in natura²⁰⁵. Per tali operazioni, *ex art.* 11, comma 2, l'avviso

²⁰² *Ibidem*; E. RIMINI, *op. cit.*, p. 43; P. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate tra efficienza gestionale nei gruppi e rischi di conflitti di interessi: quale disciplina?*, in *Atti del Convegno di studio su "La crisi finanziaria: banche, regolatori, sanzioni"*, Courmayeur, 25-26.9.2009, p. 18.

²⁰³ Cfr. N. MICIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., p. 171.

²⁰⁴ A. POMELLI, *Commento all'art. 2391-bis del codice civile (Operazioni con parti correlate)*, cit., p. 715; ma anche ID., *Related-Party Transactions and the Intricacies of Ex Post Judicial Review: The Parmalat/Lactalis Case*, cit., p. 78, nt. 12: "Such requirement, which may be labelled as a majority-of-the-minority condition [...] where a dominant shareholder exists, displays a feature different from those seen elsewhere".

²⁰⁵ G. GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, cit., p. 92, nt. 51; M. NOTARI, *La "sterilizzazione" del voto nelle società per azioni: appunti in tema di "whitewash" e dintorni*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, p. 749.

contrario²⁰⁶ degli amministratori o dei consiglieri indipendenti sulla proposta di deliberazione da sottoporre all'assemblea può essere superato assoggettando la conseguente delibera assembleare alla regola del *whitewash* di cui all'art. 11, comma 3 del Regolamento. La seconda riguarda invece le operazioni di maggiore rilevanza di competenza gestoria. Tali operazioni, ai sensi dell'art. 8, comma 2, del Regolamento, possono essere approvate dal consiglio di amministrazione nonostante l'avviso contrario degli amministratori indipendenti, a condizione che il compimento dell'operazione sia autorizzato dall'assemblea ai sensi 2364 n. 5 c.c. con una delibera conforme al disposto dell'art. 11, comma 3 del Regolamento²⁰⁷.

L'art. 11, comma 3 del Regolamento disciplina appunto il meccanismo del *whitewash*, in base al quale nelle due ipotesi descritte la delibera assembleare è approvata solo se, in aggiunta alle maggioranze legali o statutarie di rito, non si registri l'opposizione della maggioranza dei soci non correlati votanti. In particolare, affinché la delibera sia validamente assunta devono ricorrere due condizioni: la prima è che venga superato il *quorum* legale/statutario richiesto; la seconda è che non esprima un voto contrario la maggioranza dei soci non correlati votanti. Pertanto, non si verifica una duplice votazione e neppure una duplicazione di riunioni assembleari, al contrario la votazione è unica e tutti i soci, correlati e non, possono prendervi parte e votare. Tuttavia, il voto dei soci correlati è parzialmente “sterilizzato”: è valido e concorre al raggiungimento del *quorum* richiesto per l'approvazione dell'operazione, tuttavia non viene conteggiato nel calcolo del *quorum* necessario per rimuovere l'ostacolo derivante dal parere negativo espresso dagli amministratori

²⁰⁶ La Comunicazione Parti Correlate (par. 16.2) sottolinea come il Regolamento Consob utilizzi l'espressione volutamente ampia di “avviso contrario” e non di parere contrario, al fine di includere “qualunque altra modalità di espressione da parte degli amministratori indipendenti che le società abbiano deciso di adottare nell'assegnare alla maggioranza di tali amministratori (o ai soggetti chiamati ad esprimersi in forza dei presidi alternativi, qualora applicabili) un ruolo determinante nell'approvazione dell'operazione”. Da tale inciso la dottrina ha ricavato che la Consob abbia voluto attribuire natura vincolante anche al parere dei soggetti utilizzabili quali presidi alternativi (cfr. A. POMELLI, *Commento all'art. 2391-bis del codice civile (Operazioni con parti correlate)*, cit., p. 714).

²⁰⁷ P. ABBADESSA, *Assemblea e operazioni con parti correlate*, cit., p. 28; M. NOTARI, *La “sterilizzazione” del voto nelle società per azioni: appunti in tema di “whitewash” e dintorni*, cit., p. 749.

indipendenti²⁰⁸. I soci “non correlati” sono definiti come i titolari del diritto di voto diversi dalla controparte dell’operazione, nonché dai soggetti correlati a tale controparte ovvero alla società (art. 3, comma 1, lett. 1, Regolamento): il riferimento è, quindi, alla sola correlazione diretta²⁰⁹. Per evitare che l’operazione possa essere bloccata da una esigua minoranza di soci con condotte ostruzionistiche o abusive, l’art. 11, comma 3 del Regolamento consente alle società di prevedere che il compimento dell’operazione sia impedito solo qualora i soci non correlati presenti in assemblea rappresentino almeno una determinata quota del capitale sociale con diritto di voto, comunque non superiore al dieci per cento.

Vi sono inoltre due aspetti in cui il meccanismo del *whitewash* differisce a seconda che riguardi operazioni di competenza assembleare ovvero gestoria.

Il meccanismo del *whitewash* per le operazioni di competenza assembleari è “obbligatorio”, nel senso che la sua adozione costituisce uno dei modi obbligatori mediante i quali una società quotata deve dotarsi di regole interne volte a prevenire i rischi insiti nelle operazioni con parti correlate quando siano di competenza assembleare²¹⁰. La Comunicazione Parti Correlate ha però precisato che il sistema del *whitewash* non deve necessariamente essere introdotto mediante una modificazione dello statuto, ritenendo che “*il medesimo effetto possa essere ottenuto anche in assenza di modifiche statutarie mediante una regola, da includere nelle procedure, che richieda l’inserimento nella proposta di deliberazione assembleare di una previsione che ne condizioni l’efficacia alla speciale maggioranza indicata nell’articolo 11, comma 3, del Regolamento*” (par. 17).

Per converso, con riguardo alle operazioni di maggiore rilevanza di competenza gestoria, il *whitewash* non è obbligatorio né direttamente né indirettamente, bensì “*rappresenta un onere per poter procedere comunque con una operazione gestoria*

²⁰⁸ M. NOTARI, *La “sterilizzazione” del voto nelle società per azioni: appunti in tema di “whitewash” e dintorni*, cit., p. 752 ss.

²⁰⁹ Anche la Comunicazione Parti Correlate (par. 17) specifica che: “*sono presi in considerazione solo soggetti che siano direttamente correlati alla società oltre che alla controparte dell’operazione. Ai fini dell’accertamento di rapporti di correlazione tra parti correlate della società, quest’ultima si avvarrà delle informazioni ricevute ai sensi dell’articolo 4, comma 8, del Regolamento*”.

²¹⁰ M. NOTARI, *La “sterilizzazione” del voto nelle società per azioni: appunti in tema di “whitewash” e dintorni*, cit., p. 749.

che non ha passato il vaglio degli amministratori indipendenti non correlati". Assume, quindi, rispetto alla proposta del consiglio di amministrazione respinta dagli amministratori indipendenti non correlati, il ruolo di "appello", per di più "vincolante", nel senso che senza l'approvazione dell'assemblea l'operazione non può essere effettuata²¹¹. In aggiunta, affinché ci si possa avvalere del *whitewash* non è qui sufficiente che esso sia previsto dalle procedure consiliari in tema di operazioni con parti correlate, ma è necessaria una coerente modifica statutaria²¹².

La previsione dell'approvazione assembleare con il voto favorevole della maggioranza dei c.d. *independent shareholders* nell'ambito delle operazioni con parti correlate ha suscitato diverse perplessità ancora prima della sua adozione²¹³.

In particolare, in primo luogo è stato affermato che tale regola sarebbe in contrasto con l'art. 2380-*bis*, il quale riserva all'esclusiva competenza degli amministratori le operazioni relative alla gestione dell'impresa²¹⁴. Tuttavia, è stato correttamente

²¹¹ *Ivi*, p. 753.

²¹² P. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 2011, p. 319 ss. precisa come "il sistema di *whitewash* non possa essere introdotto attraverso le procedure, dal momento che le autorizzazioni assembleari devono essere previste in Statuto. Del resto il Regolamento richiama espressamente <l'articolo 2364, comma 1, numero 5), del codice civile> che, testualmente, non consente più agli amministratori di sottoporre atti di gestione all'assemblea in assenza di previsione statutaria". L'Autore rammenta, tuttavia, che secondo parte della dottrina tale facoltà per gli amministratori non sia venuta meno, ferma restando la loro responsabilità che è oggi espressamente prevista dalla norma riformata. Così B. PETRAZZINI, *Commento art. 2364*, in G. Cottino e al. (a cura di), *Il nuovo diritto societario*, Vol. 1, Zanichelli, Bologna, 2004, p. 470 ss.

²¹³ G. GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, cit., p. 92 sottolinea come tale previsione avesse sollevato non pochi rilievi critici già nell'iter di approvazione del Regolamento.

²¹⁴ P. FERRO-LUZZI, *Le operazioni con parti correlate infragruppo*, cit., p. 10, già prima dell'adozione del Regolamento descrive il *whitewash* come un meccanismo "contrario all'orientamento di base del nostro sistema in punto di rapporti assemblea (soci) e gestione dell'impresa"; M. FOSCHINI, *Le operazioni con parti correlate e l'attuazione dei principi di cui all'art. 2391-bis del codice civile*, in *Studi per Franco Di Sabato*, III, Società, Napoli, 2009, p. 598, afferma come "l'art. 2391-bis cod. civ. e la normativa CONSOB costituiscano la naturale attuazione del principio di competenza esclusiva degli organi di amministrazione nel dettare le regole e nel compiere poi in concreto operazioni con parti correlate"; dopo l'adozione del Regolamento si vedano V. SALAFIA, *op. cit.*, p. 738, il quale parla di "aperto contrasto"; F. CHIAPPETTA, *Diritto del governo societario. La corporate governance delle società quotate*, cit., p. 735 ss.; ASSONIME, *La disciplina della Consob in materia di operazioni con parti correlate*, Circolare n. 38 del 6 dicembre 2010.

osservato come tale tesi non sia condivisibile²¹⁵: l'art. 2364 n. 5 prevede espressamente che lo statuto possa subordinare il compimento di particolari atti da parte degli amministratori all'autorizzazione assembleare e il Regolamento Consob prevede, per l'appunto, che la delibera dell'assemblea per le operazioni con parti correlate avvenga entro la cornice dell'art. 2364 n. 5²¹⁶. Peraltro, proprio perché si tratta di mera autorizzazione assembleare, gli amministratori da un lato possono decidere di non compiere l'operazione nonostante la delibera favorevole dell'assemblea; dall'altro, specularmente, se decidono di compierla, rimane ferma la loro responsabilità anche con il voto favorevole dei soci non correlati, come implicitamente disposto all'art. 2364 n. 5²¹⁷. L'autorizzazione assembleare, quindi,

²¹⁵ P. ABBADESSA, *Assemblea e operazioni con parti correlate*, cit., pp. 18-19; G. LIACE, *op. cit.*, p. 78; P. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 2011, p. 319 ss.; nonché G. GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, cit., p. 93 e ss., sebbene l'A. sottolinei come si tratti di una previsione "senza dubbio eterodossa rispetto all'impostazione generale" p. 93 e in *Riflessioni intorno all'art. 2380-bis c.c.*, p. 1046 parli di una "(almeno apparente) distonia tra tale previsione e la centralità del ruolo del consiglio di amministrazione nel governo dell'impresa".

²¹⁶ Si evidenzia che tuttavia G. GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, cit., p. 93 e ss. con riguardo al sistema del *whitewash* afferma che non "sembra possibile ridurre la carica innovativa sottolineando che l'approvazione in parola avrebbe un valore non molto diverso dalle autorizzazioni di cui all'art. 2364, n. 5, c.c. Che nel caso di specie l'intervento dell'assemblea sia qualcosa di più e di diverso da un mero indirizzo rispetto al compimento di un atto di gestione che gli amministratori sono competenti in via esclusiva a decidere, e che dunque possono anche efficacemente compiere pure in assenza dell'autorizzazione dei soci, mi sembra discenda proprio dalla considerazione della specificità del suo presupposto, ossia dal fatto che esso è identificato come meccanismo di arbitraggio tra due distinte valutazioni circa la convenienza dell'operazione che si manifestano nell'ambito dell'organo amministrativo, e dunque come strumento che serve a rimuovere una situazione di stallo la cui esistenza impedisce al consiglio di deliberare. Sotto questo profilo mi sembra, allora, che l'approvazione dell'assemblea assuma un valore molto più intenso, in quanto diviene un elemento necessario non solo per rimuovere un limite che altrimenti sussisterebbe al potere di gestione, ma anche e soprattutto un limite che risulterebbe opponibile ai terzi, nel senso che una decisione del consiglio di compiere egualmente l'operazione anche in presenza di un parere negativo e senza aver ottenuto l'autorizzazione assembleare comporterebbe l'inefficacia dell'atto compiuto".

²¹⁷ A. POMELLI, *Commento all'art. 2391-bis del codice civile (Operazioni con parti correlate)*, cit., p. 715; nonché N. MICHIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., pp. 172-173, che fa riferimento a una "autorizzazione non vincolante per gli amministratori e mai

non costituisce una presunzione assoluta di correttezza sostanziale dell'operazione con parte correlata, pur costituendo sicuramente un forte indizio in tal senso²¹⁸.

In secondo luogo, è stato sostenuto come il meccanismo del *whitewash* sarebbe contrario alla regola contenuta all'art. 2373 c.c. in materia di conflitto di interessi del socio. Tale disposizione, infatti, non impedisce al socio in conflitto di interessi di votare in assemblea, salva poi la possibilità di impugnare la delibera sussistendone i presupposti²¹⁹. Tuttavia, il rilievo è errato²²⁰: il Regolamento Consob non impedisce al socio correlato di votare, ma “*si limita ad aggiungere agli ordinari quorum occorrenti per l'adozione della delibera, un ulteriore quorum a carattere impeditivo*”²²¹. D'altra parte, la stessa Comunicazione Parti Correlate è intervenuta a chiarire che: “*La disposizione indicata nell'art. 11, comma 3, del Regolamento lascia impregiudicata l'applicabilità delle disposizioni del codice civile in materia di maggioranze assembleari (in particolare, articoli 2368 e 2369) e in materia di conflitto d'interessi dei soci (in particolare, articoli 2368, comma 3, e 2373). A tali norme si aggiunge, senza sostituirsi, la condizione che non vi sia un voto contrario da parte della maggioranza dei “soci non correlati”, da calcolarsi sui soli votanti al fine di evitare che gli astenuti siano computati a favore o contro la deliberazione*” (par. 17).

Chiarito come non si possa più “*dubitare della legittimità della regola di legislazione secondaria*”²²², in dottrina sono stati sollevati comunque dubbi in ordine alla efficacia di un simile strumento²²³. Critici sono i tempi e i costi di attivazione della

tale da comportare una deresponsabilizzazione dell'organo gestorio che del compimento di un'operazione, pur autorizzata, rimane verso i terzi l'unico responsabile”.

²¹⁸ A. POMELLI, *Commento all'art. 2391-bis del codice civile (Operazioni con parti correlate)*, cit., p. 715.

²¹⁹ Così M. BAGLIONI-G. GRASSO, *Parti correlate: l'attività di predisposizione delle nuove procedure interne*, in *Società*, 2010, p. 732, nt. 12.

²²⁰ Così P. ABBADESSA, *Assemblea e operazioni con parti correlate*, cit., p. 29.

²²¹ Così *ibidem*; conf. G. LIACE, *op. cit.*, p. 87.

²²² Cfr. P. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 2011, p. 319 ss.

²²³ Al punto che è stata definita come “meglio calibrata” la soluzione adottata da Banca d'Italia nel Documento sulle “Attività di rischio e conflitti di interesse nei confronti di soggetti collegati” (2011), il quale prevede che in caso di parere negativo o condizionato degli amministratori indipendenti non sia possibile ricorrere all'assemblea, ma possa essere richiesto un ulteriore parere preventivo

procedura, la quale vieppiù costringe a svelare all'esterno l'esistenza del dissenso con possibili pregiudizi reputazionali²²⁴. In aggiunta è stato rilevato come sia difficile immaginare che gli amministratori sottopongano la decisione all'assemblea dopo aver ottenuto un parere motivato sfavorevole dagli indipendenti, dato che il Regolamento impone in questo caso agli amministratori di motivare in modo analitico e adeguato le ragioni "per cui si ritiene di non condividere" il parere degli indipendenti (Regolamento 2.3 Allegato 4)²²⁵.

Con riguardo allo scopo di tale disciplina di coinvolgimento assembleare nelle operazioni con parti correlate, è stato evidenziato come questo non possa individuarsi nel rafforzamento della tutela dei soci di fronte alla possibilità che gli amministratori interessi diversi da quello sociale²²⁶. Una simile finalità si rinviene piuttosto in altre esperienze giuridiche. Così il modello inglese descritto nella *listing rule* n. 11, adottata dalla FSA e applicabile alle sole quotate, prevede che l'operazione con parte correlata sia approvata dall'assemblea al cui voto non partecipa né la parte correlata né i *related party's associates*; quello francese, di cui agli artt. L225-38 e L22540, *code comm.*, sottopone l'operazione prima all'*autorisation préalable* del consiglio di amministrazione e poi alla successiva *approbation* da parte dell'assemblea, il cui rigetto non ha tuttavia effetti nei confronti dei terzi, eccetto il caso di frode, restando in ogni caso esclusi dal voto i soggetti interessati; infine quello americano, come si dirà meglio *infra*, riconosce un *safe harbor* agli amministratori quando l'operazione sia stata approvata sulla base di una adeguata informazione dalla maggioranza dei soci non correlati²²⁷. In tali ipotesi è evidente che il coinvolgimento dell'assemblea è finalizzato a prevenire il rischio di realizzazione di operazioni dannose per i soci ma vantaggiose per il *management* o per il socio di controllo di cui gli amministratori

all'organo di controllo. P. ABBADESSA, *Assemblea e operazioni con parti correlate*, cit., p. 19. conf. N. MICIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., p. 175.

²²⁴ Così P. ABBADESSA, *Assemblea e operazioni con parti correlate*, cit., p. 19.

²²⁵ N. MICIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., p. 174.

²²⁶ Cfr. *ivi*, p. 175.

²²⁷ P. ABBADESSA, *Assemblea e operazioni con parti correlate*, cit., pp. 17-18; N. MICIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., p. 169.

sono espressione²²⁸. D'altra parte, è altrettanto evidente come il coinvolgimento dell'assemblea previsto dal Regolamento Consob rimane marginale se confrontato con il ruolo che le viene riservato negli ordinamenti sopra citati²²⁹. Il Regolamento, infatti, da un lato ammette il meccanismo del *whitewash* solo in presenza di un parere vincolante e negativo del Comitato Parti Correlate, dall'altro non consente mai implicitamente all'assemblea di sostituirsi a tale comitato. Altrimenti detto, la maggioranza degli azionisti disinteressati è in grado di impedire il compimento dell'operazione, ma non è investita del potere di decidere sull'affare, come avverrebbe attraverso una diversa applicazione del c.d. *majority of the minority vote*²³⁰. Il *whitewash* per come delineato nel Regolamento viene considerato piuttosto come uno strumento per superare le divergenze presenti non tra azionisti e *management*, bensì all'interno dell'organo gestorio²³¹. Il parere negativo, infatti, fa sorgere un contrasto "*tra soggetti tutti preposti alla gestione, sia pure a vario titolo e con funzioni diverse, e però tutti potenzialmente anche responsabili*", che necessita di essere risolto "*attraverso l'appello a un'istanza superiore*"²³². Inoltre, si sottolinea come la possibilità di ricorrere all'assemblea possa costituire un incentivo per il Comitato Parti Correlate a ponderare con maggiore attenzione il proprio parere²³³. Allo stesso modo, il consiglio di amministrazione che intenda ottenere

²²⁸ Cfr. N. MICIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., p. 175.

²²⁹ Cfr. *ivi*, p. 169.

²³⁰ F. GUERRERA, "*Interessi*" degli azionisti e partecipazione "*differenziata*" ai processi decisionali (*considerazioni sul c.d. whitewash nelle società aperte*), in *RDS*, 1/2015, p. 113. La differenza è spiegata anche in A. POMELLI, *Related-Party Transactions and the Intricacies of Ex Post Judicial Review: The Parmalat/Lactalis Case*, cit., p. 78, nt. 12 laddove spiega come "*While in other jurisdictions, such as Delaware and The United Kingdom (see UKLA Listing Rule 11.1.7(4)), the MOM condition requires that a majority of the minority shareholders vote in favour of the proposal, the risk of passivity or rational apathy of such shareholders being allocated to the related party, in Italy the passivity or rational apathy of minority shareholders would not jeopardize the taking of a resolution at the meeting*".

²³¹ Cfr. N. MICIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., p. 175.

²³² G. GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, cit., p. 90.

²³³ Cfr. N. MICIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., p. 174.

l'autorizzazione dell'assemblea nonostante il parere negativo, dovrà svolgere un approfondimento istruttorio finalizzato ad offrire ai soci elementi di fatto e argomenti che consentano di spiegare le ragioni che dovrebbero indurli a superare il parere negativo del Comitato²³⁴. Altri autori ritengono che il *whitewash*, nonostante i tratti peculiari che assume nel Regolamento, costituisca uno strumento efficace per la tutela degli azionisti di minoranza, atteggiandosi come un congegno preliminare e (anche se solo tendenzialmente) alternativo rispetto ai rimedi invalidativi, risarcitori o sostituitivi che prevedono l'intervento giudiziario di cui agli artt. 2373, 2377, 2391, 2392 ss., e 2409 c.c.²³⁵. Infatti, il rimedio risarcitorio è subordinato alle istanze di snellezza e di efficienza dell'azione societaria, dipende dalla discrezionalità giudiziaria ed è imprevedibile nei suoi esiti applicativi, con la conseguenza di non essere uno strumento confacente all'esigenza di protezione del socio-investitore nella società quotata. Per converso, la sterilizzazione o il depotenziamento del voto dei soci interessati/correlati uniti all'attribuzione di un potere decisionale ai soci non correlati (il c.d. passaggio di mano) o quantomeno alla prescrizione della loro non opposizione (il c.d. potere di blocco) *“tendono a risolvere il problema sistematicamente e preventivamente”*²³⁶. Il meccanismo del *whitewash*, quindi, fa emergere come la logica della prevenzione del rischio di un pregiudizio alla società e agli azionisti prevale su quella della reazione singolare all'abuso del voto attraverso rimedi invalidativi e risarcitori²³⁷.

Parte della dottrina considera opportuno un coinvolgimento degli azionisti inferiore rispetto a quello previsto in altri ordinamenti, in particolare per tre ordini di ragioni: in primo luogo, esiste un diffuso scetticismo verso la capacità dell'assemblea di garantire la partecipazione attiva delle minoranze in simili operazioni²³⁸; in secondo luogo, poiché rimettere *“all'assemblea dei soci l'espressione di un voto sull'approvazione o meno all'operazione appare una soluzione quantomeno*

²³⁴ G. GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, cit., p. 98.

²³⁵ F. GUERRERA, *“Interessi” degli azionisti e partecipazione “differenziata” ai processi decisionali*, cit., p. 97.

²³⁶ Così *ivi*, p. 101.

²³⁷ *Ivi*, p. 116.

²³⁸ F. GUERRERA, *“Interessi” degli azionisti e partecipazione “differenziata” ai processi decisionali*, cit., p. 113.

*discutibile tenuto conto anche del trend normativo (specie all'indomani della riforma del 2003) che sottrae competenze gestorie all'assemblea*²³⁹; in terzo luogo, in quanto la compagine sociale tipica delle società quotate italiane sarebbe costituita prevalentemente da investitori professionali, più propensi a massimizzare il valore del proprio investimento nel breve termine che a garantire alla società una progettualità nel medio-lungo periodo²⁴⁰. Sul punto si ritengono necessarie alcune puntualizzazioni.

Anzitutto, i dati sinora a disposizione sul ricorso da parte delle società quotate al meccanismo del *whitewash*, sebbene non particolarmente “entusiasmanti”, non sembrano sancirne un totale insuccesso²⁴¹. In aggiunta, si segnala il recente caso di

²³⁹ Cfr. N. MICIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., pp. 170-171.

²⁴⁰ Cfr. N. MICIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., p. 170: “Occorre, peraltro, tener conto della qualità soggettiva degli azionisti di una società quotata italiana. Le assemblee risultano composte in buona parte da investitori professionali, di regola preoccupati più a massimizzare il valore del proprio investimento nel breve termine che a garantire alla società una progettualità di lungo-medio periodo”.

²⁴¹ Le prime risultanze statistiche si trovano in ASSONIME, *La Corporate Governance in Italia: autodisciplina e operazioni con parti correlate*, febbraio 2012, pp. 135-136: “La possibilità di ricorrere all'assemblea al fine di superare l'“avviso contrario” del comitato è prevista, rispettivamente, da 95 società (pari al 36% del totale), per le operazioni di competenza non assembleare, e da 155 società (pari al 59% del totale), per quelle di competenza assembleare [...]. Le scelte in materia di ricorso all'assemblea (con *whitewash*) paiono collegate alla decisione di prevedere statutariamente l'esclusione ex art. 13, comma 6 del Regolamento (secondo cui la conclusione delle OPC “urgenti” non di competenza assembleare può, a certe condizioni, essere sottratta alle regole previste dalle procedure). Tra le società che hanno previsto tale esclusione la possibilità di ricorrere all'assemblea sale al 46% (è il 25% per le altre) per le operazioni di competenza non assembleare; al 70% (è il 47% per le altre) per le operazioni di competenza assembleare; e al 49% (è il 7% per le altre) per le operazioni in caso di urgenza correlata a situazioni di crisi aziendale. 31 società hanno previsto la possibilità di ricorrere a tutte e quattro le deroghe; 43 non hanno previsto alcuna deroga”. Una seconda statistica, più recente, si trova in M. BIANCHI-A. CIAVARELLA-L. ENRIQUES-V. NOVEMBRE-R. SIGNORETTI, *Regulation and self-regulation of related party transactions in Italy. An empirical analysis*, in Consob, *Quaderni di finanza*, 2014, pp. 18-19: “Nearly two firms out of three have opted out of the default making independent directors' advice binding. Within this group, only one out of four has decided to submit the transactions to a pure *whitewash*, with no minimum threshold, while most companies have set a

Tod's s.p.a., che ha previsto in via volontaria l'applicazione del meccanismo del *whitewash*²⁴². Nel dettaglio, la società ha attribuito agli azionisti di minoranza un ruolo determinante nella decisione relativa a un aumento di capitale riservato alla parte correlata da liberarsi tramite conferimento di marchio e di un'azienda. La Tod's ha previsto in via volontaria l'applicazione del *whitewash*²⁴³, stabilendo che la delibera relativa all'aumento di capitale non sarebbe stata eseguita qualora la maggioranza dei soci diversi dalla parte correlata votanti in assemblea avesse espresso voto contrario. L'assemblea straordinaria di Tod's, tenutasi nel gennaio 2016, ha registrato ampia partecipazione e consenso delle minoranze sull'operazione, la quale è stata approvata con il voto favorevole del 99,7% per cento degli azionisti non correlati, presenti in assemblea con oltre il 17 per cento del capitale della Società²⁴⁴.

Per quanto concerne il *trend* normativo cui si fa riferimento, è vero che la riforma del 2003 ha determinato lo spostamento del baricentro decisionale verso il consiglio di amministrazione, come emerge chiaramente dall'articolo 2380-bis, comma 1, c.c.²⁴⁵. Tuttavia, in particolare con riguardo alle società quotate, le più recenti iniziative di legge e di regolamento hanno risposto all'esigenza di rafforzare il ruolo degli

threshold for non-related shareholders at the highest possible level (i.e. 10%). Together, non-opting out companies and those allowing any majority of the minority to veto the transaction represent roughly one half of the sample market capitalization”.

²⁴² Cfr. CONSOB, *Relazione per l'anno 2015*, p. 102.

²⁴³ In tema di applicazione volontaria, si veda anche il comunicato stampa d.d. 1 giugno 2017, con cui Telecom Italia s.p.a. ha reso noto che il consiglio di amministrazione in pari data, deliberando all'unanimità, “*ha rivisto e ampliato su base volontaria, acquisito il parere favorevole dei Consiglieri indipendenti, l'ambito di applicazione della Procedura*” per l'effettuazione di operazioni con parti correlate, estendendola a tutte le eventuali operazioni aventi ad oggetto la partecipazione del gruppo Telecom in Persidera s.p.a.

²⁴⁴ Cfr. CONSOB, *Relazione per l'anno 2015*, p. 102.

²⁴⁵ Si veda in particolare G. B. PORTALE, *Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in P. Abbadessa-G. B. Portale (diretto da), *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum Gian Franco Campobasso, Utet, Torino, 2006, Vol. 2, p. 5 ss.; ma anche F. CORSI, *Le nuove società di capitali*, Giuffrè, Milano, 2003, p. 64; nonché V. BUONOCORE, *Le nuove forme di amministrazione nelle società di capitali non quotate*, in *Giur. comm.*, 2003, I, p. 389, secondo il quale l'art. 2380-bis, comma 1 simboleggia “*l'esaltazione del momento gestionale*”.

investitori di capitale di rischio²⁴⁶. Emblematica a tal riguardo è proprio la SRD II che ha per oggetto “l’incoraggiamento dell’impegno a lungo termine degli azionisti”. Infine, non pare potersi affermare che la maggior parte degli azionisti delle società quotate italiane è costituita da investitori professionali. Dagli ultimi rapporti “sulla corporate governance delle società quotate italiane” emerge piuttosto una presenza rilevante (seppure in flessione) degli investitori istituzionali, con un significativo aumento degli investitori stranieri a discapito di quelli italiani²⁴⁷. Piuttosto è vero che

²⁴⁶ M. GARGANTINI, *Coordinamento (extra-)assembleare dei soci e azione di concerto nella s.p.a. quotata*, in *Società, Banche e crisi d’impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, Torino, 2014, p. 2098.

²⁴⁷ Cfr. CONSOB, *Report on corporate governance of Italian listed companies*, 2016, pp. 3-4: “A fine 2015, in linea con le evidenze raccolte per gli anni precedenti, l’84% delle società italiane quotate risulta controllato da uno o più azionisti. [...] I dati sull’identità dell’azionista di controllo (cosiddetto ‘ultimate controlling agent’) ripropongono quanto già osservato negli anni precedenti [...] in termini numerici risultino prevalenti le società quotate controllate da famiglie (61% circa). [...] A fine 2015 gli investitori istituzionali sono azionisti rilevanti nel 36% circa delle società (83 imprese): il dato registra una lieve flessione rispetto ai valori massimi raggiunti nel biennio 2013-2014, quando partecipazioni superiori alla soglia di trasparenza proprietaria erano detenute in quasi il 40% del mercato (oltre 90 società). Queste rilevazioni, tuttavia, mostrano una dinamica differente a seconda della nazionalità degli investitori. In particolare, la presenza di istituzionali italiani nell’azionariato rilevante delle imprese, già in declino dal 2011, è più nettamente diminuita nel 2015 portandosi al valore minimo di 21 società. Un’evoluzione opposta ha invece caratterizzato la partecipazione degli investitori istituzionali esteri, che dal 2014 è giunta a interessare circa il 30% del mercato. La quota media di capitale detenuta da investitori istituzionali rilevanti italiani è pari nel 2015 al 5,5%, valore minimo registrato negli ultimi cinque anni, mentre quella degli investitori istituzionali esteri ha raggiunto il 6,5% del capitale delle imprese partecipate”. CONSOB, *Report on corporate governance of Italian listed companies*, 2017, p. 3: “Le evidenze relative alle 230 società quotate sull’Mta a fine 2016 confermano la netta prevalenza di emittenti (circa 7 casi su 10) nel cui azionariato è presente un socio di riferimento (di maggioranza assoluta o relativa del capitale). [...] Rimane stabile la quota media detenuta dal principale azionista (47% del capitale ordinario). Le famiglie continuano a controllare la maggior parte delle imprese (146 società, appartenenti principalmente al settore industriale, per una capitalizzazione pari al 33% del mercato), seguite da Stato ed enti locali (21 società, operanti per lo più nel settore dei servizi, per una capitalizzazione pari al 36% del mercato), mentre nel 18% dei casi, relativi prevalentemente al comparto finanziario, non è individuabile un controllante. A fine 2016 gli investitori istituzionali detengono partecipazioni rilevanti in 61 società. Il dato [...] conferma la flessione nel numero di società partecipate dagli investitori istituzionali, già delineatasi nel biennio precedente per effetto della netta e progressiva

la presenza di investitori non istituzionali è in relativa crescita, specie nel segmento degli emittenti a medio-alta capitalizzazione e con un tasso di crescita comparativamente maggiore degli investitori stranieri²⁴⁸. Allo stesso modo è vero anche che la fenomenologia più rilevante di attivismo perviene proprio dagli investitori professionali e in particolare dagli *hedge funds* di diritto straniero²⁴⁹, mentre, come detto, la normativa europea predilige il coinvolgimento attivo degli investitori istituzionali, in quanto investitori che hanno una notoria e strutturale tendenza a investimenti di lungo periodo. Tuttavia, non si ritiene di dover ostacolare tutte le forme di attivismo realizzate dagli *hedge funds*²⁵⁰ per il solo fatto di essere promosse da investitori orientati al breve termine (posto che, in ogni caso, come si è detto nel Cap. I, gli investitori professionali come gli *hedge funds* non sono sempre *short term oriented*), né si ritiene che tali forme di attivismo siano necessariamente contrastanti con la *ratio* della SRD II. E difatti, primariamente si evidenzia come spesso gli investitori istituzionali, e in particolare banche, assicurazioni e fondi pensione, siano più vicini all'azionista di controllo e agli amministratori che agli altri

diminuzione della presenza di investitori italiani solo parzialmente compensata dalla maggiore presenza di investitori esteri. La quota media di capitale detenuta da investitori istituzionali rilevanti nelle società partecipate è pari nel 2016 al 7,5%, in leggera flessione rispetto agli anni precedenti. Gli investitori istituzionali italiani investono in prevalenza in società a minor capitalizzazione, mentre quelli esteri detengono più frequentemente partecipazioni rilevanti in società a medio-alta capitalizzazione e attive nel settore finanziario”.

²⁴⁸ Cfr. M. COSSU, *op. cit.*, p. 398 ss.

²⁴⁹ Cfr. HARVARD LAW SCHOOL FORUM ON CORPORATE GOVERNANCE AND FINANCIAL REGULATION, *Activist Investing in Europe: A Special Report*, 2016 e ID., *Activist Investing in Europe—2017 Edition*, 2018, che elencano le principali Activist Campaigns avvenute in Italia nel corso del 2016 e del 2017. In particolare sono segnalate le campagne di Amber Capital, Elliott Management, Vivendi, Litespeed Management e Gamco Investors.

²⁵⁰ In particolare, le strategie di investimento normalmente perseguite da questi investitori sono basate sull'acquisto di posizioni relativamente piccole nel capitale di società ritenute sane ma male amministrate, con l'intento di incidere sulla gestione della società e, quindi, di migliorarne i risultati sul piano sia della redditività sia del valore di mercato, di modo da consentire un significativo realizzo con lo smobilizzo immediatamente successivo della partecipazione. Cfr. M. EREDE-G. SANDRELLI, *Attivismo dei soci e investimento short-term: note critiche sul ruolo degli investitori professionali a margine del dibattito europeo sulla corporate governance*, cit., p. 931 ss.

soci di minoranza, cioè alla minoranza sostanziale²⁵¹. In tali ipotesi, il ruolo degli investitori istituzionali non sarebbe coerente con il perseguimento dell'obiettivo della SRD II di rafforzare la tutela degli azionisti di minoranza. In secondo luogo, si rammenta come non solo la marginalizzazione degli investitori professionali nella SRD II sia solamente implicita e derivante dalla valorizzazione del ruolo degli investitori istituzionali, ma anche come la stessa Commissione abbia riconosciuto che gli *activist hedge fund* possono produrre effetti benefici sul governo delle società²⁵². Ne discende che non sembra opportuno limitare o impedire agli investitori professionali di accedere agli strumenti posti a protezione delle minoranze, ma è preferibile individuare soluzioni che consentano di risolvere i problemi strutturali che trattengono gli investitori di lungo periodo dallo sfruttare il potenziale offerto da tali strumenti²⁵³. Una conferma in tale direzione arriva da un dato di fatto significativo: “*molte delle campagne attiviste <combattute> (anche in Europa) dagli hedge funds sono state successivamente sostenute — e in qualche caso avviate — da investitori di lungo periodo, come i fondi pensione*”²⁵⁴.

In conclusione, quindi, non si ritiene che un maggior coinvolgimento degli azionisti di minoranza nell'ambito delle operazioni con parti correlate più significative debba necessariamente essere scoraggiato.

2.2. *Segue. Whitewash e art. 9 quater Direttiva*

Come si è visto, l'art. 9 *quater* della SRD II prevede che le operazioni di maggiore rilevanza possano essere approvate dall'assemblea, dall'organo amministrativo ovvero dall'organo di vigilanza della società. Gli Stati membri possono consentire agli azionisti di votare sulle operazioni con parti correlate rilevanti che siano state

²⁵¹ Cfr. M. COSSU, *op. cit.*, p. 398 ss.

²⁵² COMMISSIONE EUROPEA, Libro Verde, *Il quadro dell'Unione Europea in materia di governo societario*, 5 aprile 2011, p. 13.

²⁵³ Cfr. M. EREDE-G. SANDRELLI, *Attivismo dei soci e investimento short-term: note critiche sul ruolo degli investitori professionali a margine del dibattito europeo sulla corporate governance*, cit., p. 931 ss.

²⁵⁴ Così *ibidem*.

approvate dall'organo amministrativo o di vigilanza. È possibile ammettere al voto l'azionista parte correlata, purché siano previsti dei meccanismi di salvaguardia che impediscano l'approvazione dell'operazione nonostante il parere contrario della maggioranza degli azionisti non correlati.

In sede di recepimento non si ritiene opportuno stabilire che per le operazioni di maggiore rilevanza l'approvazione da parte dell'assemblea si sostituisca a quella del consiglio di amministrazione: si creerebbero eccessive inefficienze in termini di tempi e costi.

Per contro, sembra utile prevedere che, a determinate condizioni, il voto degli azionisti di minoranza si accompagni all'approvazione dell'organo amministrativo, sfruttando le sinergie derivanti dalla combinazione di tali meccanismi di cui si è detto *supra* (v. Introduzione). Tuttavia, è evidente come il meccanismo del *whitewash* di cui al Regolamento Consob sia strutturalmente diverso rispetto a quello previsto dalla Direttiva: ai sensi dell'art. 11, comma 3 del Regolamento il voto dei soci non correlati interviene solo in presenza del parere negativo di un comitato consiliare; ai sensi dell'art. 9 *quater* gli azionisti votano su operazioni che siano già state approvate dall'organo amministrativo. Pertanto, sembra necessario un intervento correttivo del Regolamento che, conformemente alla Direttiva, preveda la possibilità di ricorrere al meccanismo del *whitewash* dinnanzi a un parere positivo del Comitato Parti Correlate. Al di là di questo aspetto, di importanza tuttavia fondamentale, la Direttiva sembra lasciare un ampio margine agli Stati membri sulle modalità con cui congegnare il MOM. A tal fine, si ritiene preferibile una disposizione che non introduca meccanismi troppo rigidi, i quali andrebbero ad appesantire eccessivamente l'attività gestoria. Una soluzione potrebbe essere quella di consentire alle procedure di prevedere (in presenza di una corrispondente previsione statutaria) che gli amministratori possano sottoporre le operazioni di maggiore rilevanza all'approvazione dei soci non correlati (fermo che il compimento dell'operazione può essere impedito solo quando gli azionisti non correlati presenti in assemblea rappresentino almeno una determinata quota del capitale sociale). Una previsione così strutturata, da un lato evita la necessità di un'approvazione preventiva sistematica che rischierebbe di ingessare l'organo amministrativo, dall'altro presenta diversi vantaggi. In primo luogo, in concordanza con la Direttiva, si introduce un

meccanismo che protegge adeguatamente gli interessi degli azionisti di minoranza, poiché si tratta di una forma di tutela c.d. reale, quantomeno se si accoglie l'orientamento secondo il quale il diniego dell'autorizzazione assembleare di cui all'art. 2364, n. 5 comporti un divieto per gli amministratori al compimento dell'operazione²⁵⁵. In secondo luogo, soprattutto mantenendo la regola per cui il meccanismo opera solo se i soci non correlati presenti in assemblea rappresentino almeno una determinata frazione del capitale, si tratta di una previsione di cui possono beneficiare in particolare gli investitori istituzionali, i quali sono come detto i soggetti che la Direttiva cerca di incentivare affinché si impegnino a medio-lungo termine nelle società (non si esclude che una simile previsione possa essere sfruttata anche da investitori professionali come gli *hedge funds*, ma per tale ipotesi si vedano le considerazioni svolte nel paragrafo che precede). Inoltre, come si dirà più approfonditamente nel prossimo capitolo, la soluzione sembra poter rilevare anche nell'interesse degli amministratori: l'autorizzazione da parte degli azionisti non correlati, sebbene ai sensi dell'art. 2364, n. 5 non esoneri gli amministratori da responsabilità per il compimento dell'operazione, rende difficile che l'assemblea deliberi un'azione di responsabilità nei loro confronti per aver compiuto un'operazione contraria ai principi di correttezza sostanziale²⁵⁶. Infine, come si vedrà *infra*, è un meccanismo che potrebbe agevolare anche la revisione giudiziale delle operazioni con parti correlate.

2.3. Delibere in materia di remunerazioni

²⁵⁵ Cfr. in particolare G.B. PORTALE, *Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, cit., pp. 25-26 e più nel dettaglio la questione è affrontata nel Cap. III.

²⁵⁶ Si consideri che vi sono anche autori come A. TINA, *L'esonero da responsabilità degli amministratori di s.p.a.*, Milano, 2008, p. 207 ss., i quali ritengono che l'autorizzazione di cui all'art. 2364 n. 5 c.c. comporti l'esonero degli amministratori da responsabilità verso la società, in quanto l'eventuale azione sociale viene qualificata come un venire *contra factum proprium*. Cfr. anche G. GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, cit., p. 203, secondo il quale nei casi in cui un'operazione gestoria produca un danno diretto al socio, il voto favorevole dello stesso in sede assembleare assume il valore di una rinuncia a far valere l'azione individuale.

Il Regolamento Consob consente di esentare dall'applicazione della disciplina delle operazioni con parti correlate le deliberazioni del consiglio di amministrazione in materia di remunerazione degli amministratori investiti di particolari cariche nonché dei dirigenti con responsabilità strategiche (con eccezione per i compensi rientranti nel *plafond* stabilito dall'assemblea *ex art.* 2389, comma 2, c.c. per i quali l'esenzione è automatica) a condizione che tali remunerazioni risultino coerenti con un politica di remunerazione²⁵⁷ adottata dalla società (con il coinvolgimento nella sua definizione di un comitato composto esclusivamente da amministratori non esecutivi in maggioranza indipendenti) e “*sottoposta all'approvazione o al voto consultivo dell'assemblea*” (art. 13 Regolamento Consob). L'assemblea, dunque, assume un ruolo anche sotto questo profilo, che nella recente crisi finanziaria globale ha dimostrato tutta la sua rilevanza per garantire la crescita e la stabilità dell'impresa²⁵⁸. Infatti, autorevole dottrina da tempo considera una maggiore coinvolgimento degli azionisti come un utile contrappeso allo strapotere dei *manager* sulle remunerazioni, auspicandone un ulteriore rafforzamento²⁵⁹. In particolare, il Regolamento Consob

²⁵⁷ Con riguardo alle politiche di remunerazione, occorre richiamare l'art. 123-*ter* del t.u.f. denominato “*Relazione sulla remunerazione*”. In base a tale disposizione, almeno ventuno giorni prima dell'assemblea convocata *ex art.* 2364, comma 2, o art. 2364-*bis*, comma 2 c.c., le società con azioni quotate mettono a disposizione del pubblico una “relazione sulla remunerazione” articolata in due sezioni. La prima illustra: la politica della società in materia di remunerazione dei componenti degli organi di amministrazione, dei direttori generali e dei dirigenti con responsabilità strategiche con riferimento almeno all'esercizio successivo; le procedure utilizzate per l'adozione e l'attuazione di tale politica. La seconda: fornisce un'adeguata rappresentazione di ciascuna delle voci che compongono la remunerazione, evidenziandone la coerenza con la politica della società in materia di remunerazione approvata nell'esercizio precedente; illustra analiticamente i compensi corrisposti nell'esercizio di riferimento a qualsiasi titolo e in qualsiasi forma dalla società e da società controllate o collegate. Il comma 6 dell'art. 123-*ter* t.u.f. stabilisce inoltre che l'assemblea deliberi in senso favorevole o contrario sulla sezione della relazione relativa alla politica di remunerazione, precisando che tale deliberazione non è vincolante, ma l'esito del voto è posto a disposizione del pubblico.

²⁵⁸ P. ABBADESSA, *Assemblea e operazioni con parti correlate*, cit., p. 20.

²⁵⁹ D. U. SANTOSUOSSO, *I compensi dei componenti degli organi sociali e degli altri dirigenti con responsabilità strategiche*, in V. Cariello (a cura di) *Le operazioni con parti correlate*, Milano, 2011, p. 37; L. A. BEBCHUK-J. M. FRIED, *Executive compensation as an agency problem*, in *Journal of Economics perspectives*, 2003; ID., *Pay without Performances: the Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Cambridge MA-London, Harvard University Press, 2004 p. 189 ss. e 201 ss.; B. R.

attribuisce all'assemblea la funzione di "consacrare" la negoziazione delle politiche societarie di remunerazione, le quali da un lato bilanciano le scelte di esenzione e dall'altro costituiscono uno strumento che incentiva la trasparenza e la ragionevolezza delle remunerazioni²⁶⁰.

Ai sensi del Regolamento Consob il coinvolgimento dell'assemblea può realizzarsi mediante due modalità: "approvazione" ovvero "voto consultivo".

Con riguardo alla prima, nonostante il silenzio del Regolamento sul punto, si ritiene sia necessario un adeguamento statutario ai sensi dell'art. 2364 n. 5, dato che l'assemblea è chiamata a concorrere nel processo deliberativo con il consiglio di amministrazione²⁶¹. L'orientamento però non è unanime: secondo un diverso autore il "*<coinvolgimento> dell'assemblea nell'elaborazione della remuneration policy del top management non necessita di intervento statutario, poiché, se è vero che l'assemblea delibera sui compensi (art. 2364, comma 1, n. 3, c.c.), non pare esservi ostacolo a ritenere che vi sia una competenza assembleare a deliberare a priori sui principi cui la determinazione dei compensi deve essere informata*"²⁶². Peraltro, come correttamente evidenziato, la norma codicistica non parla di "approvazione", bensì di "autorizzazione" e la differenza non è di poco conto. In ipotesi di autorizzazione, infatti, l'ultima parola spetta in ogni caso al consiglio di amministrazione; viceversa nel caso dell'approvazione, l'iniziativa spetta al consiglio, ma è la decisione dell'assemblea a perfezionare in via definitiva il procedimento deliberativo, imputando la decisione alla società (come avviene per le s.r.l. secondo il modello di cui all'art. 2479, comma 1, c.c.)²⁶³. Tuttavia, nelle s.p.a. si ritiene che il principio della piena competenza e responsabilità degli amministratori in materia di gestione (di cui agli artt. 2380-bis, comma 1 e 2364, comma 1, n. 5) non sia conciliabile con soluzioni che precludano agli amministratori di riesaminare l'operazione anche dopo il voto dell'assemblea, valutando fino all'intervenuta

CHEFFINS-THOMAS, *Should shareholders have a greater Say over Executive Pay? Learning from the us experience*, 1 *Journal of Corporate Law Studies*, 2001, p. 277 ss.

²⁶⁰ D. U. SANTOSUOSSO, *I compensi dei componenti degli organi sociali e degli altri dirigenti con responsabilità strategiche*, cit., p. 39.

²⁶¹ P. ABBADESSA, *Assemblea e operazioni con parti correlate*, cit., p. 29.

²⁶² Così A. BUSANI, *Assemblee 2011: passivity rule, parti correlate e Dshr*, in *Società*, 2011, 1, p. 95.

²⁶³ Così P. ABBADESSA, *Assemblea e operazioni con parti correlate*, cit., p. 20.

esecuzione la sua conformità all'interesse della società²⁶⁴. Di conseguenza, si è affermato che lo statuto non può trasformare l'autorizzazione di cui all'art. 2364, comma 1, n. 5 in approvazione e che in ogni caso è fatto salvo il potere dell'organo amministrativo di dire l'ultima parola, a prescindere dalla terminologia utilizzata²⁶⁵. Considerazione che vale, all'evidenza, anche con riguardo alla delibera di "approvazione" della politica di remunerazione di cui all'art. 13 del Regolamento Consob.

In riferimento al "voto consultivo", poiché questo non incide sugli elementi procedurali costitutivi dell'atto deliberativo, si ritiene che possa essere provocato dall'organo amministrativo anche senza una previsione statutaria in tal senso²⁶⁶. Si tratta di un parere non vincolante²⁶⁷ che, pertanto, gli amministratori possono decidere di disattendere sulla base di una adeguata motivazione, anche se si ritiene difficile che ciò accada per il pregiudizio alla società sul piano reputazionale che potrebbe discenderne²⁶⁸. In ogni caso, la delibera assembleare anche se non vincolante per gli amministratori è stata ritenuta impugnabile²⁶⁹, al pari delle altre delibere consultive di cui si dirà *infra*.

2.4. Delibere consultive

²⁶⁴ *Ibidem*.

²⁶⁵ *Ivi*, p. 21; P. ABBADESSA-A. MIRONE, *Le competenze dell'assemblea nella s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2010, p. 269 ss.

²⁶⁶ P. ABBADESSA, *Assemblea e operazioni con parti correlate*, cit., p. 21; V. CARIELLO, *Operazioni con parti correlate e sistema dualistico*, in *Riv. dir. comm.*, 2010.

²⁶⁷ D. U. SANTOSUOSSO, *I compensi dei componenti degli organi sociali e degli altri dirigenti con responsabilità strategiche*, cit., p. 40.

²⁶⁸ Cfr. P. ABBADESSA, *Assemblea e operazioni con parti correlate*, cit., p. 21; G.B. PORTALE, *Un nuovo capitolo del governo societario tedesco: l'adeguatezza del compenso dei Vorstandsmitglieder*, in *Riv. soc.*, 2010, p. 1 ss.; nonché D. U. SANTOSUOSSO, *I compensi dei componenti degli organi sociali e degli altri dirigenti con responsabilità strategiche*, cit., p. 40, laddove sottolinea che la stessa Consob parla di un voto "reputazionale".

²⁶⁹ D. U. SANTOSUOSSO, *I compensi dei componenti degli organi sociali e degli altri dirigenti con responsabilità strategiche*, cit., p. 40.

Il Regolamento Consob contempla anche “*un tipo di intervento del tutto originale*” dell’assemblea, consistente nella previsione di delibere successive al compimento delle operazioni con parti correlate e non vincolanti²⁷⁰. Tali deliberazioni assembleari vengono fatte rientrare tra quelle “consultive”, nonostante l’attività consultiva generalmente preceda quella deliberativa, mentre come detto le delibere in oggetto seguono l’esecuzione dell’operazione²⁷¹.

In particolare, con riferimento alle società che adottano il sistema dualistico l’Allegato 2 al Regolamento Consob prevede un intervento assembleare successivo al compimento dell’operazione (ferma restando l’efficacia di quest’ultima), nelle seguenti ipotesi: i) quando il consiglio di gestione approvi un’operazione di maggiore rilevanza in presenza di un parere negativo del comitato di consiglieri di sorveglianza indipendenti non correlati (Allegato 2, n. 2.1, lett. *d*); ii) quando il consiglio di gestione approvi un’operazione di maggiore rilevanza in presenza di un parere contrario del consigliere di gestione indipendente ovvero di un comitato composto esclusivamente da consiglieri di gestione indipendenti non correlati; in tale ipotesi peraltro è previsto che le procedure possano stabilire che, in alternativa alla sottoposizione dell’operazione al voto successivo dell’assemblea, sia acquisito un preventivo e motivato parere non vincolante di un comitato composto esclusivamente da consiglieri di sorveglianza indipendenti non correlati (Allegato 2, n. 2.2, lett. *d*); iii) quando, relativamente alle operazioni con parti correlate sulle quali sia chiamato a deliberare il consiglio di sorveglianza *ex art. 2409-terdecies*, comma 1, lett. *f-bis*, questo delibere a favore dell’operazione nonostante il parere negativo del comitato composto esclusivamente da consiglieri di sorveglianza indipendenti non correlati (Allegato 2, n. 3, lett. *d*).

Con riguardo a tutte le società, a prescindere dal modello di amministrazione e controllo adottato, è previsto che per le operazioni urgenti le procedure possano disattivare le cautele altrimenti prescritte – in particolare l’obbligo di acquisire il parere preventivo del comitato di amministratori indipendenti non correlati – al ricorrere di una pluralità di condizioni, tra cui: i) che non si tratti di operazioni di

²⁷⁰ L’espressione è di P. ABBADESSA, *Assemblea e operazioni con parti correlate*, cit., p. 21.

²⁷¹ P. ABBADESSA, *Assemblea e operazioni con parti correlate*, cit., p. 22 ritiene infatti che tali delibere vengano impropriamente definite come consultive.

competenza dell'assemblea o che debbano essere da questa autorizzate; ii) che tali operazioni “siano successivamente oggetto, ferma la loro efficacia, di una deliberazione non vincolante della prima assemblea ordinaria utile”; iii) che l’organo preposto a convocare l'assemblea predisponga una relazione contenente un’adeguata motivazione delle ragioni dell'urgenza; iv) che l'organo di controllo riferisca all'assemblea le proprie valutazioni in merito alla sussistenza delle ragioni di urgenza; v) che la relazione e le valutazioni di cui sopra siano messe a disposizione del pubblico almeno ventuno giorni prima di quello fissato per l’assemblea (art. 13, comma 6 Regolamento Consob).

Tutti questi interventi assembleari, inoltre, sono soggetti al medesimo regime pubblicitario, poiché ai sensi del Regolamento Consob, le società, entro il giorno successivo a quello dell’assemblea, devono mettere a disposizione del pubblico con le modalità indicate nel Titolo II, Capo I, del regolamento emittenti le informazioni sugli esiti del voto, con particolare riguardo al numero dei voti complessivamente espressi dai soci non correlati.

Ci si è interrogati sulla natura giuridica di tali interventi assembleari non vincolanti e in particolare sulla loro riconducibilità al fenomeno deliberativo²⁷², da cui discende poi l’applicabilità della disciplina in materia di impugnazione ai sensi degli artt. 2377 ss. c.c.²⁷³. La dottrina prevalente propende per ascrivere l’intervento assembleare “consultivo” alla categoria dell’atto deliberativo, sulla base di una serie di considerazioni. In primo luogo l’argomento letterale: le disposizioni regolamentari richiamate utilizzano il vocabolo “delibera”, dimostrando di distinguere le ipotesi in esame da altre in cui i soci sono chiamati “*a prendere semplicemente cognizione di una informativa o di una documentazione proveniente dagli altri organi sociali senza*

²⁷² M. MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari “consultive” nella società per azioni*, in *Società, Banche e crisi d’impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, Torino, 2014, p. 833. Si veda anche A. BERTOLOTTI, *Le competenze*, in *Alpa et al* (diretta da), *Nuova giur. comm.*, G. Cavalli (a cura di), *Assemblea e amministratori*, Torino, 2013, p. 30 ss., il quale nega il carattere deliberativo all’intervento assembleare consultivo.

²⁷³ M. MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari “consultive” nella società per azioni*, cit., p. 836, nt. 37 evidenzia come la presenza di una fattispecie che possa qualificarsi come delibera assembleare costituisce condizione positiva di applicazione della disciplina di cui agli artt. 2377 ss.

(poter) assumere al riguardo alcuna autonoma determinazione”²⁷⁴. In secondo luogo, il rilievo in base al quale i risultati di tale voto “consultivo” si formano in ogni caso all’esito di una procedura scandita in fasi come per ogni delibera assembleare di s.p.a.²⁷⁵: la pronuncia non vincolante sulle operazioni con parti correlate (così come la delibera sulle politiche di remunerazione) presuppone, al pari delle altre vicende assembleari, l’osservanza di “una serie di regole formali – circa la convocazione e la riunione dei soci, la discussione, la votazione, la conta dei voti e la conseguente prevalenza della proposta votata a maggioranza, la proclamazione della delibera, la verbalizzazione, ecc.”²⁷⁶. Infine, il fatto che le delibere in questione non sono vincolanti significa solamente che gli amministratori non sono automaticamente tenuti a darvi esecuzione²⁷⁷, che la pronuncia consultiva sfavorevole non è idonea a generare alcun ostacolo o limite al potere degli amministratori con riguardo all’operazione²⁷⁸. Per contro, non significa che tali deliberazioni siano irrilevanti in ordine alla valutazione della diligenza dispiegata dagli amministratori nei propri obblighi di gestione²⁷⁹: gli amministratori non sono esonerati dal tenere conto delle delibere consultive, ma le dovranno valutare attentamente, restando liberi di disattenderle solo sulla base di motivate considerazioni²⁸⁰. La rilevanza giuridica di tali deliberazioni, quindi, non consiste nel porre un limite esterno a scelte già perfezionate e che devono essere approvate ovvero autorizzate, ma “nel concorrere a conferire forza legittimante al processo di formazione della volontà del consiglio di amministrazione”²⁸¹. Si tratta, allora, di un voto “reputazionale”²⁸² e “politico”²⁸³ che

²⁷⁴ Ivi, p. 834.

²⁷⁵ Ivi, p. 835.

²⁷⁶ B. LIBONATI, *Riflessioni critiche sui sindacati di voto*, in *Scritti giuridici*, I, Milano, 2013, p. 175.

²⁷⁷ P. ABBADESSA, *Assemblea e operazioni con parti correlate*, cit., p. 24.

²⁷⁸ M. MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari “consultive” nella società per azioni*, cit., p. 836.

²⁷⁹ P. ABBADESSA, *Assemblea e operazioni con parti correlate*, cit., p. 24; M. MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari “consultive” nella società per azioni*, cit., p. 836.

²⁸⁰ P. ABBADESSA, *Assemblea e operazioni con parti correlate*, cit., pp. 24-25.

²⁸¹ M. MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari “consultive” nella società per azioni*, cit., p. 838.

²⁸² Ivi, p. 837. M. MYERS, *The Perils of Shareholders Voting on Executive Compensation*, in 36 *Del. J. Corp. Law* 418, 2011, p. 434 ss., sottolinea il “reputational insulation effect” che può generare l’approvazione da parte dei soci della politica retributiva riservata agli amministratori esecutivi a vantaggio di questi ultimi.

può essere in grado di orientare in concreto la condotta degli amministratori, financo a indurli a confrontarsi con i principali investitori prima di delineare i termini dell'operazione²⁸⁴. Alla luce delle riflessioni riportate, è stata affermata l'applicabilità della tutela invalidatoria di cui agli artt. 2377 e 2379 c.c.²⁸⁵. La soluzione positiva è stata peraltro reputata opportuna non solo in forza della natura di delibera attribuita a tali pronunce, ma anche per la presenza di un interesse meritevole di tutela in particolare dei soci di minoranza²⁸⁶.

Lo scopo di tali delibere "consultive" in materia di operazioni con parti correlate non può essere ricercato sul versante della maggiore stabilità delle operazioni, la cui efficacia è fatta espressamente salva dalle disposizioni regolamentari analizzate²⁸⁷. Probabilmente l'obiettivo primario del regolatore era quello di informare i soci, sia pure *ex post*, sulla giustificazione della concreta operazione, al fine di attivare i poteri *lato sensu* sanzionatori loro affidati (azioni di responsabilità ed eventualmente anche la revoca) nei confronti degli amministratori cui sia imputabile la scelta di realizzarla nonostante il parere contrario dei consiglieri indipendenti ovvero l'insussistenza delle ragioni di urgenza²⁸⁸. Ma come è stato correttamente osservato, la funzione di tali delibere non si limita a questo²⁸⁹. La previsione di pronunce consultive dei soci,

²⁸³ Sulla portata politica delle delibera consultive si vedano M. MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari "consultive" nella società per azioni*, cit., p. 837 e nt. 51 con riferimento alla letteratura americana; C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, cit., p. 326.

²⁸⁴ M. MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari "consultive" nella società per azioni*, cit., p. 837.

²⁸⁵ *Ivi*, p. 841.

²⁸⁶ In particolare M. MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari "consultive" nella società per azioni*, cit., p. 841 ritiene che vi sia un "interesse giuridicamente meritevole di protezione dei soci di minoranza e, specularmente, degli amministratori alla rimozione delle conseguenze – anzitutto, ma non solo, reputazionali – di quella incidenza"; mentre P. ABBADESSA, *Assemblea e operazioni con parti correlate*, cit., p. 25, ritiene che l'esperibilità del rimedio debba essere circoscritta ai soci e all'organo di controllo, in quanto gli amministratori potrebbero semplicemente rifiutarsi di mettere in esecuzione la delibera. Per contro, A. M. BENTIVEGNA, *La relazione sulle remunerazioni degli amministratori di società quotate ed il nuovo art. 123-ter T.U.F.*, in *Rivista di diritto dell'impresa*, 2011, p. 297 reputa "di tutta evidenza" che la delibera non sia impugnabile.

²⁸⁷ M. MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari "consultive" nella società per azioni*, cit., p. 832.

²⁸⁸ P. ABBADESSA, *Assemblea e operazioni con parti correlate*, cit., pp. 23-24; M. MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari "consultive" nella società per azioni*, cit., p. 832.

²⁸⁹ P. ABBADESSA, *Assemblea e operazioni con parti correlate*, cit., p. 24.

infatti, è idonea ad attivare un flusso di informazioni tra soci e amministratori per segnalare a quest'ultimi le preferenze dei soci circa gli obiettivi da realizzare, con particolare riguardo a operazioni strategiche che potrebbero però implicare il rischio di una deviazione dall'interesse sociale²⁹⁰. La funzione informativa è, quindi, ambivalente, riguardando non solo il singolo atto esaminato, ma anche la direzione futura da seguire nello svolgimento dell'attività di impresa, con una *“ineliminabile attitudine a orientare l'agire degli amministratori”*²⁹¹. D'altra parte, come è stato efficacemente osservato *“non può [...] suscitare scandalo il fatto che la voce di coloro su cui in definitiva grava il rischio di impresa trovi attento, ma pur sempre prudente e condizionato ascolto”*²⁹². Coerentemente la Consob nel Regolamento ha cercato di rispondere a questa esigenza che l'organo gestorio abbia contezza degli orientamenti degli azionisti per evitare un netto disallineamento tra chi gestisce la società e chi ne detiene la proprietà, assumendosene i relativi rischi²⁹³. Certamente tale funzione informativa risulterebbe anche più efficace qualora si accertasse una correlazione positiva tra potere di *“voce”* degli azionisti e valore di mercato delle azioni²⁹⁴. In questa direzione si colloca la previsione che impone di mettere i risultati del voto consultivo tempestivamente a disposizione del *“pubblico”*: significa che lo scambio di informazioni e la valutazione che ne viene fatta in sede assembleare assume rilievo per i soci sia attuali sia potenziali nella prospettiva di consentire consapevoli decisioni di (dis)investimento. Di talché si comprende la scelta di contemplare il voto consultivo unicamente per le società quotate: sono quelle per cui ha senso ipotizzare una influenza delle decisioni di (dis)investimento sulla formazione del prezzo delle azioni e, di conseguenza, anche una funzione disciplinare della condotta degli amministratori²⁹⁵.

²⁹⁰ M. MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari “consultive” nella società per azioni*, cit., p. 839.

²⁹¹ Così testualmente M. MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari “consultive” nella società per azioni*, cit., p. 839; si veda anche F. GUERRERA, *“Interessi” degli azionisti e partecipazione “differenziata” ai processi decisionali*, cit., p. 124 nt. 77, il quale parla di un'esigenza di *“informare, ancor più che vincolare, gli amministratori, soprattutto nelle società a capitale diffuso”*.

²⁹² P. ABBADESSA, *Assemblea e operazioni con parti correlate*, cit., p. 25.

²⁹³ N. MICIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., p. 176.

²⁹⁴ M. MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari “consultive” nella società per azioni*, cit., p. 839.

²⁹⁵ *Ivi*, p. 840.

2.5. Operazioni assembleare in situazioni di crisi aziendale

Ai sensi dell'art. 11, comma 5 del Regolamento, se espressamente previsto dallo statuto, le procedure possono prevedere che, in caso di urgenza collegata a situazioni di crisi aziendale, ferma l'applicazione dell'art. 5 sull'informativa al pubblico, le operazioni con parti correlate siano concluse in deroga alla disciplina diversamente applicabile per le operazioni di maggiore e minore rilevanza di competenza assembleare, a condizione che: l'organo che convoca l'assemblea predisponga una relazione contenente una adeguata motivazione delle ragioni dell'urgenza; l'organo di controllo riferisca all'assemblea le proprie valutazioni in merito alla sussistenza delle ragioni di urgenza; la relazione e le valutazioni di cui sopra siano messe a disposizione del pubblico almeno ventuno giorni prima della data fissata per l'assemblea²⁹⁶. Qualora le valutazioni dell'organo di controllo siano negative, nel senso che questo nega la sussistenza del carattere di urgenza dell'operazione, la deliberazione deve essere assunta con il voto favorevole della maggioranza dei soci non correlati, quindi attraverso il meccanismo del *whitewash*. Viceversa in caso di valutazione favorevole dell'organo di controllo, le società entro il giorno successivo a quello dell'assemblea devono mettere a disposizione del pubblico le informazioni sugli esiti del voto, con particolare riguardo al numero dei voti complessivamente espressi dai soci non correlati²⁹⁷. La Comunicazione Parti Correlate ha chiarito che, poiché le operazioni di competenza assembleare sono quelle che possono più direttamente incidere sulla struttura di una società (basti pensare a una fusione o a un aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione), si è preferito di limitare l'utilizzo di tale facoltà per le operazioni con parti correlate di competenza assembleare ai soli "casi di urgenza collegati a situazioni di crisi aziendali". Con riguardo all'espressione "crisi aziendali", si precisa che, ai soli fini della disciplina in esame, con essa si intendono non solo le situazioni di acclarata crisi ma anche a

²⁹⁶ Cfr. A. BUSANI, *Assemblee 2011: passivity rule, parti correlate e Dshr*, cit., p. 75.

²⁹⁷ A. POMELLI, *Commento all'art. 2391-bis del codice civile (Operazioni con parti correlate)*, cit., p. 718.

situazioni di tensione finanziaria. In particolare, “s’intende fare riferimento non solo ai casi di perdite rilevanti ai sensi degli articoli 2446 e 2447 del codice civile, alle situazioni in cui la società sia soggetta a procedure concorsuali ovvero, ancora, alle situazioni in cui sussistano incertezze sulla continuità aziendale espresse dalla società o dal suo revisore, ma anche a situazioni di sofferenza finanziaria destinate prevedibilmente a sfociare in tempi brevi in una diminuzione del capitale rilevante ai sensi dei ricordati articoli 2446 e 2447 ovvero di rapido deterioramento dei coefficienti patrimoniali di vigilanza in condizioni di particolare tensione sui mercati finanziari”²⁹⁸.

2.6. *Ruolo dell’assemblea nelle operazioni con parti correlate*

Riassumendo, in una pluralità di casi viene attribuito carattere determinante al voto dei soci non correlati: nelle operazioni di maggiore rilevanza non di competenza assembleare, in cui si coinvolge l’assemblea per “bypassare” il parere negativo del comitato (art. 8, comma 2, Regolamento); nelle operazioni di maggiore rilevanza di competenza assembleare, laddove si intenda rendere non vincolante l’avviso contrario degli amministratori indipendenti (art. 11, commi 2 e 3, Regolamento); quando viene disattivata la disciplina disposta in materia di decisioni assembleari per il compimento di operazioni con parti correlate “in caso di urgenza collegata a situazioni di crisi aziendale” (art. 11, comma 5, Regolamento)²⁹⁹. Viene invece previsto un voto consultivo dell’assemblea per le operazioni urgenti con riferimento alle quali le procedure abbiano disattivato le cautele prescritte dal Regolamento (art. 13 comma 6) e sulla politica di remunerazione degli amministratori investiti di particolari cariche e dei dirigenti con responsabilità strategiche (art. 13, comma 3, lett. b).

Ecco che il ruolo assegnato all’assemblea nella disciplina delle operazioni con parti correlate diviene espressione della rinnovata “*funzione informativa, orientativa e, non ultimo, preventiva e correttiva – e quindi anti-contenziosa –*” che essa è

²⁹⁸ Cfr. CONSOB, *Comunicazione esplicativa n. 10078683 del 24 settembre 2010*, par. 18.

²⁹⁹ Cfr. A. BUSANI, *Assemblee 2011: passivity rule, parti correlate e Dshr*, cit., p. 95.

chiamata a svolgere nelle società a capitale diffuso. Vero è che l'assemblea non è più "sovrana" nell'indirizzo della gestione degli affari sociali, ma d'altra parte si mostra idonea "(i) a rendere più trasparenti, tramite la diffusione delle opportune e pertinenti informazioni, il processo decisionale e le strategie del management (e del gruppo di comando), (ii) ad agevolare una più efficace interazione degli investitori con l'organo di governo della società, anche al fine di consentire eventuali aggiustamenti delle decisioni prese o annunciate o delle <politiche> della società, se non addirittura delle vere e proprie auto-limitazioni del potere di gestione degli amministratori, e (iii) a propiziare la composizione dei contrasti endo-societari, e segnatamente riguardanti gli interessi degli azionisti as investors e i loro diritti sociali-individuali"³⁰⁰. Il tutto non con interventi tiranni, ma con "interventi dolci"³⁰¹.

3. Collegio sindacale e operazioni con parti correlate

3.1. Compiti del collegio sindacale nelle operazioni con parti correlate

Il compito principale del collegio sindacale di vigilare "sull'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile adottato dalla società e il suo concreto funzionamento" assume un particolare rilievo con riferimento alle operazioni con parti correlate, le quali per la loro natura sono più a rischio di essere decise in conflitto di interessi.

In particolare, il Regolamento Consob, all'art. 4, comma 6, stabilisce che: "L'organo di controllo vigila sulla conformità delle procedure adottate ai principi indicati nel presente regolamento nonché sulla loro osservanza e ne riferisce all'assemblea ai sensi dell'articolo 2429, secondo comma, del codice civile ovvero dell'articolo 153 del Testo unico". La stessa Consob ha poi chiarito come "la valutazione del collegio sindacale riguardi sia la conformità delle procedure adottate al Regolamento sia il

³⁰⁰ M. MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari "consultive" nella società per azioni*, cit., p. 840.

³⁰¹ P. ABBADESSA, *Assemblea e operazioni con parti correlate*, cit., p. 25; P. ABBADESSA-A. MIRONE, *Le competenze dell'assemblea nella s.p.a.*, cit., p. 269 ss.; si veda anche N. ABRIANI, *Il "pungolo gentile" dell'assemblea "mite" tra attivismo degli azionisti e nuova governance societaria. Prime riflessioni sull'attuazione in Italia della Direttiva 2007/36*, in *Scritti in onore di Marcello Foschini*, Cedam, Padova, 2011.

*rispetto delle procedure medesime in occasione dell'approvazione delle singole operazioni: nel primo caso – così come, ovviamente, nel secondo – si tratta di valutazioni condotte ex post, ma si ritiene che nulla impedisca l'acquisizione di un parere del collegio sindacale sulla legittimità delle procedure prima che queste siano approvate. In tal caso, il parere si affiancherebbe, senza sostituirlo, a quello espresso, in sede di adozione delle procedure, dai consiglieri indipendenti o dagli esperti indipendenti*³⁰².

Gli interpreti si sono occupati di chiarire il contenuto che concretamente assumono tali doveri. In particolare tra le “Norme di comportamento del collegio sindacale di società quotate”, elaborate da una commissione promossa dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili, è stata introdotta anche una previsione che sintetizza operativamente i doveri del collegio sindacale in relazione alle operazioni con parti correlate. Anzitutto si chiarisce come il controllo di conformità delle procedure di cui all’art. 4, comma 6 significhi in particolare vigilare sul rispetto delle regole procedurali e sull’osservanza delle disposizioni in materia di trasparenza e di informazione al pubblico³⁰³. Si distingue poi, più nel dettaglio, tra i compiti che l’organo di controllo svolge all’inizio dell’incarico e nel corso dell’incarico. All’inizio dell’incarico il collegio sindacale verifica: la conformità delle procedure adottate alle disposizioni di legge e regolamentari, nonché la loro adeguatezza rispetto alle dimensioni e alle caratteristiche specifiche della società; l’adeguatezza di modalità e criteri di identificazione delle parti correlate, nonché di istruzione e approvazione delle operazioni con parti correlate; la compatibilità delle fattispecie di esenzione individuate rispetto alle dimensioni e alle caratteristiche della società; l’esistenza di una funzione responsabile dell’identificazione e dell’istruzione delle operazioni con parti correlate³⁰⁴. Nel corso dell’incarico il collegio sindacale verifica che: l’operazione sia qualificata correttamente e sottoposta alla procedura appropriata; il comitato degli amministratori indipendenti sia composto correttamente in particolare con riferimento al possesso dei requisiti di indipendenza

³⁰² Cfr. CONSOB, *Comunicazione esplicativa n. 10078683 del 24 settembre 2010*, par. 6.2.

³⁰³ Così la Norma Q.3.11, CONSIGLIO NAZIONALE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI ED ESPERTI CONTABILI, *Norme di comportamento del collegio sindacale di società quotate*, 15 aprile 2015, p. 71.

³⁰⁴ Cfr. CONSIGLIO NAZIONALE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI ED ESPERTI CONTABILI, *Norme di comportamento del collegio sindacale di società quotate*, 15 aprile 2015, pp. 71-72.

e alla mancanza di correlazione con la parte correlata; il comitato parti correlate abbia valutato adeguatamente i requisiti di indipendenza degli *advisor* che intende nominare; in caso di operazioni di maggior rilevanza, il comitato sia coinvolto tempestivamente fin dalla fase delle trattative e adeguatamente informato; l'operazione sia deliberata dal consiglio di amministrazione a seguito del parere positivo del comitato e che il consiglio fornisca un'adeguata motivazione sull'interesse della società al compimento dell'operazione, nonché sulla convenienza e correttezza sostanziale delle relative convenzioni; agli organi competenti a deliberare sia stato fornito con congruo anticipo un adeguato flusso informativo; le operazioni definite ordinarie siano state classificate correttamente e siano rispettati gli obblighi informativi per le operazioni di maggiore rilevanza³⁰⁵.

Al fine di adempiere a tali doveri, il collegio sindacale può intervenire in ogni fase della procedura, invitando le parti ad attenersi agli obblighi di correttezza procedurale previsti dalla normativa in materia, dallo statuto e dalle procedure interne³⁰⁶. Qualora ravvisi violazioni della legge o dello statuto ovvero dei principi di corretta amministrazione, dovrà manifestare il proprio motivato dissenso o le proprie riserve e chiederne la relativa verbalizzazione. Se nonostante l'intervento dei sindaci, fossero assunte deliberazioni ritenute in contrasto con la legge o con lo statuto ovvero se le deliberazioni assunte non siano tempestivamente sostituite con altre conformi alla legge e allo statuto, i sindaci sarebbero legittimati a impugnare tali deliberazioni. Laddove il collegio rilevi il permanere delle criticità ne informa il consiglio di amministrazione. Qualora le azioni correttive poste in essere siano ritenute insufficienti, ovvero in casi di urgenza, di particolare gravità o di avvenuto riscontro di violazioni, il collegio adotta le iniziative previste dalla legge per la rimozione delle violazioni riscontrate³⁰⁷.

Per consentire all'organo di controllo di vigilare sulle operazioni con parti correlate, il Regolamento stabilisce che le procedure garantiscano che il collegio sindacale sia debitamente informato su tali operazioni. Nel dettaglio, le procedure sia “*fissano le*

³⁰⁵ Cfr. *ivi*, p. 72.

³⁰⁶ A. POMELLI, *Commento all'art. 2391-bis del codice civile (Operazioni con parti correlate)*, cit., p. 727.

³⁰⁷ Cfr. CONSIGLIO NAZIONALE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI ED ESPERTI CONTABILI, *Norme di comportamento del collegio sindacale di società quotate*, 15 aprile 2015, p. 73.

modalità e i tempi con i quali sono fornite [...] agli organi di [...] controllo, le informazioni sulle operazioni, con la relativa documentazione, prima della deliberazione, durante e dopo l'esecuzione delle stesse” (Art. 4.1 lett. d, Regolamento Consob), sia prevedono almeno “una completa informativa almeno trimestrale [...] al collegio sindacale sull'esecuzione delle operazioni” (Art. 7.1 lett. f, Regolamento Consob). Tuttavia, si ritiene anche che, sebbene il legislatore non lo imponga, sia opportuno che il collegio sindacale partecipi sempre alle riunioni del comitato degli amministratori indipendenti: solo una partecipazione diretta può garantire una vigilanza effettiva e tempestiva sul procedimenti di formazione delle deliberazioni del comitato³⁰⁸.

Il parere del comitato degli amministratori indipendenti, dopo la sua emanazione deve essere tempestivamente trasmesso al collegio sindacale, il quale deve valutarne effettività, analiticità, coerenza, ragionevolezza, nonché congruenza dell'operazione con l'interesse sociale e adeguatezza delle condizioni economiche/contrattuali rispetto a quelle di mercato o di operazioni confrontabili. Per converso, al collegio è preclusa ogni valutazione sul merito sia delle conclusioni raggiunte dal comitato sia delle delibere assunte dall'organo competente a deliberare l'operazione³⁰⁹. D'altra parte, l'organo di controllo monitora il rispetto delle previsioni e del procedimento declinato dal Regolamento, ma rimane estraneo alla fase propriamente decisionale. È pur sempre una vigilanza puramente *ab externo* sull'iter procedimentale seguito e sulle motivazioni addotte dall'organo amministrativo, che non può spingersi fino a valutazioni sul merito riguardanti la convenienza ovvero le probabilità di successo dell'operazione³¹⁰. La Consob nella Comunicazione Parti Correlate sembra

³⁰⁸ A. POMELLI, *Commento all'art. 2391-bis del codice civile (Operazioni con parti correlate)*, cit., p. 727.

³⁰⁹ N. ABRIANI, *Il ruolo del collegio sindacale nella governance del nuovo millennio*, in M. Vietti (diretto da), *La governance nelle società di capitali*, Milano, 2013, p. 360; A. POMELLI, *Commento all'art. 2391-bis del codice civile (Operazioni con parti correlate)*, cit., p. 727; Trib. Parma, 29 marzo 2014 (decr.), in *Giur. comm.*, 2014, II, p. 109 “*al Collegio Sindacale non è richiesto di valutare l'interesse della società all'operazione con parte correlata o la convenienza e la correttezza sostanziale delle relative condizioni, ma di controllare che tali elementi siano stati effettivamente vagliati da un Comitato composto esclusivamente da amministratori indipendenti e non correlati all'uopo costituito in seno al Consiglio di Amministrazione*”.

³¹⁰ Cfr. N. ABRIANI, *Il ruolo del collegio sindacale nella governance del nuovo millennio*, cit., p. 360.

richiedere una “valutazione del collegio sindacale” sulle operazioni con parti correlate, ma nello stesso documento si precisa come tale “valutazione” debba appuntarsi “sul rispetto delle procedure medesime in occasione dell’approvazione delle singole operazioni”³¹¹. Vero è che il giudizio dell’organo di controllo deve vertere non solo sulla correttezza formale delle operazioni, ma anche sostanziale. Tuttavia, tale profilo sta a significare che il controllo del collegio sindacale non può limitarsi a “una mera presa d’atto dell’esistenza di una motivazione <apparente> nel giudizio espresso dal comitato a ciò preposto, ma deve riguardare anche la congruità, ragionevolezza e coerenza delle argomentazioni svolte – dal comitato, prima, e quindi dal consiglio nel suo plenum – a sostegno delle conclusioni raggiunte; conclusioni che a loro volta devono risultare in linea con quanto emerso nel corso delle varie riunioni alle quali il collegio (o almeno alcuni dei suoi componenti) avrà partecipato, sia con le risultanze dei pareri resi dai consulenti esterni indipendenti incaricati dallo stesso comitato per le operazioni con parti correlate”³¹². Anche in materia di operazioni con parti correlate, quindi, vale il principio per cui ai sindaci “non compete un controllo della gestione in senso proprio [...] ma un controllo sulla conformità (delle) scelte e dei modi della loro realizzazione, alle regole, comunemente accettate, d’avveduta e prudente amministrazione”³¹³. È, quindi, “un controllo soprattutto procedimentale e non certo di merito, non di fondatezza o di prognosi di un risultato”³¹⁴. Questo d’altra parte è anche l’orientamento che è stato accolto dalla giurisprudenza³¹⁵.

³¹¹ Cfr. CONSOB, *Comunicazione esplicativa n. 10078683 del 24 settembre 2010*, par. 6.2.

³¹² Così N. ABRIANI, *Il ruolo del collegio sindacale nella governance del nuovo millennio*, cit., p. 361.

³¹³ Così S. AMBROSINI, *I poteri del collegio sindacale*, in P. Abbadessa-G. B. Portale (diretto da), *Il nuovo diritto delle società - Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, Vol. 3, Torino, 2007, p. 59.

³¹⁴ Cfr., CONSOB, *Business judgement rule e mercati finanziari*, Quaderni Giuridici, 11 novembre 2016, p. 58.

³¹⁵ Con riguardo alla giurisprudenza di legittimità, si veda la recente Cass. 28 agosto 2017, n. 20437, in *Banca Dati De Jure*: “il riferimento alla <convenienza dell’operazione>, di cui a pagina 19 dell’impugnato decreto, deve essere inteso cum grano salis: la corte di merito non ha inteso stigmatizzare il mancato riscontro della convenienza tout court, dell’opportunità dell’operazione [...], ha inteso censurare, piuttosto, l’omesso riscontro, in violazione del disposto dell’art. 149, comma 1, lett. b) T.U.F., della contrarietà dell’operazione agli elementari principi di regolare amministrazione, della <rischiosità della stessa> [...]. Ovviamente non vi è margine per valutazioni in tema di

opportunità economica dell'azione dell'organo di amministrazione, atteso che il controllo pur dell'autorità giudiziaria trova limite nella discrezionalità imprenditoriale; e tuttavia è da far salva l'ipotesi in cui l'azione degli amministratori si configuri come palesemente irrazionale e contraria agli elementari principi di regolare amministrazione". La posizione della giurisprudenza di merito si rinviene in CONSOB, *Business judgement rule e mercati finanziari*, Quaderni Giuridici, 11 novembre 2016, p. 58, nt. 198. In particolare, si richiama quanto affermato dalla Corte di Appello di Torino nella sentenza 9.10/13.11.2014 [Marino e altri sindaci di Fonsai c/ Consob]: *"la funzione dei sindaci delle società quotate non è finalizzata ad un mero controllo di legalità da svolgersi sulla sola base del flusso informativo proveniente [...] dagli amministratori, ma consiste nella verifica dell'attività gestoria nel suo complesso, non certo in relazione ai relativi profili di merito ed alle scelte discrezionali di esclusiva competenza dell'organo amministrativo, ma per valutarne l'azione alla luce dei parametri di cui all'art. 149, primo comma, TUF anche sotto il profilo dell'adeguatezza delle strutture organizzative e dei sistemi di controllo interno nonché dell'adeguatezza delle disposizioni alle controllate, il tutto avvalendosi degli strumenti informativi e istruttori i previsti dagli artt. 149, secondo comma, 151 e 152 TUF"*; *"La garanzia di un controllo interno efficiente viene normativamente perseguita attraverso la previsione di un monitoraggio di natura procedimentale non riguardante in modo statico una determinata operazione od un determinato atto costituenti specifica espressione dell'attività gestoria e che ne rappresentano l'esito, ma il modo attraverso cui alla deliberazione di quell'operazione o di quell'atto si giunge, a partire dall'ideazione e dalla valutazione iniziale dell'interesse della società, con il coinvolgimento di tutti gli organi sociali, secondo i rispettivi ambiti di intervento, ed, eventualmente e per particolari profili, di soggetti indipendenti. L'importanza dei compiti di vigilanza sul controllo interno propri del collegio sindacale - così come del consiglio di sorveglianza e del comitato di controllo per la gestione, a seconda del tipo di organizzazione scelta per la società- trova ulteriore conferma nel disposto dell'art. 149, terzo comma, TUF perché attraverso l'adempimento del dovere di segnalare alla CONSOB le irregolarità emerse nello svolgimento di un'attività di natura interna e di interesse privato (e che, altrimenti, potrebbero non essere percepibili o comunque non esserlo in tempo utile) l'organo di controllo rende possibile l'immediata attivazione della vigilanza – esterna - da parte della Commissione a tutela anche di interessi di natura pubblica"*. Negli stessi termini si fa riferimento anche ai decreti della Corte di Appello di Bari, 24.11/17.12.2015 [in causa Antonacci sindaco di Ciccolella c/ Consob], della Corte di Appello di Bologna (27.11.2014/20.1.2016), nonché della Corte d'Appello di Trento 17.12.2014 [Morri, sindaco di Greenvision c/ Consob] con specifico riguardo alle irregolarità gestorie commesse all'interno della società controllata. Infine, si riporta la Corte d'Appello di Milano con il decreto 21.5/13.6.2014 [in causa Visentin c/ Consob], la quale, dopo avere affermato che *"il cuore delle regole procedurali che le società (quotate) devono adottare sulla scorta dei precetti regolamentari della Consob risiede nel dovere di assicurare la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale dell'operazione con parte correlata che si intende intraprendere"*, ha individuato proprio *"nel novero dei compiti di cui è investito il collegio sindacale delle società quotate c'è anche il vaglio*

In caso di vizi (con riferimento all'operato o alla motivazione) del parere del comitato, il collegio sindacale è tenuto ad allertare il comitato stesso, nonché il consiglio di amministrazione o altro organo competente, affinché la procedura di approvazione dell'operazione o quantomeno la finalizzazione dell'operazione già adottata siano sospese fino a quando al comitato non viene concesso di esprimersi con un nuovo parere adeguatamente motivato e che tuteli la correttezza sostanziale dell'operazione³¹⁶.

In aggiunta al compito di controllare l'osservanza delle procedure adottate e di verificarne la conformità ai principi indicati nel Regolamento, quest'ultimo assegna al collegio sindacale due ulteriori funzioni.

In primo luogo, sia per le operazioni di maggiore rilevanza sia per quelle di minore rilevanza, il Regolamento stabilisce che, qualora non vi sia un numero di amministratori indipendenti sufficiente per costituire il comitato, le procedure devono prevedere dei "presidi equivalenti" a tutela della correttezza sostanziale dell'operazione (art. 7, comma 1, lett. d; art. 8, comma 1, lett. d). Sul punto, la Consob ha specificato che si considera presidio equivalente "*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*" (Comunicazione Parti Correlate par. 15.1). Con la precisazione che nell'ipotesi del rilascio del parere da parte del collegio sindacale, l'equivalenza si ritiene sussistente "*solo qualora i componenti di tale organo, ove abbiano un interesse, per conto proprio o di terzi,*

sostanziale dell'adeguatezza del sistema dei controlli interni. Non vi è dubbio, infatti, che il dovere di controllo del sindaco non si risolve nel recepire acriticamente le dichiarazioni rese da parte dei soggetti che si occupano concretamente della gestione e dello sviluppo delle operazioni intraprese dalla società ma implica al contrario l'onere per l'organo collegiale di attivarsi ed effettuare puntuali verifiche e controlli sull'efficacia nel concreto dei presidi proce durali ed organizzativi adottati dalla società, tanto più a fronte del particolare rischio sotteso al compimento di operazioni con parti correlate". Nello stesso solco giurisprudenziale si collocano le seguenti decisioni della medesima Corte d'Appello di Milano: App. Milano, 21.11/18.12.2012 [Verna, sindaco di Yorkville], App. Milano 10.4/23.4.2013 [Cape Live e sindaci]¹⁹⁸ e App. Milano, 24.9/20.10.2014, [Bernardelli, sindaco Cogeme]; App. Milano decreto 21.5/10.9.2014 [Ossola c/ Consob].

³¹⁶ A. POMELLI, *Commento all'art. 2391-bis del codice civile (Operazioni con parti correlate)*, cit., p. 727.

nell'operazione, ne diano notizia agli altri sindaci, precisandone la natura, i termini, l'origine e la portata" (Comunicazione Parti Correlate par. 15.1)³¹⁷.

In secondo luogo, qualora le procedure prevedano la possibilità di esentare dalla disciplina del Regolamento le operazioni urgenti: "L'organo di controllo riferisce all'assemblea le proprie valutazioni in merito alla sussistenza delle ragioni di urgenza" (Art. 13. 6 Regolamento Consob). Se tali valutazioni sono negative, l'assemblea è tenuta a deliberare con il sistema del *whitewash* (art. 11 comma 5 Regolamento Consob).

3.2. Responsabilità del Collegio sindacale

La responsabilità dei sindaci segue i principi generali³¹⁸: anche il dovere di vigilanza sulle procedure per le operazioni con parti correlate richiede professionalità e diligenza qualificate dalla natura dell'incarico (artt. 2407, comma 1 per il collegio sindacale e 2409-*terdecies*, comma 3 per il consiglio di sorveglianza). Ne discende che, qualora i componenti dell'organo di controllo non adempiano al dovere di vigilanza di cui all'art. 2391-*bis* c.c., risponderanno in solido con gli amministratori (ovvero con i consiglieri di gestione) per i danni che questi ultimi hanno causato alla società e che non si sarebbero prodotti se i sindaci (ovvero i consiglieri di sorveglianza) avessero vigilato diligentemente (artt. 2407, comma 2 per il collegio sindacale e 2409-*terdecies*, comma 3 per il consiglio di sorveglianza). Rimane fermo che i componenti dell'organo di controllo inadempienti sono anche revocabili per

³¹⁷ Secondo N. ABRIANI, *Il ruolo del collegio sindacale nella governance del nuovo millennio*, cit., p. 361, la previsione che consente al collegio sindacale di assolvere al ruolo del comitato nell'ipotesi in cui il consiglio non contempra la presenza di almeno due amministratori indipendenti non correlati confermerebbe che solo in questo limitato caso i sindaci si possono spingere sino ad una valutazione sul merito dell'operazione. Per converso, secondo N. MICIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., p. 161 il fatto che in determinate circostanze il parere sull'operazione con parte correlata possa essere espresso anche dal collegio sindacale, rafforzerebbe la conclusione per cui esso non possa investire il "merito" dell'operazione neppure quando è espresso dagli amministratori indipendenti.

³¹⁸ A. POMELLI, *Commento all'art. 2391-bis del codice civile (Operazioni con parti correlate)*, cit., p. 727.

giusta causa, eventualmente anche *ex art. 2409* ricorrendone gli estremi³¹⁹. In aggiunta, la Consob – che non ha competenze sanzionatorie nei confronti degli amministratori delle società quotate per la violazione della disciplina in materia di operazioni con parti correlate – può sanzionare i sindaci per l’omessa vigilanza sulle procedure relative a tali operazioni³²⁰. In particolare, tale potere/dovere discende dal combinato disposto dell’art. 149, commi 1 e 3, del t.u.f., che impone al collegio sindacale di vigilare sul rispetto dei principi di corretta amministrazione e di comunicare senza indugio alla Consob le irregolarità riscontrate nel corso di tale attività di vigilanza, e dell’art. 193, comma 3, del t.u.f., che prevede l’applicazione della “sanzione amministrativa pecuniaria da euro diecimila a euro un milione e cinquecentomila ai componenti del collegio sindacale [...] che commettono irregolarità nell’adempimento dei doveri previsti dall’articolo 149, commi 1 [...] ovvero omettono le comunicazioni previste dall’art. 149, comma 3”³²¹.

Tanto l’Autorità di vigilanza, quanto la giurisprudenza, si sono rivelate particolarmente severe nei confronti dell’organo di controllo delle società quotate con riferimento alle operazioni con parti correlate³²². Al punto che si è affermato che:

³¹⁹ *Ivi*, p. 728.

³²⁰ Cfr. CONSOB, *Business judgement rule e mercati finanziari*, Quaderni Giuridici, 11 novembre 2016, p. 57 laddove si spiega che: “*Questa sorta di ‘asimmetria’ tra le previsioni normative dedicate dal Testo Unico della Finanza alla responsabilità e alla sanzionabilità degli amministratori (assenti) rispetto a quelle dei sindaci (presenti) trova ragione in una precisa scelta politica effettuata diversi anni fa con la legge 6 febbraio 1996, n. 52 di delega per la redazione del Testo Unico della Finanza il cui art. 21, comma 4, aveva espressamente previsto che <in sede di riordino delle materi concernenti gli intermediari, i mercati finanziari e mobiliari> dovesse essere modificata <la disciplina relativa alle società emittenti titoli negoziati sui mercati regolamentati, con particolare riferimento al collegio sindacale, ai poteri delle minoranze, ai sindacati di voto e ai rapporti di gruppo, secondo criteri che rafforzino la tutela del risparmio e degli azionisti di minoranza>. Viceversa [...] nessun riferimento e nessuna modifica fu prevista dalla Legge di delegazione in relazione all’organo di amministrazione”.*

³²¹ Cfr., CONSOB, *Business judgement rule e mercati finanziari*, Quaderni Giuridici, 11 novembre 2016, p. 57, nt. 194.

³²² M. BIANCHI, *La regolamentazione Consob sulle operazioni con parti correlate: un primo bilancio in chiaroscuro*, in *Convegno. Diritto societario europeo e operazioni con parti correlate*, Milano, 2014, sottolinea come: “*Consob has no direct enforcement power on directors while board of auditors is overcharged*”.

“i denti del controllo si fanno aguzzi per una via parallela: quella del controllo... sull’organo di controllo interno”³²³.

Per quanto riguarda la Consob, nella Relazione per l’anno 2013 ha evidenziato come: *“Nel corso del 2013 hanno assunto particolare rilievo le azioni di vigilanza sull’operato dei sindaci delle società quotate, che hanno portato all’applicazione di sanzioni complessivamente pari a 4 milioni di euro nei confronti di 18 componenti dei collegi sindacali di 4 società quotate per violazioni dell’art. 149 del Tuf”³²⁴.* Tra i casi più rilevanti di responsabilità dei membri del collegio sindacale, se ne registrano due in materia di operazioni con parti correlate.

Il primo è *“quello relativo ai componenti dei collegi sindacali di Sai Fondiaria e della controllata Milano Assicurazioni. Il comportamento degli organi di controllo è risultato caratterizzato dal mancato o negligente esercizio dei doveri di vigilanza sull’operato degli amministratori in relazione al compimento di una serie consistente di operazioni con parti correlate poste in essere dal Gruppo Fonsai con membri della famiglia Ligresti (allora azionisti di riferimento) o con società dagli stessi partecipate. Limitandosi a ratificare l’operato degli amministratori senza svolgere i necessari approfondimenti, infatti, i sindaci hanno disatteso, in un arco temporale particolarmente esteso, il proprio dovere di vigilare sulla legalità della gestione sociale, sulla correttezza sostanziale e procedurale delle sopraindicate operazioni con parti correlate nonché sull’adeguatezza della struttura organizzativa e del sistema di controllo interno della società. In relazione a tali illeciti sono state comminate sanzioni per complessivi 3,7 milioni di euro”³²⁵.*

Il secondo è quello in cui *“è stata accertata la responsabilità dei membri del collegio sindacale di Parmalat per la violazione dei doveri di vigilanza previsti dall’art. 149, comma 1, lett. a), del Tuf, in merito al negligente esercizio dei doveri di vigilanza sull’operato degli amministratori relativamente all’applicazione del Regolamento disciplinante le operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza e della procedura aziendale adottata sulla base del citato Regolamento. Tali violazioni sono*

³²³ Così P. MARCHETTI, *Il crescente ruolo delle autorità di controllo nella disciplina delle società quotate*, in *Rivista delle società*, 2016, p. 40.

³²⁴ Cfr., CONSOB, *Relazione per l’anno 2013*, p. 274.

³²⁵ Così, CONSOB, *Relazione per l’anno 2013*, p. 274. Si veda anche la delibera 18724/2013 con cui la Consob ha irrogato la sanzione amministrativa pecuniaria.

*state commesse dai sindaci nel contesto dell'acquisizione, da parte di Parmalat, del 100 per cento del capitale di Lactalis American Group Inc. e di altre due società facenti parte del medesimo gruppo nonché nell'ambito del conferimento del relativo incarico di advisor legale. In relazione alle riscontrate irregolarità, sono state applicate nei confronti dei sindaci, all'epoca in carica, sanzioni pecuniarie per complessivi 180 mila euro*³²⁶.

Anche più recentemente l'attività di *enforcement* svolta dalla Commissione ha determinato l'irrogazione di sanzioni agli organi di controllo per l'inadempimento dei doveri di vigilanza nell'ambito dell'approvazione di operazioni con parti correlate³²⁷. Si vedano, *ex multis*, le delibere Consob n. 19809 d.d. 13 dicembre 2016, n. 20099 d.d. 30 agosto 2017, n. 20244 d.d. 20 dicembre 2017, con cui sono state applicate sanzioni amministrative pecuniarie nei confronti dei sindaci per violazione dell'art. 149, comma 1, lett. a) t.u.f. a causa di irregolarità accertate in riferimento ad operazioni di maggiore rilevanza.

La vigilanza esercitata dalla Consob sull'organo di controllo delle società quotate è stata considerata dalla dottrina particolarmente stringente in relazione alle operazioni con parti correlate, poiché *“l'autorità di controllo <penetra> nel cuore decisionale dell'impresa”* e *“apre così la via (perlomeno) per uno scrutinio in via amministrativa della business judgment rule”*³²⁸.

Allo stesso modo, la prima giurisprudenza di merito sviluppatasi in materia di operazioni con parti correlate, pare particolarmente rigorosa nei confronti del collegio sindacale. In particolare, il Tribunale di Parma con riguardo al caso Parmalat ha affermato che nelle operazioni con parti correlate, costituisce grave irregolarità, rilevante ai sensi dell'art. 2409 c.c., il ruolo passivo assunto dal Collegio Sindacale in merito al vaglio sulla congruenza della valutazione di indipendenza sia dei consiglieri componenti il Comitato per le Operazioni con Parti Correlate, sia dell'esperto indipendente nominato dal quest'ultimo. Secondo il Tribunale, il ruolo prettamente passivo assunto dal Collegio sindacale con riguardo alle procedure in

³²⁶ Così, *ivi*, pp. 274-275. Si veda anche la delibera 18678/2013 con cui la Consob ha irrogato la sanzione amministrativa pecuniaria.

³²⁷ Cfr. CONSOB, *Relazione per l'anno 2016*, p. 27.

³²⁸ Così P. MARCHETTI, *Il crescente ruolo delle autorità di controllo nella disciplina delle società quotate*, cit., pp. 41-42.

materia di operazioni con parti correlate è tale da “precludere l'efficacia dei presidi normativi ostativi all'esplicazione del conflitto di interessi insito nelle operazioni con parti correlate”³²⁹. In aggiunta, si ritiene venga a crearsi “il concreto rischio di un danno al patrimonio societario, costituito dalla sanzione irrogabile da parte della Commissione ai sensi dell'art. 193, comma 3, lett. a), T.U.F. e dalle spese di pubblicità ai sensi dell'art. 195, comma 3, del medesimo Testo Unico, in ragione della responsabilità solidale prevista dal comma 9 della disposizione testé citata”³³⁰.

La pronuncia è stata criticata dai primi commentatori. Innanzi tutto si è rilevato come la maggior parte delle irregolarità contestate agli amministratori siano emerse dalle intercettazioni telefoniche e da messaggi di posta elettronica prodotti nel corso del giudizio. Con la conseguenza che risulta difficile ritenere che i sindaci avrebbero potuto averne contezza, così come che una più rigorosa attività di controllo avrebbe potuto far emergere la violazione sostanziale della normativa in tema di operazioni con parti correlate³³¹. In secondo luogo, è stata evidenziata la mancanza anche solo potenziale del danno. Infatti, sebbene l'art. 195, comma 3, t.u.f. prescriva la responsabilità solidale degli autori dell'illecito e della società per la sanzione irrogata dalla Consob, la medesima norma sancisce altresì un obbligo di rivalsa da parte della società nei confronti dei primi, da esercitarsi mediante azione di regresso, con l'esclusione in radice di ogni pregiudizio per il patrimonio sociale³³².

Recentemente è intervenuta anche la Suprema Corte, accogliendo l'approccio severo verso l'organo di controllo adottato prima dall'Autorità di vigilanza e poi dalle corti di merito³³³. La Cassazione, infatti, ha confermato le sanzioni erogate dalla Consob ai sindaci della Milano Assicurazioni per omesso controllo in relazione ad operazioni con parti correlate poste in essere dalla società con gli allora azionisti di riferimento, i membri della famiglia Ligresti, o con società agli stessi riferibili ai tempi della

³²⁹ Trib. Parma, 29 marzo 2014 (decr.), in *Giur. comm.*, 2014, II, p. 109.

³³⁰ *Ibidem*.

³³¹ N. MICHELI, *Denuncia di gravi irregolarità di gestione e operazioni con parti correlate*, in *Giur. Comm.*, 2015, p. 1027 ss.

³³² M. DEL LINZ, *Il nuovo caso parmalat: considerazioni a margine di un decreto “eccessivamente creativo”*, in *Giur. comm.*, 2014, p. 113 ss.

³³³ Si tratta di Cass. 28 agosto 2017, n. 20437, in *Banca Dati De Jure*.

gestione Ligresti³³⁴. In particolare, viene ribadito che i sindaci devono svolgere un ruolo effettivo, in special modo nella vigilanza delle operazioni con parti correlate, le quali spesso presentano “*indici di elevata rischiosità*”. Dalla “*significativa dilatazione dei poteri che la normativa codicistica, segnatamente l'art. 2403 bis cod. civ., accorda al collegio sindacale*” nelle società quotate, discende l'impossibilità per i sindaci di andare esenti da responsabilità facendo leva sull’“*erroneità o fraudolenza dei dati e delle informazioni fornite al Collegio Sindacale dalla società, dall'organo amministrativo o da esperti indipendenti*”, ovvero sul mutamento del ruolo attribuito all'organo di controllo, passato “*da compiti di verifica <sul campo> a quelli di alta vigilanza*”³³⁵. Testualmente: “*la complessa articolazione della struttura organizzativa di una società di investimenti non può comportare l'esclusione od anche il semplice affievolimento del potere-dovere di controllo riconducibile a ciascuno dei componenti del collegio sindacale, i quali, in caso di accertate carenze delle procedure aziendali predisposte per la corretta gestione societaria, sono sanzionabili a titolo di concorso omissivo <quoad functione>, gravando sui sindaci, da un lato, l'obbligo di vigilanza - in funzione non soltanto della salvaguardia degli interessi degli azionisti nei confronti di atti di abuso di gestione da parte degli amministratori, ma anche della verifica dell'adeguatezza delle metodologie finalizzate al controllo interno della società di investimenti, secondo parametri procedurali dettati dalla normativa regolamentare <Consob>, a garanzia degli investitori - e, dall'altro lato, l'obbligo legale di denuncia immediata alla Banca d'Italia ed alla <Consob>*”³³⁶.

Con riguardo all'atteggiamento di rigore assunto nei confronti dei sindaci in materia di operazioni con parti correlate, è stato sottolineato che: “*Colpire i soli sindaci significa farne, come è ormai loro caratteristica, dei Signor Malaussène del diritto societario. Mentre chi trae profitto dall'operazione con parte correlata a danno della società, cioè la parte correlata stessa (di solito l'azionista di controllo), non corre alcun rischio*”³³⁷. Inoltre, tale sistema si pone in netto contrasto con la scelta di

³³⁴ Cfr. la delibera Consob 18725/2013.

³³⁵ Così Cass. 28 agosto 2017, n. 20437, in *Banca Dati De Jure*.

³³⁶ Letterale Cass. 28 agosto 2017, n. 20437, in *Banca Dati De Jure*.

³³⁷ Così, L. ENRIQUES, *Quella multa che colpisce solo gli indipendenti nel Cda*, in *lavoce.info*, 2014.

campo compiuta dal regolatore chiaramente diretta a enfatizzare il ruolo degli amministratori indipendenti, richiedendo invece al collegio sindacale di vigilare sulla conformità delle procedure e sulla loro osservanza³³⁸. Se è vero che sia il consiglio sia il collegio sindacale sono chiamati a un attento riscontro sulla correttezza dell'operazione, che in quanto sostanziale non può limitarsi al “*rispetto pedissequo e formalistico*”³³⁹ delle procedure, tuttavia solo gli amministratori possono procedere, con l'ausilio del comitato e di eventuali *advisor* da quest'ultimo nominati, alla valutazione della convenienza intrinseca dell'operazione e delle possibili alternative alla stessa, che è invece sicuramente preclusa ai sindaci in quanto esorbitante dalla loro funzione di vigilanza³⁴⁰. Infine, si ritiene che tale atteggiamento costituisca un forte disincentivo all'assunzione della carica di sindaco all'interno di una società quotata.

³³⁸ Cfr. N. ABRIANI, *Il ruolo del collegio sindacale nella governance del nuovo millennio*, cit., pp. 360-361.

³³⁹ Cfr. P. MONTALENTI, *Amministrazione e controllo nella società per azioni: riflessioni sistematiche e proposte di riforma*, in *Riv. soc.*, 2013, p. 52.

³⁴⁰ Cfr. N. ABRIANI, *Il ruolo del collegio sindacale nella governance del nuovo millennio*, cit., p. 362.

CAPITOLO TERZO

OPERAZIONI INTRAGRUPPO, MECCANISMI DI *ENFORCEMENT* E SOCIETÀ CHIUSE

SEZIONE I: OPERAZIONI INTRAGRUPPO

1. Introduzione: diritto dei gruppi

1.1. Il fenomeno di gruppo

Il fenomeno comunemente denominato come “gruppo di società” costituisce una forma organizzativa dell’attività di impresa, nella quale vi è un soggetto (definito capogruppo o *holding*) che esercita un’attività di direzione e coordinamento nei confronti di altre società che però mantengono la loro autonomia giuridica e patrimoniale¹.

Tale fenomeno è largamente diffuso: si tratta dell’assetto organizzativo non solo tipicamente assunto dalle imprese di grande e grandissima dimensione, a carattere sia nazionale sia multinazionale², ma anche frequentemente utilizzato per le realtà imprenditoriali di media o piccola dimensione³. Nella realtà italiana, il gruppo è stato

¹ F. CHIAPPETTA, *Il gruppo societario*, in *Diritto del governo societario*, Padova, Cedam, 2013, p. 217 ss.; A. DACCÒ, *I gruppi di società*, in M. Cian (a cura di), *Diritto commerciale*, Volume II, Giappichelli, Torino, 2016, pp. 672-673; Cass., 17 aprile 2007, n. 9143, in *Fall.*, 2008, p. 561; Trib. Biella, 17 novembre 2006, in *www.ilcaso.it*; Trib. Benevento, 21 agosto 2008, in *GuidaD*, 2009, p. 82.

² A tal proposito si evidenzia che il *Reflection Group on the future of EU Company Law* nell’aprile 2011 dichiarava “*the group of companies – not the single company – has become the prevailing form of European large-sized enterprises*”.

³ Cfr. F. CHIAPPETTA, *Il gruppo societario*, cit., p. 218 laddove specifica che i dati statistici confermano per l’impresa non grande un utilizzo risalente del modello “gruppo” che ha poi avuto una diffusione crescente. Per le piccole e medie imprese i vantaggi dell’appartenenza a un gruppo sono rappresentati soprattutto dalla diversificazione dell’organizzazione delle attività svolte e dal maggiore potere contrattuale associato alle accresciute dimensioni (cfr. Azienda Italia: Bilancio 2002, *La*

“uno strumento di crescita e di competitività del nostro sistema economico” e ha rappresentato “una <modalità organizzativa> attraverso la quale le imprese italiane sono riuscite ad essere competitive sul mercato globale, superando, almeno in parte, i limiti connessi alla piccola dimensione”⁴.

Il gruppo di società può assumere le più diverse configurazioni e articolazioni. Tradizionalmente si distingue tra gruppi verticali (o a catena) e gruppi orizzontali (o a raggiera)⁵. I gruppi verticali si fondano sul controllo che una società esercita su altre società: vi è un soggetto al vertice del gruppo che detiene il pacchetto di controllo di una o più imprese “a catena”⁶. Nei gruppi orizzontali, invece, la capogruppo esercita direttamente l’attività di direzione e coordinamento su tutte le altre società del gruppo⁷. Di frequente poi tali strutture vengono variamente combinate tra loro al fine di rispondere alle esigenze del concreto assetto d’impresa configurato⁸.

Si tratta in ogni caso di un fenomeno di per sé fisiologico, in quanto risponde ad esigenze di razionalizzazione ed efficienza del sistema produttivo⁹. Infatti, è nato nel modello del capitalismo per consentire da un lato di aumentare la quantità di prodotto a parità di costi e dall’altro di coprire più settori verticali della catena economica¹⁰.

Allo stesso tempo si tratta di un fenomeno non scevro di pericoli, alla luce dei rischi che determina l’articolazione in più strutture giuridiche di un’impresa

dimensione che permette di competere: le imprese tra reti, gruppi e distretti, Atti dei convegni e presentazioni, p. 2).

⁴ U. TOMBARI, *Diritto dei gruppi di imprese*, cit., p. 2.

⁵ F. CHIAPPETTA, *Il gruppo societario*, cit., p. 225. G. F. CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale 2. Diritto delle società*, 9 ed., Milano, 2015, pp. 283-284; G. G. LEMME, *op. cit.*, pp. 7-8.

⁶ Nel modello a catena, in particolare, la *holding* A controlla e dirige la società B, la quale a sua volta controlla e dirige la società C e così via.

⁷ F. CHIAPPETTA, *Il gruppo societario*, cit., p. 225; G. F. CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale 2. Diritto delle società*, cit., pp. 284-285; G. LEMME, *op. cit.*, pp. 7-8.

⁸ Nei grandi gruppi, per esempio, è diffusa la prassi di costituire una *holding* pura e più *sub-holdings* di settore, controllate dalla prima, che a loro volta controllano e dirigono una o più società operative nel loro settore di competenza.

⁹ G. F. CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale*, cit., p. 284.

¹⁰ G. LEMME, *op. cit.*, p. 7.

sostanzialmente unitaria sotto il profilo economico. Infatti, come sarà approfondito *infra*, nei gruppi è più frequente l'insorgere di conflitti di interesse¹¹.

Alla luce dei benefici e dei rischi derivanti dalla struttura del gruppo, la riforma del diritto societario (d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6) introduce per la prima volta una disciplina specifica per i gruppi che sembra ispirata a un duplice obiettivo: da un lato legittimare la “politica del gruppo”, dall'altro prevedere meccanismi di pubblicità e trasparenza, nonché di reazione ai possibili abusi dell'attività di direzione e coordinamento, a tutela dei soci di minoranza e dei creditori delle società eterodirette¹².

1.2. La disciplina del gruppo

Il legislatore della riforma ha riconosciuto, disciplinandolo, il fenomeno del gruppo, anche se, singolarmente, non viene mai utilizzata l'espressione “gruppo” e non ne viene fornita una definizione¹³. Non viene specificato, inoltre, a quali tipi debbano appartenere le società del gruppo, con la conseguenza che, nel silenzio della legge, la disciplina è stata ritenuta applicabile a tutti i tipi di società, quindi anche alle società di persone¹⁴.

¹¹ N. MICHELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., p. 64.

¹² U. TOMBARI, *Il “diritto dei gruppi”: primi bilanci e prospettive per il legislatore comunitario*, cit., pp. 81-82.

¹³ *La Relazione di accompagnamento alla riforma del diritto societario*, M. Vietti-F. Auletta-G. Lo Cascio-U. Tombari-A. Zoppini (a cura di), in *La riforma del diritto societario, Lavori preparatori. Testi e materiali*, Milano, 2006, p. 257 spiega come si sia ritenuto “non opportuno dare o richiamare una qualunque nozione di gruppo o di controllo, e per due ragioni: è chiaro da un lato che le innumerevoli definizioni di gruppo esistenti nella normativa di ogni livello sono funzionali a problemi specifici; ed è altrettanto chiaro che qualunque nuova nozione si sarebbe dimostrata inadeguata all'incessante evoluzione della realtà sociale, economica e giuridica”.

¹⁴ U. TOMBARI, *Diritto dei gruppi di imprese*, cit., p. 14; A. DACCÒ, *I gruppi di società*, cit., p. 674; N. RONDINONE, *Società (gruppi di)*, voce del *Digesto delle discipline privatistiche, Sezione commerciale*, Aggiornamento, Torino, 2009, p. 602; G. SBISÀ, *Art. 2497*, in G. Sbisà (a cura di), *Direzione e coordinamento di società*, in *Commentario alla riforma delle società*, P. Marchetti-L. A. Bianchi-F. Ghezzi-M. Notari (diretto da), Milano, 2012, pp. 1-2.

La disciplina del gruppo si rinviene innanzitutto nel Capo IX del codice civile, ossia negli artt. 2497 e ss. Sono specificamente regolate: la responsabilità della capogruppo (art. 2497); il regime di pubblicità delle società appartenenti al gruppo (art. 2497-*bis*); l'obbligo di motivazione delle decisioni assunte dalle società del gruppo (art. 2497-*ter*); le cause di recesso nelle società eterodirette (art. 2497-*quater*); i finanziamenti nel gruppo (art. 2497-*quinqies*); il sistema di presunzioni sull'esistenza del gruppo (art. 2497-*sexies*); la direzione o il coordinamento esercitati mediante un contratto o clausole statutarie (art. 2497-*septies*). In secondo luogo, vanno a formare la disciplina del gruppo anche le disposizioni introdotte nel Capo V dedicato alle s.p.a. che si occupano dell'eventualità in cui la società per azioni appartenga a un gruppo. In particolare: l'art. 2381, comma 5, che stabilisce l'obbligo degli organi delegati di riferire al consiglio di amministrazione e al collegio sindacale sulle operazioni di maggior rilievo effettuate dalle società o dalle sue controllate; l'art. 2403-*bis*, comma 2, ai sensi del quale il collegio sindacale può chiedere agli amministratori notizie con riferimento a società controllate sull'andamento delle operazioni sociali o su determinati affari e può altresì scambiare informazioni con i corrispondenti organi delle società controllate in merito ai sistemi di amministrazione e controllo ed all'andamento generale dell'attività sociale; l'art. 2409, che in caso di gravi irregolarità nella gestione della controllante che possono arrecare danno alle società controllate prevede la denuncia al tribunale su richiesta anche dell'organo di controllo della società¹⁵.

Si ritiene che la disciplina italiana dei gruppi di impresa abbia costituito “*uno dei momenti più innovativi e controversi della riforma del 2003*”¹⁶ e che rappresenti un modello peculiare nel panorama comparatistico¹⁷. In particolare, è stato sostenuto come la disciplina italiana del gruppo abbia realizzato un compromesso tra due linee di politica legislativa¹⁸. Da un lato, il gruppo è considerato come un (mero) fatto, coincidente con l’“attività di direzione e coordinamento”, che assume rilevanza giuridica, sotto il profilo della tutela di soci di minoranza e creditori della

¹⁵ U. TOMBARI, *Diritto dei gruppi di imprese*, cit., pp. 6-7.

¹⁶ Così U. TOMBARI, *Il “diritto dei gruppi”: primi bilanci e prospettive per il legislatore comunitario*, cit., p. 77.

¹⁷ U. TOMBARI, *Diritto dei gruppi di imprese*, cit., p. 7.

¹⁸ *Ibidem*.

eterodiretta, quando presenta connotati di illiceità¹⁹. Dall'altro, il legislatore della riforma ha introdotto anche disposizioni che disciplinano il gruppo come forma di organizzazione di impresa, incidendo sullo statuto organizzativo delle società appartenenti al gruppo (basti pensare all'inizio e alla cessazione dell'attività di direzione e coordinamento di cui all'art. 2497-*quater* e ai finanziamenti intragrupo di cui all'art. 2497-*quinquies*)²⁰. Tale duplice visione del fenomeno di gruppo rappresenta forse il tratto più originale del modello legislativo italiano nel quadro comparatistico. In ogni caso, sembra che il mutato contesto normativo abbia incentivato la diffusione dei gruppi²¹. Dalla Analisi empirica sulla “Corporate Italia” presentata dalla Camera di Commercio di Milano, infatti, emerge come nel periodo che va dal 30 giugno 2005 al 1 marzo 2013 la forma organizzativa del gruppo sia stata in decisa crescita: è fortemente aumentato non solo il numero delle società capogruppo, ma anche quello delle eterodirette²².

1.2.1. Direzione e coordinamento

Il legislatore della riforma ha scelto di regolare il fenomeno di gruppo secondo quella che è stata variamente definita come una “prospettiva eminentemente funzionale”²³ ovvero un “principio di effettività”²⁴, ponendo al centro della disciplina non la struttura o gli strumenti con cui si realizza l'integrazione economica tra imprese, bensì, come detto, un fatto: l'attività di direzione e coordinamento. Pertanto, ai fini

¹⁹ Così U. TOMBARI, *Il “diritto dei gruppi”: primi bilanci e prospettive per il legislatore comunitario*, cit., p. 79. Critica questa visione P. MONTALENTI, *Direzione e coordinamento nei gruppi societari: principi e problemi*, in *Riv. soc.*, 2007.

²⁰ U. TOMBARI, *Riforma del diritto societario e gruppo di imprese*, in *Giur. comm.*, 2004, I, p. 61 ss.

²¹ U. TOMBARI, *Il “diritto dei gruppi”: primi bilanci e prospettive per il legislatore comunitario*, cit., p. 80.

²² Più nel dettaglio, il totale dei soggetti giuridici che esercitano attività di direzione e coordinamento è passato da 15.039 nel 2005 a 25.489 nel 2013, con un aumento del 69,5%; quello delle società eterodirette è passato da 25.096 a 40.395, con un aumento del 60%. Cfr. U. TOMBARI, *Il “diritto dei gruppi”: primi bilanci e prospettive per il legislatore comunitario*, cit., p. 78.

²³ F. CHIAPPETTA, *Il gruppo societario*, cit., p. 222.

²⁴ U. TOMBARI, *Diritto dei gruppi di imprese*, cit., p. 18.

del riconoscimento legislativo, non rileva il profilo statico del “controllo societario” di cui all’art. 2359 c.c., ma il profilo dinamico dell’attività di direzione e coordinamento: non importa la mera possibilità di esercitare un’influenza dominante su una o più società, ma l’esercizio effettivo di tale influenza²⁵.

In particolare, l’esercizio da parte della capogruppo di un’attività di direzione e coordinamento costituisce il presupposto per l’applicabilità della disciplina sul gruppo²⁶. Ciò nondimeno, il legislatore della riforma non ha definito tale nozione, che può di fatto assumere forme e contorni diversi nonché mutevoli nel tempo²⁷.

In mancanza di un’espressa indicazione da parte del legislatore, la dottrina prima e la giurisprudenza poi si sono occupate di ricostruire il concetto di direzione e coordinamento. In dottrina, primariamente è stato affermato che l’attività di direzione e coordinamento consiste in linea generale nell’esercizio effettivo del potere di una società di o ente di dirigere e coordinare altre società o enti secondo un progetto unitario²⁸. È poi stato specificato che *“perché si configuri una direzione unitaria di più società controllate occorre anzitutto che la società [...] in posizione di controllo ponga in essere un’attività di coordinamento e di indirizzo: attività che*

²⁵ Ivi, pp. 18-19.

²⁶ A. DACCÒ, *I gruppi di società*, cit., p. 674.

²⁷ Tuttavia, come è stato fatto correttamente notare (cfr. C. SAVOLDI, *Una prima decisione in tema di recesso e gruppi di società: l’inizio e la cessazione dell’attività di direzione e coordinamento*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2016, p. 532 ss.) la scelta del legislatore di non definire precisamente il fenomeno del gruppo è stata accolta positivamente da parte della dottrina che sottolinea come l’esperienza di alcuni ordinamenti stranieri abbia dimostrato che *“chi immagina di definire figure tipologicamente identificate di gruppo a cui imporre obblighi e doveri, produce la insopprimibile spinta dell’autonomia privata al porsi al margine di quelle disposizioni e a liberarsi così dagli obblighi, dai doveri, dalle responsabilità”* (M. VIETTI, *Linee guida della riforma del diritto societario*, in *Società*, 2003, p. 269). Sulla scelta del legislatore di non definire il concetto di “gruppo”, si vedano anche: R. RORDORF, *I gruppi nella recente riforma del diritto societario*, in *Società*, 2004, p. 538 ss.; nonché G. SBISÀ, *Responsabilità della capogruppo e vantaggi compensativi*, in *Contr. impr.*, 2003, p. 591 ss. Critico, invece, rispetto all’assenza di una definizione normativa di gruppo di società e alla mancata individuazione legislativa degli elementi costitutivi di tale fattispecie, P. MONTALENTI, *Sistemi di controllo interno e corporate governance: dalla tutela delle minoranze alla tutela della correttezza gestoria*, in *Riv. dir. comm.*, 2012, II, p. 243 ss.

²⁸ P. MONTALENTI, *Direzione e coordinamento nei gruppi societari: principi e problemi*, cit., p. 320 ss.

– pur presupponendoli – non si esaurisce nei singoli atti di esercizio dei diritti sociali inerenti alle diverse partecipazioni di controllo: non si risolve quindi nella mera gestione delle partecipazioni stesse, bensì esprime (come è del resto caratteristico dell’attività in rapporto ai singoli atti di cui si compone) un valore ulteriore rispetto ad essi”²⁹. Infine, è stato evidenziato che per individuare l’ente che effettivamente esercita l’attività di direzione e coordinamento, occorre guardare a dove sia collocata oggettivamente l’organizzazione delle quattro fondamentali fasi in cui si articola la direzione di un’impresa: pianificazione e programmazione; organizzazione; coordinamento e guida; controllo³⁰.

La giurisprudenza di merito, sulla base degli orientamenti dottrinali maggioritari, è intervenuta dettagliando la nozione di attività di direzione e coordinamento. Questa è stata qualificata come “un’attività atipica”, che può esplicarsi in forma orale o scritta attraverso le modalità più svariate (dalla conversazione tra presenti, a quella telefonica, alla mail, al fax, al verbale del consiglio d’amministrazione) rappresentando la manifestazione di volontà dell’ente capogruppo in relazione alle operazioni delle controllate³¹. Proprio alla luce del carattere atipico dell’attività di direzione e coordinamento, essa può esplicarsi anche mediante l’esercizio del voto all’interno delle assemblee della società controllata, ma allo stesso tempo può attuarsi mediante semplici direttive impartite agli amministratori delle società eterodirette³². Ciò che rileva, infatti, non è l’imputazione diretta o indiretta degli atti di impresa ma il dato fattuale o giuridico del governo della condotta unitaria³³, attuato attraverso l’esercizio di una pluralità sistematica e costante di atti di indirizzo idonei ad incidere sulle decisioni gestorie dell’impresa, ovverosia sulle scelte strategiche e operative di carattere finanziario, industriale, commerciale che attengono alla conduzione degli affari sociali³⁴.

²⁹ Così G. SCOGNAMIGLIO, *Autonomia e coordinamento nella disciplina dei gruppi di società*, Torino, 1996, p. 39 con osservazioni che, sia pure espresse *ante* riforma, mantengono la loro attualità anche a seguito dell’intervento normativo.

³⁰ U. TOMBARI, *Diritto dei gruppi di imprese*, cit., pp. 25-26.

³¹ Cfr. Trib. Milano, 20 gennaio 2013, in www.giurisprudenzadelleimprese.it.

³² Cfr. Trib. Prato, 8 novembre 2016, n. 1136, in *Banca Dati De Jure*.

³³ Cfr. App. Napoli, 1 agosto 2014, in www.ilcaso.it.

³⁴ Cfr. Trib. Pescara, 2 febbraio 2009, in *Il Foro Italiano*, p. 2829 ss.

Infine, anche la Suprema Corte ha dato una propria definizione, spiegando come nell'ottica dell'art. 2497 “*l'attività di direzione e coordinamento consiste, invero, nell'esercizio effettivo di un'ingerenza qualificata nella gestione di una o più società, espressione di una posizione di potere tale da incidere stabilmente nelle scelte gestorie e operative dei singoli organi amministrativi e tuttavia concretizzata in comportamenti estranei alla sfera della corretta gestione societaria e imprenditoriale, animati dal perseguimento di interessi propri o di terzi*”³⁵.

Tutt'ora dibattuta nella letteratura italiana è invece la natura dell'attività di direzione e coordinamento. Si contrappongono in particolare la tesi per cui il potere di direzione e coordinamento si configura come un mero “potere di fatto”³⁶ e quella che lo qualifica come un vero e proprio “potere giuridico”³⁷. La questione è finalizzata in particolar modo a comprendere come giuridicamente si traduca la legittimazione del potere di direzione e coordinamento e se questa implichi inevitabilmente il riconoscimento della capogruppo di impartire direttive alla controllata³⁸ ovvero se l'effetto ricada unicamente sulla struttura formale delle competenze degli organi

³⁵ Così Cass., 25 luglio 2016, n. 15346, in *Banca Dati De Jure*.

³⁶ Cfr. F. GALGANO, *Direzione e coordinamento di società*, in F. Galgano (a cura di), *Commentario del codice civile Scialoja-Branca*, (artt. 2497-2497 septies), Bologna, 2005, p. 129 ss.; G. SBISÀ, Art. 2497, in *Direzione e coordinamento di società*, cit., p. 33; M. PERRINO, *Il gruppo di società tra fatto e contratto*, in *Foro it.*, 2009, I, c. 2829 ss. Nell'ambito della riconduzione del rapporto di gruppo nella relazione di fatto si veda anche, in termini parzialmente differenti, C. ANGELICI, *Noterelle quasi metodologiche in materia di gruppi di società*, in *Riv. dir. comm.*, 2013, p. 377 ss., secondo il quale il rapporto di direzione e coordinamento si esaurirebbe in una mera relazione di potere, il quale deve essere inteso come “*situazione che consenta in termini fattuali di realizzare direttamente gli interessi di chi agisce*”.

³⁷ Cfr., *ex multis*, P. MONTALENTI, *L'attività di direzione e coordinamento: dottrina, prassi, giurisprudenza*, in *Giur. comm.*, 2016, pp. 111 e ss.; G. SCOGNAMIGLIO, *Poteri e doveri degli amministratori nei gruppi di società dopo la riforma del 2003*, in G. Scognamiglio (a cura di), *Profili e problemi dell'amministrazione nella riforma delle società*, Milano, 2003, p. 189 ss.; U. TOMBARI, *Diritto dei gruppi di imprese*, cit., p. 106 ss.; M. MAUGERI, *Interesse sociale, interesse dei soci e interesse del gruppo*, in *Giur. comm.*, 2012, p. 72 ss.; A. VALZER, *Le responsabilità da direzione e coordinamento di società*, Torino, 2011.

³⁸ In questo senso si veda lo *European Model Company Act*, Chapter 16 (“*Groups of companies*”), Section 9, laddove si prevede “*the right of a parent company to give instructions to the management of a subsidiary*”.

delle società appartenenti ad un gruppo. La prima opzione sembra essere quella riconosciuta dalla giurisprudenza di merito³⁹: si segnala in particolare una decisione di merito che ha espressamente riconosciuto come giusta causa di revoca degli amministratori la mancata esecuzione di (legittime) direttive di gruppo⁴⁰.

2. Operazioni con parti correlate intragruppo

Le questioni affrontate in materia di operazioni con parti correlate si presentano “*in termini senz’altro più critici*”⁴¹ se si passa a considerare una particolare categoria di operazioni con parti correlate: le operazioni intragruppo. Nell’ambito del gruppo di società, il compimento di operazioni tra le diverse entità che lo compongono, e quindi tra parti correlate, costituisce ipotesi fisiologica⁴². Altrimenti detto: “*la disciplina del gruppo è, per definizione, disciplina di operazioni con parti correlate*”⁴³. Parallelamente, però, le operazioni intragruppo “*costituiscono uno dei terreni più ampi – e più fertili – per la realizzazione di quelle operazioni di*

³⁹ Cfr. Trib. Biella, 12 marzo 2007, in *Giur. comm.*, 2010, II, p. 287, con nota di Rivaro, *Attività di direzione e coordinamento e regolamenti di gruppo*.

⁴⁰ Cfr. Trib. Cagliari, 14 aprile 2011, in *Giur. comm.*, 2013, II, p. 687, con nota di Rivaro, *Revoca per giusta causa dell'amministratore per mancata ottemperanza delle direttive di gruppo*.

⁴¹ Così G. GUIZZI, *Interessi degli amministratori e operazioni con parti correlate*, cit., p. 197.

⁴² Cfr. *ivi*, p. 198; A. MAZZONI, *op. cit.*, p. 209 secondo cui: “*Moltissime (ancorché non tutte) le operazioni infra-gruppo ipotizzabili sono operazioni con parti correlate ai fini del Regolamento*”; N. MICHELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., p. 192, la quale evidenzia che nel gruppo “*i rapporti di correlazione si moltiplicano rispetto ad un qualsiasi altro contesto societario*”; ma anche S. GILOTTA, *Interesse di gruppo e nuove regole sulle operazioni con parti correlate*, cit., p. 254 ss.: “*Le operazioni infragruppo rappresentano una buona parte dell'insieme di possibili <operazioni con parti correlate>*”.

⁴³ Così M. MAUGERI, *Le operazioni con parti correlate nei gruppi societari*, cit., p. 888; ma anche P. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate tra efficienza gestionale nei gruppi e rischi di conflitti di interessi: quale disciplina?*, cit., p. 27; L. SAMBUCCI, *sub art. 2391-bis*, in N. Abriani-M. Stella Richter Jr. (a cura di), *Codice commentato delle società*, Torino, 2010, p. 1121 ss.; L. ENRIQUES, *Gruppi piramidali, operazioni intragruppo e tutela degli azionisti esterni: appunti per un'analisi economica*, in *Giur. comm.*, fasc. 5, 1997, p. 698 ss.

*diversione di ricchezza in danno degli azionisti di minoranza*⁴⁴ che il Regolamento Consob mira a contrastare.

Sono evidenti tanto la parziale sovrapposizione della materia delle operazioni con parti correlate con la materia dei gruppi⁴⁵, quanto le differenti filosofie ispiratrici dell'una e dell'altra⁴⁶. La disciplina delle operazioni con parti correlate presenta un carattere "atomistico", si caratterizza per la difesa rigida e incondizionata dell'interesse sociale⁴⁷, muove da una concezione negativa del controllo e talora addirittura dal postulato che sia quasi strutturale alle società quotate un conflitto tra maggioranza e minoranza dove la prima cerca di estrarre benefici privati dalla società⁴⁸. La disciplina dei gruppi di società, per converso, presuppone la liceità del fenomeno del gruppo, è connaturata alla nozione di controllo⁴⁹ e valorizza l'interesse di gruppo come elemento capace di influenzare le scelte gestionali delle controllate⁵⁰.

⁴⁴ Così S. GILOTTA, *Interesse di gruppo e nuove regole sulle operazioni con parti correlate*, cit., p. 254 ss.

⁴⁵ M. VENTORUZZO, *Commento sub art. 2391-bis*, cit., p. 542 parla di "ampie zone di sovrapposizione tra disciplina delle operazioni con parti correlate e disciplina della direzione e coordinamento di società"; M. MAUGERI, *Le operazioni con parti correlate nei gruppi societari*, cit., p. 887 evidenzia che "entrambi i complessi normativi si indirizzano a risolvere in principio il medesimo ordine di problemi operativi, vale a dire contenere e ridurre il rischio di estrazione di benefici privati o del perseguimento di interessi extrasociali da parte di soggetti titolari dle potere d'impresa, offrendo al tempo stesso un insieme di regole procedurali e di trasparenza funzionali a valutare la legittimità e ragionevolezza delle forme di esercizio di quel potere".

⁴⁶ Così A. MAZZONI, *op. cit.*, p. 209; si veda anche P. FERRO-LUZZI, *Le operazioni con parti correlate infragruppo*, cit., p. 11, parla di una "profonda diversità [...] ideologico/politica tra la disciplina delle parti correlate e la disciplina del gruppo";

⁴⁷ S. GILOTTA, *Interesse di gruppo e nuove regole sulle operazioni con parti correlate*, cit., p. 254 ss., secondo cui la disciplina delle operazioni con parti correlate introdotta dalla Consob "risulta chiaramente improntata a una filosofia di stampo <atomistico>, caratterizzata dalla difesa rigida e incondizionata dell'interesse sociale".

⁴⁸ P. FERRO-LUZZI, *Le operazioni con parti correlate infragruppo*, cit., p. 6, afferma che la concezione da cui muove la disciplina delle parti correlate è quella "del controllante come <predatore> dell'indifesa e virtuosa minoranza".

⁴⁹ *Ivi*, p. 11.

⁵⁰ S. GILOTTA, *Interesse di gruppo e nuove regole sulle operazioni con parti correlate*, cit., p. 254 ss., sottolinea che nella disciplina primaria "non mancano chiare aperture in favore della concorrente opzione <molecolare>, costruita sul riconoscimento e sulla valorizzazione dell'interesse di gruppo

Ancora, l'art. 2391-*bis* è diretto ad assicurare, in una logica prima preventiva e poi di accertamento, la correttezza sostanziale delle operazioni con parti correlate – che devono essere il frutto di negoziazioni “*at arm's length*” e che devono perseguire il solo interesse dei soci –, qualora vi siano interessi altri suscettibili di condizionare il procedimento decisionale⁵¹. Gli artt. 2497 e ss., di contro, legittimano il “*potere-dovere*”⁵² da parte degli amministratori delle società del gruppo di perseguire interessi anche diversi da quello sociale, purché ascrivibili ad un interesse di gruppo⁵³. Di conseguenza, coniugare le due discipline non è agevole. D'altra parte, quella delle operazioni con parti correlate è pensata e costruita dal legislatore sul presupposto che gli amministratori si trovano a compiere una scelta di gestione in presenza e alla luce di interessi diversi da quello sociale, solo in ipotesi eccezionali e contingenti. Proprio l'occasionalità del conflitto giustifica l'irrigidimento delle regole deliberative e degli *standard* istruttori e di controllo. Nei gruppi di società, al contrario, la possibilità che le scelte degli amministratori siano orientate dalla considerazione di interessi “altri” si presenta in forma non occasionale ma ricorrente⁵⁴. Si è parlato di una “*quasi <fisiologica> esposizione delle relazioni infragruppo alle fattispecie di conflitto di interessi*”⁵⁵. Tali considerazioni, unite al

come elemento capace di <dettare l'agenda> o quantomeno di influenzare le scelte gestionali delle singole entità di cui si compone l'aggregazione”.

⁵¹ L. SEMINARA, *L'informazione c.d. «esterna» sulle operazioni con parti correlate infragruppo*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 1/2013, pp. 319-320.

⁵² Così G. SCOGNAMIGLIO, *Interesse sociale e interesse di gruppo*, in AA. VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders. In ricordo di Pier Giusto Jaeger. Atti del convegno. Milano, 9 ottobre 2009*, Milano, 2010, p. 115 ss.

⁵³ L. SEMINARA, *op. cit.*, p. 320.

⁵⁴ G. GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, cit., p. 132 parla di “*presa d'atto che nell'ambito dei gruppi le decisioni gestorie possono essere (e in realtà sono) naturalmente influenzate dalla considerazione di una serie di interessi più ampia di quelli che si puntualizzano intorno alla conservazione del valore del patrimonio della singola società*”.

⁵⁵ Così N. MICIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., p. 192. Peraltro, il carattere sistematico e non episodico del conflitto di interessi nell'ambito delle operazioni infragruppo era stato evidenziato in dottrina ancora prima della riforma del diritto societario. Si vedano, *ex multis*, A. MIGNOLI, *Interesse di gruppo e società a sovranità limitata*, in *Contr. impr.*, 1986, p. 729 ss.; F. D'ALESSANDRO, *op. cit.*, p. 49 ss.; G. SCHIANO DI PEPE, *Gruppi di imprese e conflitto d'interessi. Una storia infinita*, in *Corr. Giur.*, 1991, p. 1118; F. BONELLI,

fatto che i gruppi, da un lato, trovano già apposita disciplina nel codice civile (*i.e.* artt. 2497 ss.), dall'altro costituiscono una modalità operativa largamente diffusa e particolarmente efficiente dal punto di vista imprenditoriale⁵⁶ rendono preferibile non costringere sempre e comunque le operazioni infragruppo nei vincoli e oneri procedurali dettati dalle disposizioni in materia di rapporti con parti correlate⁵⁷.

3. Analisi economica delle operazioni infragruppo

Alla base del fenomeno reale dell'aggregazione tra enti vi è tendenzialmente lo scopo di sfruttare le sinergie derivanti dalla messa in comune di funzioni altrimenti gestite separatamente⁵⁸. Si tratta di quelle che nell'ambito delle scienze economiche vengono definite come "economie di scala": in particolare, attraverso l'articolazione

Conflitto di interesse nei gruppi di società, in *Giur. comm.*, 1992, 2, p. 219 ss.; P. MONTALENTI, *Conflitto di interesse nei gruppi di società e teoria dei vantaggi compensativi*, in *Giur. comm.*, 1995, p. 710 ss.; V. COTTINO, *Divagazioni sul conflitto di interessi*, in AA. VV., *I gruppi di società. Atti del convegno internazionale di studi, Venezia, 16-17 novembre 1995*, Vol. II, Milano, 1996, p. 1076; S. SCOTTI CAMUZZI, *I gruppi fra diritto delle società e diritto dell'impresa*, in AA. VV., *I gruppi di società, Atti del convegno internazionale di studi, Venezia, 16-17-18 novembre 1995*, Vol. 2, Milano, 1996, p. 2145; A. STESURI, *Il conflitto di interessi*, Milano, 1999, p. 174, secondo il quale nella maggior parte dei casi l'interesse di gruppo viene "utilizzato come cortina fumogena atta a celare il reale interesse della società controllante e tiranna, nella persona del relativo pacchetto di maggioranza, con uso distorto e fuorviante delle possibilità economiche della società controllata"; L. ENRIQUES, *Vaghezza e furore. Ancora sul conflitto d'interessi nei gruppi di società in vista dell'attuazione della delega per la riforma del diritto societario*, in Associazione Disiano Preite, *Verso un nuovo diritto societario*, Bologna, 2002; nonché G. ROSSI, *Il conflitto epidemico*, cit., p. 57: "Un fenomeno del tutto analogo si osserva a livello dei gruppi di società, dove ormai è molto difficile distinguere l'interesse del gruppo da quello delle singole società. [...] La distorsione dei principi fondamentali è qui evidentissima, così come lo è l'impossibilità di individuare ed eliminare il conflitto di interessi".

⁵⁶ U. TOMBARI, *Diritto dei gruppi di imprese*, cit.

⁵⁷ Cfr. M. HOUBEN, *op. cit.*, p. 447 ss.; ma anche G. GUIZZI, *Interessi degli amministratori e operazioni con parti correlate*, cit. p. 198 secondo cui la soluzione di applicare alle operazioni infragruppo la stringente disciplina del Regolamento Consob è "discutibile e meno razionale"; nonché P. FERRO-LUZZI, *Le operazioni con parti correlate infragruppo*, cit., p. 11.

⁵⁸ E. MARCHISIO, *Usi alternativi del gruppo di società*, Napoli, 2009, p. 11.

in gruppo si sfrutta il c.d. “effetto leva” (altro strumento concettuale di matrice economico-finanziaria) derivante dalla crescita dimensionale e dall’espansione dell’iniziativa imprenditoriale in più attività e in più settori⁵⁹. La prima intuizione in questo senso è giunta dagli studi di Ronald Coase e in particolare dal suo noto saggio “*The nature of the firm*”, dove si legge: “*the operation of a market costs something and by forming an organisation allowing some authority (an <entrepreneur>) to direct the resources, certain marketing costs are saved*”⁶⁰. Quindi l’impresa intesa come tecnica di coordinamento dei fattori della produzione alternativa rispetto al meccanismo dei prezzi operante sul mercato e che consente un risparmio sui c.d. costi di transazione⁶¹. L’analisi storica dello sviluppo dei grandi gruppi industriali statunitensi alla fine del diciannovesimo secolo, conferma l’intuizione: “*modern business enterprise took the place of market mechanism in coordinating the activities of the economy and allocating its resources. In many sectors of the economy the visible hand of management replaced what Adam Smith referred to as the invisible hand of market forces*”⁶². Dalla crescita esponenziale di tali imprese, è derivata, naturalmente, l’articolazione in gruppi⁶³.

⁵⁹ Cfr. L. D’AMICO-T. DI CIMBRINI, *Le aggregazioni di imprese e la formazione dei gruppi*, in L. Marchi-M. Zavani-S. Branciarri (a cura di), *Economia dei gruppi e bilancio consolidato*, Giappichelli, Torino, 2010, p. 5 ss. Secondo G. LEMME, *op. cit.*, p. 7, “*i gruppi costituiscono fenomenologicamente l’estrinsecarsi dell’esigenza di espansione delle imprese*”.

⁶⁰ R. H. COASE, *The Nature of the Firm*, *Economica*, 1937, pp. 386-405.

⁶¹ E. MARCHISIO, *Usi alternativi del gruppo di società*, cit., pp. 19-20.

⁶² Così A. D. CHANDLER JR., *The Visible Hand*, Cambridge, Mass: The Belknap Press of Harvard University Press, 1977, p. 1; p. 484 “*The new technologies and expanding markets thus created for the first time a need for administrative coordination. To carry out this function entrepreneurs built multiunit business enterprises and hired the managers needed to administer them. [...] As technology became both more complex and more productive, and as markets continued to expand, these managers assumed command in the central sectors of the American economy*”. Ma si veda anche R. BUXBAUM, *The Relation of the Large Corporation’s Structure to the Role of Shareholders and Directors: Some American Historical Perspectives*, in *Law and the Formation of the Big Enterprises in the 19th and early 20th Centuries*, Horn Norbert and Kocka Jürgen. Göttingen, Vandenhoeck & Ruprecht, 1979, p. 243: “*The large corporation was made possible, if not necessary, by objective changes in production and distribution*”. U. TOMBARI, *Diritto dei gruppi di imprese*, cit., p. 2 sottolinea che anche nella realtà italiana, il gruppo è stato “*uno strumento di crescita e di competitività del nostro sistema economico*” e ha rappresentato “*una <modalità organizzativa> attraverso la quale*

Al di là delle possibilità di sfruttare le economie di scale, si possono ravvisare numerosi altri “incrementi di efficienza” (o anche “sinergie di gruppo”) determinati dalle strutture di gruppo⁶⁴.

In primo luogo l’articolazione in gruppo consente di frammentare la responsabilità patrimoniale per l’esercizio di attività identiche o simili⁶⁵, nonché di salvaguardare gli investimenti relativi a specifici affari. In secondo luogo, da essa consegue un più efficiente accesso al credito, poiché la frammentazione dell’attività del gruppo in diversi segmenti rappresentati dall’oggetto sociale delle singole società membri del gruppo, consente una migliore misurazione del rischio da parte del finanziatore, nonché un suo controllo più puntuale sull’utilizzo delle somme prestate⁶⁶. In terzo luogo, attraverso il gruppo è possibile “*demandare al mercato, e non esclusivamente*

le imprese italiane sono riuscite ad essere competitive sul mercato globale, superando, almeno in parte, i limiti connessi alla piccola dimensione”

⁶³ L. HANNAH, *Mergers, Cartels and Concentration: Legal Factors in the U.S. and European Experience*, in *Law and the Formation of the Big Enterprises in the 19th and early 20th Centuries*, Horn Norbert and Kocka Jürgen. Göttingen, Vandenhoeck & Ruprecht, 1979, pp. 306-307: “*In all countries it has been recognised that a necessary precondition for the widespread adoption of modern industrial organisation is the enactment of legislation facilitating what in English law is known as the joint-stock, limited liability company. [...] The holding company made the joint stock company a more flexible form of control*”; p. 308: “*Holding companies also made merger very much simpler, and merger became a major source of growth for large companies around the turn of the century in the United States and elsewhere*”; p. 309: “*by the end of the nineteenth century the adoption and elaboration of the new corporate forms by insider groups promoting large-scale, merged enterprises was widespread*”.

⁶⁴ E. MARCHISIO, *Il valore del e il valore nel gruppo*, in *Giur. comm.*, 2015, p. 810.

⁶⁵ F. GALGANO, *Lex mercatoria*, Bologna, 2001, p. 165 ss.; A. CAHAN-D. C. DONALD, *Comparative Company Law*, Cambridge University Press, 2010, p. 679: “*One of the most important advantages is limited liability. In a single corporation, liabilities incurred on behalf of an unprofitable division may wipe out the profits of the entire business and, indeed, drive the corporation into insolvency. By segregating parts of the enterprise into separate legal entities, the risk of failure of a particular activity is shifted to the entity’s creditors while the rest of the enterprise may remain unaffected. Thus, limited liability, which was originally designed as a means to encourage capital investments by individuals has become a force driving the organization of large multi-company enterprises*”.

⁶⁶ E. MARCHISIO, *Usi alternativi del gruppo di società*, cit., p. 11.

al vertice strategico, l'allocazione dei capitali"⁶⁷. Si tratta della possibilità – definita dalla dottrina aziendalistica come “effetto leva azionario” – di acquistare il controllo azionario di più società attraverso l'utilizzazione di capitale di rischio proporzionalmente ridotto, “in ragione dell'investimento diretto da parte della holding solo nella prima (o in un numero ridotto di) società appartenente (-i) alla “catena di controllo” e della utilizzabilità “a cascata” dei patrimoni delle società controllate per il controllo l'una delle altre”⁶⁸. In quarto luogo, attraverso l'adozione della articolazione in gruppo diviene possibile bilanciare le economie di scala di cui si è detto con le diseconomie derivanti dalla crescita dimensionale⁶⁹. Per tale motivo si ritiene che il gruppo sia più adatto ad operare efficacemente in un sistema economico caratterizzato da un costante ed elevato incremento della complessità⁷⁰. L'articolazione in gruppo consente inoltre di: ridurre al minimo la pressione fiscale, allocare i costi di monitoraggio e di sopportazione del rischio tra i creditori in modo efficiente⁷¹, controllare larghe imprese con un capitale relativamente esiguo⁷², facilitare il processo decisionale e la possibilità per il *management* della capogruppo di concentrarsi su strategie a lungo termine, agevolare l'accesso ai mercati stranieri dove potrebbe essere più difficoltoso operare solo attraverso una succursale⁷³. Infine,

⁶⁷ G. SCOGNAMIGLIO, *Prospettive di tutela dei soci esterni*, in *EAD, Autonomia e coordinamento nella disciplina dei gruppi di società*, Torino, 1996, p. 172.

⁶⁸ E. MARCHISIO, *Usi alternativi del gruppo di società*, cit., p. 12; si tratta di quello che Galgano definisce “effetto telescopio”, in F. GALGANO, *I gruppi di società*, in F. Galgano (diretto da), *Trattato*, Torino, 2001, p. 27 ss.

⁶⁹ E. MARCHISIO, *Usi alternativi del gruppo di società*, cit., p. 13.

⁷⁰ *Ibidem*; G. TEUBNER, *Unitas Multiplex: Corporate Governance in Group Enterprises*, in D. Sugarman-G. Teubner (a cura di), *Regulating Corporate Groups in Europe*, Baden-Baden, Nomos, 1990, p. 67 ss.

⁷¹ V. Y. YAFEH-T. KHANNA, *Business Groups and Risk Sharing around the World*, in www.ssrn.com, 2002; H. HANSMANN-R. KRAAKMAN, *The Essential Role of Organizational Law*, 110, *Yale Law Journal*, 2000, p. 387.

⁷² A. CAHAN-D. C. DONALD, *op. cit.*, p. 679: “If parent company A acquires 50.1 percent of the shares of corporation B, A can determine all shareholder decisions that require only a simple majority of the votes and thus effectively exercise control over B, including the investment of the other shareholders in that company. If, in turn, B acquires 50.1 percent of corporation C, A's control extends to that corporation even though its total investment amounts to little more than 25 percent of C's equity”.

⁷³ A. CAHAN-D. C. DONALD, *op. cit.*, p. 680.

si possono produrre incrementi di efficienza legati alle caratteristiche contingenti del sistema economico. A titolo esemplificativo: in caso di scarsità di risorse finanziarie e di mercati finanziari imperfetti, il gruppo consente di sfruttare gli effetti di leva finanziaria e azionaria; in presenza di barriere transnazionali protezionistiche o giuridiche, l'articolazione in gruppo rende più agevole l'ingresso nel nuovo mercato attraverso la costituzione di una società controllata, piuttosto che mediante la prestazione transfrontaliera di beni e servizi; in un mercato oligopolistico o a rapida evoluzione il gruppo consente di rispondere alla necessità di rapido incremento dimensionale o tecnologico⁷⁴.

Per quanto riguarda le tecniche di produzione dei “vantaggi da gruppo”, è stato evidenziato come questi derivino soprattutto dalle particolari condizioni praticate nelle operazioni intragruppo. La particolarità delle condizioni costituisce proprio l'elemento distintivo di tali operazioni rispetto a quelle di scambio sul mercato: “*ove lo scambio avvenisse alle stesse condizioni praticate all'esterno dell'impresa articolata, infatti, non potrebbe giustificarsi la ragione della preferenza per l'articolazione in gruppo*”⁷⁵. Le ragioni per l'applicazione di condizioni diverse possono essere varie, ma sono tutte accomunate dall'obiettivo di allocare costi, ricavi e altre variabili rilevanti dell'iniziativa presso le imprese per cui sia comparativamente più conveniente, incrementando il saldo complessivo del gruppo⁷⁶. Le operazioni intragruppo utilizzate per produrre incrementi di efficienza non sono solo quelle di scambio tra le società appartenenti al gruppo, ma possono consistere anche nella prestazione di garanzie, ovvero operazioni con cui si accorpano delle funzioni che diversamente sarebbero esercitate da ciascuna delle imprese del gruppo, come nell'ipotesi di accentramento della funzione di tesoreria⁷⁷. In ogni caso, occorre tenere in considerazione il ruolo fondamentale che giocano le operazioni intragruppo nella produzione degli incrementi di efficienza: “*la disciplina del gruppo [è] in gran parte ipotizzabile, in via diretta o indiretta, come disciplina*

⁷⁴ E. MARCHISIO, *Usi alternativi del gruppo di società*, cit., p. 11, nt. 23.

⁷⁵ *Ivi*, p. 23.

⁷⁶ *Ibidem*.

⁷⁷ *Ivi*, p. 24.

*degli scambi e più in generale dei rapporti negoziali intercorrenti all'interno del gruppo*⁷⁸.

Allo stesso modo, tuttavia, gli *agency problems* di cui si è parlato con riferimento alle operazioni con parti correlate si ripropongono in modo più complicato e acuito nel contesto di gruppo. La struttura di gruppo, infatti, “*ripropone, moltiplicate, le contrapposizioni tra azionisti di maggioranza ed azionisti di minoranza che già si presentano normalmente nel contesto societario*”⁷⁹. L'analisi economica, in particolare, ha fatto emergere come i creditori e i soci di minoranza delle società che partecipano ad un gruppo siano più esposti all'opportunismo dei soci di controllo rispetto ai creditori e ai soci di minoranza di società indipendenti⁸⁰.

Con riguardo agli azionisti di minoranza, gli *agency problems* all'interno del gruppo presentano diverse peculiarità. In primo luogo, l'azionista di controllo della controllata potrebbe agire non opportunisticamente per il suo interesse personale, bensì nell'interesse non solo della capogruppo, ma del gruppo nel suo insieme ovvero di altre controllate. Mentre l'azionista di controllo di una società indipendente ha in qualche modo un interesse personale al benessere della “sua” società, che riduce il rischio del suo opportunismo alle spese degli azionisti di minoranza, al contrario questo non accade necessariamente qualora abbia partecipazioni significative in altre società come ad esempio nella capogruppo. In tal caso, infatti, ciò che può essere svantaggioso per l'azionista di controllo in una società del gruppo, può beneficiarlo in quanto azionista di un'altra società dello stesso. All'evidenza tale caratteristica rende il conflitto di interessi più intenso nell'ambito del gruppo⁸¹. In secondo luogo, all'interno del gruppo occorre prendere decisioni che possono essere appropriate o addirittura necessarie per il gruppo, ma allo stesso tempo svantaggiose o addirittura pregiudizievoli per una controllata. Ciò implica maggiori difficoltà nel bilanciare gli interessi tra la controllata e la capogruppo (e le altre controllate),

⁷⁸ M. MIOLA, *Le garanzie intragruppo*, Torino, 1993, p. 106.

⁷⁹ N. MICIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., p. 64.

⁸⁰ R. KRAAKMAN-P. DAVIES-H. HANSMANN-G. HERTIG-K. HOPT-H. KANDA-E. ROCK, *Diritto societario comparato: un approccio funzionale*, edizione italiana a cura di Luca Enriques, Il Mulino, Bologna, 2006, p. 93.

⁸¹ K. J. HOPT, *Groups of Companies. A Comparative Study on the Economics, Law and Regulation of Corporate Groups*, cit., p. 5.

rispetto al bilanciamento solo tra soci di maggioranza e minoranza all'interno della società indipendente⁸². In terzo luogo i problemi di *agency* per i soci di minoranza sono esacerbati dalla possibilità all'interno del gruppo di controllare un'altra società anche attraverso una partecipazione relativamente ridotta⁸³. Ne consegue che la partecipazione del socio di controllo, punta della piramide, può divenire molto piccola, con la conseguenza che il suo rischio al livello più basso della piramide è minimale. In tal modo, viene incrementata la tentazione di nascondere profitti personali all'interno della struttura del gruppo⁸⁴. Infine, i problemi di *agency* possono riguardare non solo i soci di minoranza della controllata, ma anche della capogruppo⁸⁵. Un esempio può aversi nel caso in cui l'organo amministrativo della capogruppo, in accordo con il suo socio di controllo, decida di investire significativamente in una eterodiretta molto rischiosa, senza il consenso dell'assemblea⁸⁶.

L'articolazione del gruppo, anche in presenza di una gestione economicamente accentrata, offre minori garanzie anche ai creditori sociali⁸⁷. Innanzitutto la struttura di gruppo può determinare una riduzione del livello di trasparenza da cui possono discendere sia una incertezza relativamente ai confini tra i patrimoni delle varie componenti del gruppo, sia la convinzione (spesso erronea) che l'intero gruppo

⁸² K. J. HOPT, *Groups of Companies. A Comparative Study on the Economics, Law and Regulation of Corporate Groups*, cit., p. 5.

⁸³ L. ENRIQUES, *Gruppi piramidali, operazioni intragruppo e tutela degli azionisti esterni: appunti per un'analisi economica*, cit., p. 698 ss.

⁸⁴ K. J. HOPT, *Groups of Companies. A Comparative Study on the Economics, Law and Regulation of Corporate Groups*, cit., p. 5.

⁸⁵ Non a caso lo *European Model Company Act* nel capitolo dedicato ai gruppi di società integra il tradizionale approccio “*bottom-up*”, ossia lo studio del gruppo focalizzato unicamente sulla prospettiva della società dipendente e della tutela degli interessi “*esterni*”, con un approccio “*top-down*”, che tiene in considerazione gli effetti del gruppo anche al livello di soci di minoranza della capogruppo. Cfr. P.-H. CONAC, *The Chapter on Groups of Companies of the European Model Company Act (EMCA)*, cit., p. 303.

⁸⁶ È quanto è accaduto nel celebre caso tedesco *Holzmueller*. Cfr. M. RONDINELLI, *Il sistema di amministrazione e controllo nella società per azioni tedesca*, in E. Pederzini (a cura di), *Percorsi di diritto societario europeo*, Torino, 2016, p. 305.

⁸⁷ Cfr. A. ROSA, *Responsabilità limitata e partecipazione sociale nella nuova s.p.a.*, Volume 395 di Quaderni di Giurisprudenza commerciale, Milano, 2016, p. 19 e nt. 86.

garantisca per i debiti di ciascuna componente⁸⁸. Inoltre, come si è detto, la struttura di gruppo consente all'azionista di controllo della capogruppo di dettare le condizioni delle operazioni intragruppo. Tali operazioni, magari a vantaggio del gruppo nel suo complesso, potrebbero sottrarre attività a danno dei creditori di una società appartenente al gruppo⁸⁹.

4. Operazioni intragruppo nel Regolamento Consob

Alla luce delle caratteristiche descritte, si può analizzare il complesso di disposizioni che il Regolamento Consob dedica alle operazioni infragruppo, definito come una “*soluzione di cauto compromesso, peraltro non scevra da qualche ambiguità*”⁹⁰.

4.1. Ambito soggettivo di applicazione

In primo luogo il Regolamento Consob affronta la questione dell'ambito soggettivo di applicazione della disciplina sulle operazioni con parti correlate nei gruppi di società.

L'esistenza di ampie zone di sovrapposizione tra la disciplina dei gruppi e quella delle operazioni con parti correlate, infatti, richiede di stabilire come le regole ivi previste debbano essere coordinate quando risultino contemporaneamente applicabili⁹¹. Il Regolamento Consob risolve l'interrogativo in termini di applicazione congiunta e cumulativa delle due discipline: ai sensi dell'art. 2, comma 2 “resta fermo quanto previsto [...] dagli articoli da 2497 a 2497-septies del codice

⁸⁸ R. KRAAKMAN-P. DAVIES-H. HANSMANN-G. HERTIG-K. HOPT-H. KANDA-E. ROCK, *Diritto societario comparato: un approccio funzionale*, cit., p. 94.

⁸⁹ *Ibidem*.

⁹⁰ G. GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, cit., p. 133.

⁹¹ M. VENTORUZZO, *Commento sub art. 2391-bis*, cit., p. 542; M. MAUGERI, *Le operazioni con parti correlate nei gruppi societari*, cit., p. 889; M. FOSCHINI, *op. cit.*, p. 595, il quale peraltro parla di “*diversità di obiettivi tra normativa di cui all'art. 2391-bis e normativa di cui agli artt. 2497-2497-septies*”.

civile”⁹². Tuttavia, è stato notato come l’applicazione congiunta delle due discipline non costituisca in realtà la regola per le operazioni infragruppo che vedano coinvolta una società quotata⁹³. Tale regola, infatti, sembra essere inderogabile solamente in due ipotesi. La prima è quella in cui l’emittente sia la società eterodiretta e l’operazione venga influenzata dall’attività di direzione e coordinamento. In tale ipotesi l’inderogabilità della procedura è stata giudicata coerente con il maggior rigore che il Regolamento Consob mostra nel disciplinare le fattispecie in cui la società quotata costituisca il termine di riferimento passivo della relazione di controllo⁹⁴. D’altra parte si ritiene anche che sia un’ipotesi “*sufficientemente marginale*”, in quanto è del tutto residuale l’evenienza della quotazione della eterodiretta⁹⁵. La seconda è l’ipotesi speculare e di maggior rilievo in cui la società quotata sia invece la *holding*, la quale pone in essere un’operazione con una propria parte correlata non direttamente ma servendosi di una propria controllata. È stato peraltro affermato come tale ipotesi si collochi in realtà al di fuori del perimetro delle operazioni infragruppo, costituendo piuttosto un uso distorto e strumentale di tale modello di organizzazione di impresa⁹⁶. Con riguardo alle operazioni compiute per il tramite di società controllate, è sorto il dubbio se debbano considerarsi tali solo le

⁹² In dottrina è stata criticata tale disposizione, facendo presente che le norme richiamate sono di rango primario “*e che un Regolamento abbia pensato di dover precisare che <Restano ferme...> è indice di una sorta, per così dire, di insofferenza della Consob verso normative, pur primarie, che avverte interferenti con l’ambito di competenza propria*”. Così P. FERRO-LUZZI, *Le operazioni con parti correlate infragruppo*, cit., p. 8.

⁹³ G. GUIZZI, *Interessi degli amministratori e operazioni con parti correlate*, cit. p. 198; M. MAUGERI, *Le operazioni con parti correlate nei gruppi societari*, cit., p. 889.

⁹⁴ M. MAUGERI, *Le operazioni con parti correlate nei gruppi societari*, cit., p. 890 nt. 6, il quale come esempi di regole di maggior rigore all’interno del Regolamento Consob individua l’art. 10, comma 1, che impedisce alla controllata di avvalersi delle semplificazioni procedurali previste per le società di minori dimensioni o di recente quotazione, nonché l’art. 1.2 dell’All. 1, che riduce le soglie di identificazione delle operazioni rilevanti. Al di fuori della disciplina delle operazioni con parti correlate, un esempio di maggior rigore viene identificato con l’art. 37 del Regolamento Mercati, laddove richiede per l’ammissione a quotazione delle azioni di società eterodiretta da altra quotata, che il consiglio di amministrazione della controllata quotanda sia costituito in maggioranza da amministratori indipendenti.

⁹⁵ G. GUIZZI, *Gestione dell’impresa e interferenze di interessi*, cit., p. 134 nt. 33.

⁹⁶ G. GUIZZI, *Interessi degli amministratori e operazioni con parti correlate*, cit. p. 199.

società controllate in via solitaria ovvero anche quelle controllate congiuntamente⁹⁷. La soluzione della questione dipende dalla interpretazione della nozione di influenza dominante di cui all'art. 2359. L'orientamento maggioritario fa discendere da tale disposizione la rilevanza del solo controllo solitario⁹⁸.

Al di fuori di queste due ipotesi (operazione compiuta dalla società quotata sotto l'influenza di direttive aliene ovvero per il tramite di una sua controllata), ai sensi dell'art. 14, comma 2 del Regolamento Consob (v. *infra*) le procedure in tema di parti correlate possono prevedere l'esenzione dall'applicazione della disciplina di cui al Regolamento. L'idea è quindi che, al di là dei due casi descritti, l'Autorità di vigilanza consideri la disciplina dei gruppi un presidio sufficiente per garantire la trasparenza e la correttezza delle operazioni infragruppo⁹⁹.

L'autonomia organizzativa dell'emittente, tuttavia, non si esplica solo nel senso di circoscrivere l'applicazione del Regolamento, esentando le operazioni infragruppo, ma anche nella direzione opposta¹⁰⁰. L'art. 4, comma 2, infatti, consente alle società di valutare se estendere l'applicazione del Regolamento anche a soggetti che formalmente non sarebbero parti correlate, tenendo conto in particolare “degli assetti proprietari, di eventuali vincoli contrattuali o statutari rilevanti ai fini dell'articolo 2359, primo comma, n. 3), o dell'articolo 2497-septies del codice civile”.

4.2. Art. 14, comma 1

Ai sensi dell'art. 14, comma 1: “Qualora la società sia soggetta a direzione e coordinamento, nelle operazioni con parti correlate influenzate da tale attività i pareri previsti negli articoli 7 e 8 nonché nell'Allegato 2 recano puntuale indicazione delle ragioni e della convenienza dell'operazione, se del caso anche alla luce del risultato

⁹⁷ M. MAUGERI, *Le operazioni con parti correlate nei gruppi societari*, cit., p. 892; A. POMELLI, *Commento all'art. 2391-bis del codice civile (Operazioni con parti correlate)*, cit., p. 722.

⁹⁸ A. POMELLI, *Commento all'art. 2391-bis del codice civile (Operazioni con parti correlate)*, cit., p. 722. Per la tesi che considera rilevante anche il controllo congiunto si veda M. MAUGERI, *Le operazioni con parti correlate nei gruppi societari*, cit., p. 892.

⁹⁹ G. GUIZZI, *Interessi degli amministratori e operazioni con parti correlate*, cit. p. 199.

¹⁰⁰ Così M. MAUGERI, *Le operazioni con parti correlate nei gruppi societari*, cit., p. 897.

complessivo dell'attività di direzione e coordinamento ovvero di operazioni dirette a eliminare integralmente il danno derivante dalla singola operazione con parte correlata". La puntuale osservanza del disposto di cui all'art. 14, comma 1, si considera fondamentale per l'adozione di procedure che siano in grado di contrastare potenziali abusi realizzabili attraverso operazioni con parti correlate intragruppo¹⁰¹. La disposizione presenta significativi margini di sovrapposizione con l'art. 2497-ter, il quale prevede che le decisioni delle società eterodirette influenzate dalla capogruppo debbano essere analiticamente motivate e recare puntuale indicazione delle ragioni e degli interessi la cui valutazione ha inciso sulla decisione. Ci si è dunque domandati se l'obbligo di motivazione di cui all'art. 2497-ter e quello di cui all'art. 14, comma 1 del Regolamento operino su piani diversi ovvero rappresentino una duplicazione delle stesse informazioni. La *ratio* sottostante a entrambe le norme sembra essere quella di valorizzare la trasparenza come tutela delle minoranze azionarie, consentendo di fornire loro informazioni utili al fine di impugnare le delibere o esperire un'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori¹⁰². Tuttavia, il contenuto dei due pareri non coincide: il parere *ex art. 14* non solo deve contenere la puntuale indicazione delle ragioni e della convenienza dell'operazione, come richiede anche l'art. 2497-ter, ma deve anche valutare la congruità e la ragionevolezza dell'operazione per la società, eventualmente alla luce dei vantaggi compensativi derivanti dall'appartenenza al gruppo¹⁰³. L'inciso sui vantaggi compensativi si considera la differenza più significativa tra i due pareri¹⁰⁴. Tale differenza si spiega da un lato con la necessità di richiedere una maggiore analiticità della motivazione in forza della elevata possibilità che l'operazione venga compiuta alle condizioni imposte dalla parte correlata che esercita l'attività di direzione e coordinamento; dall'altro con la volontà di rimanere coerenti con la disciplina codicistica del gruppo che legittima l'attività di direzione e coordinamento (art. 2497

¹⁰¹ A. MAZZONI, *op. cit.*, p. 210.

¹⁰² N. MICIELLI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., p. 195, nt. 88.

¹⁰³ A. POMELLI, *Commento all'art. 2391-bis del codice civile (Operazioni con parti correlate)*, cit., p. 721.

¹⁰⁴ N. MICIELLI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., p. 195, nt. 88.

c.c.), escludendo la responsabilità della controllante quando il danno causato alla eterodiretta risulti mancante alla luce del risultato complessivo dell'attività di direzione e coordinamento¹⁰⁵.

Si discute, inoltre, se la considerazione da parte del comitato dei possibili vantaggi compensativi costituisca una facoltà ovvero un obbligo. Un primo orientamento, facendo leva sull'argomento letterale (ovvero che l'art. 14 prevede che il parere debba illustrare le ragioni della convenienza "se del caso" anche alla luce dei vantaggi compensativi), ritiene che i possibili vantaggi compensativi possano anche non essere tenuti in considerazione¹⁰⁶. Un secondo orientamento, in modo più convincente, attribuisce un diverso significato all'espressione "se del caso": il comitato, se dopo aver valutato l'operazione "*stand alone*" (*i.e.* in sé e per sé considerata) non la reputi già idonea per la formulazione di un parere favorevole, prima di esprimere un parere negativo dovrà valutarla anche alla luce dei possibili vantaggi derivanti alla società dall'attività di direzione e coordinamento. Solo in tal modo il comitato svolgerebbe la sua funzione diligentemente¹⁰⁷. Secondo questa interpretazione l'art. 14, comma 1 avrebbe il compito di conciliare il potere-dovere di esercizio della direzione e coordinamento – che induce a perseguire un interesse di gruppo a scapito del potenziale sacrificio di quello atomistico delle controllate –, con l'obbligatorietà di ottenere un parere di *fairness* da parte del comitato degli amministratori indipendenti. Da questa tensione discende l'espressione "se del caso" della disposizione, la quale sta quindi a significare che "*gli amministratori indipendenti dovranno tener conto, nel loro giudizio di correttezza sostanziale, della sussistenza o meno di un congruo equilibrio tra sacrifici imposti alla controllata e vantaggi compensativi che stati o siano messi a disposizione della controllata stessa*"¹⁰⁸.

Infine, ci si è interrogati sul rapporto tra il parere di cui all'art. 14 e il parere di cui agli artt. 7 e 8 del Regolamento Consob, chiedendosi in particolare se la motivazione

¹⁰⁵ A. POMELLI, *Commento all'art. 2391-bis del codice civile (Operazioni con parti correlate)*, cit., p. 721.

¹⁰⁶ Così S. GILOTTA, *Interesse di gruppo e nuove regole sulle operazioni con parti correlate*, cit., p. 254 ss.

¹⁰⁷ G. GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, cit., p. 135 nt. 36.

¹⁰⁸ Così A. MAZZONI, *op. cit.*, p. 210.

prescritta dall'art. 14 si affianchi ovvero si sostituisca quella imposta dagli artt. 7 e 8. Infatti, il parere di cui agli artt. 7 e 8 verte sull'interesse della società al compimento dell'operazione, nonché sulla convenienza e sulla correttezza procedurale delle relative condizioni. L'art. 14, per converso, si riferisce alle ragioni e alla convenienza dell'operazione, oltre che ai possibili vantaggi compensativi. La diversa formulazione ha spinto parte della dottrina a considerarli come due pareri assolutamente distinti¹⁰⁹, il che potrebbe condurre ad affermare la necessità di un'applicazione cumulativa delle relative norme. Tuttavia, è stato correttamente evidenziato come il parere di cui all'art. 14, comma 1 abbia piuttosto “*un contenuto più complesso di quello previsto quando la società non faccia parte del gruppo*”¹¹⁰. Ne discende la preferenza per l'applicazione esclusiva e assorbente dell'art. 14. Non solo, quindi, in forza della sua “specialità” rispetto agli artt. 7 e 8, ma anche per il diverso contesto in cui esso si colloca, quello dell'attività da direzione e coordinamento, che richiede agli amministratori indipendenti di accertare la rispondenza dell'operazione anche all'interesse del gruppo¹¹¹.

4.3. Art. 14, comma 2

L'art. 14, comma 2, costituisce una norma di chiusura¹¹² che prevede per le operazioni infragrupo (diverse da quelle compiute dalla quotata sotto l'influenza della capogruppo ovvero per il tramite di una controllata, di cui si è detto *supra*) un regime di esenzione facoltativo, totale o parziale, che può coinvolgere anche gli obblighi informativi, con l'eccezione dell'obbligo di informazione periodica di cui all'art. 5, comma 8¹¹³. In particolare, ai sensi dell'art. 14, comma 2 possono essere esentate dall'applicazione della disciplina del Regolamento Consob le operazioni

¹⁰⁹ P. FERRO-LUZZI, *Le operazioni con parti correlate infragrupo*, cit., p. 12 facendo riferimento al parere di cui all'art. 14, comma 1, lo definisce come “*ben diverso come contenuto e funzione da quelli previsti in principio nella disciplina delle parti correlate*”.

¹¹⁰ G. GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, cit., p. 136.

¹¹¹ M. MAUGERI, *Le operazioni con parti correlate nei gruppi societari*, cit., p. 912.

¹¹² G. GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, cit., p. 140.

¹¹³ S. LOPATRIELLO - S. PROVIDENTI, *op. cit.*, p. 359.

compiute: dall'emittente con società controllate; dall'emittente con società collegate; tra società "sorelle" in quanto sottoposte a comune controllo, anche congiunto. Condizione dell'esenzione è che nelle società controllate o collegate "non vi siano interessi, qualificati come significativi" di altre parti correlate della società. La qualificazione della significatività degli interessi di altre parti avviene sulla base di criteri definiti dalle procedure interne ed è pertanto rimessa alla società¹¹⁴. La disposizione specifica però che: "Non si considerano interessi significativi quelli derivanti dalla mera condivisione di uno o più amministratori o di altri dirigenti con responsabilità strategiche tra la società e le società controllate o collegate". L'espressione, reputata non chiara, è stata fortemente criticata in dottrina¹¹⁵. Così la Consob con la Comunicazione Parti Correlate è intervenuta a chiarire la nozione di interessi significativi.

In primo luogo, la Consob evidenzia come le società nel valutare la significatività degli interessi di altre parti correlate possano trarre indicazioni dagli eventuali rapporti di natura patrimoniale esistenti tra le società controllate o collegate, da un lato, e altre parti correlate della società, dall'altro. Un esempio è l'esistenza di un

¹¹⁴ A. POMELLI, *Commento all'art. 2391-bis del codice civile (Operazioni con parti correlate)*, cit., p. 720.

¹¹⁵ P. FERRO-LUZZI, *Le operazioni con parti correlate infragruppo*, cit., p. 14 definisce la disposizione di cui al comma 2 come "non felicissima" e aggiunge che "non è facilissimo individuare la ratio e anche la sfera di applicazione della disposizione"; per P. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate: questioni sistematiche e problemi applicativi*, in *Rivista del diritto commerciale*, cit., p. 69 si tratta di una disposizione "asistemica"; sempre P. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate tra efficienza gestionale nei gruppi e rischi di conflitti di interessi: quale disciplina?*, cit., p. 27 ritiene che l'ambiguità dell'espressione "interessi significativi" rischi da un lato di sottrarre dalla disciplina del Regolamento operazioni critiche perché pur in assenza di interessi di altre parti correlate potrebbero essere convenienti per l'emittente ma pregiudizievoli per la controllata; dall'altro, di applicare la disciplina a operazioni meno critiche "in ragione dell'esistenza, nella società controllata, di un'altra parte correlata che potrebbe essere del tutto disinteressata all'operazione"; secondo M. MAUGERI, *Le operazioni con parti correlate nei gruppi societari*, cit., p. 896 la genericità dell'espressione "interessi significativi" comporta "il rischio di veri e propri <arbitraggi> normativi degli emittenti, l'eventualità cioè che la procedura sia ritagliata in ragione dei peculiari assetti proprietari e gestori di ognuno di essi e, conseguentemente, che la medesima situazione di fatto o di diritto sia diversamente qualificata in risposta alle esigenze pratiche di volta in volta implicate da quegli assetti".

credito significativo, nei confronti di una società controllata, in capo all'amministratore delegato della società controllante: un simile credito incentiva la conclusione di operazioni che consentono un rafforzamento patrimoniale della società controllata, ma che potrebbero non essere vantaggiose per la società controllante (Comunicazione Parti Correlate, par. 21).

In secondo luogo, interessi significativi possono sussistere quando, in aggiunta alla mera condivisione di uno o più consiglieri o altri dirigenti con responsabilità strategiche, tali soggetti beneficino di piani di incentivazione basati su strumenti finanziari (o comunque di remunerazioni variabili) dipendenti dai risultati conseguiti dalle società controllate o collegate con le quali l'operazione è svolta. La valutazione di significatività va effettuata alla luce del peso che assume la remunerazione dipendente dall'andamento della controllata (ivi inclusi i citati piani di incentivazione) rispetto alla remunerazione complessiva del consigliere o del dirigente con responsabilità strategiche.

La valutazione di significatività è rimessa alle società anche nell'ipotesi in cui la controllata o collegata sia partecipata (anche indirettamente, attraverso soggetti diversi dall'emittente) dal soggetto che controlla o esercita influenza notevole sulla società. In tal caso, la partecipazione detenuta nella parte correlata dà luogo a un interesse significativo se il peso effettivo di tale partecipazione supera il peso effettivo della partecipazione detenuta dal medesimo soggetto nell'emittente. Ai fini della valutazione di tale peso effettivo, le partecipazioni dirette sono ponderate per la totalità, quelle indirette secondo la percentuale di capitale sociale detenuta nelle società controllate attraverso cui è posseduta la partecipazione nella parte correlata¹¹⁶. Qualora alla partecipazione nella parte correlata si affianchino altri

¹¹⁶ A fini illustrativi la Comunicazione Parti Correlate propone degli esempi di valutazione del criterio di significatività: "(i) La società A controlla con il 50% del capitale rappresentato da azioni con diritto di voto la società B (quotata), la quale a sua volta controlla con la medesima percentuale la società C, non quotata. Inoltre, A detiene direttamente il rimanente 50% di C. Nell'operazione tra la società B e la società C, la società A detiene un interesse significativo in C giacché il peso effettivo della partecipazione in quest'ultima società è pari a $50\%+(50*50\%)=75\%$, mentre il peso della partecipazione in B è pari al 50%: esiste quindi un incentivo al trasferimento netto di risorse da B a C. (ii) La società A controlla con il 30% del capitale rappresentato da azioni con diritto di voto la società B (quotata), la quale a sua volta controlla con il 50% del capitale rappresentato da azioni con diritto di

interessi economici, questi sono considerati unitamente a quelli derivanti dalla partecipazione calcolata secondo il suo peso effettivo. Non rappresenta invece, di per sé solo, un interesse significativo la semplice detenzione di una partecipazione, nella società controllata o collegata, da parte di altre società controllate dalla società quotata o ad essa collegate¹¹⁷.

Dall'esemplificazione della Consob si è ricavato che, in linea di principio, si dovrà ritenere sussistente un interesse significativo ogni volta in cui la parte correlata dell'emittente abbia un'esposizione economica al valore e ai risultati della controllata o collegata dell'emittente maggiore di quella che ha nei confronti del valore e dei risultati dell'emittente stesso. In tale caso, infatti, la parte correlata beneficerebbe dei trasferimenti di ricchezza dall'emittente alla controllata o collegata dello stesso, con la conseguenza che la parte correlata avrebbe un incentivo a condizionare il procedimento decisionale dell'emittente in questa direzione¹¹⁸.

Le indicazioni della Consob si ritiene abbiano risolto solo parzialmente i dubbi interpretativi sollevati dalla norma, non facendo venire meno *“l'esigenza di contemplare nella procedura una definizione di <chiusura> del concetto di interesse significativo sufficientemente ampia da tener conto dell'indeterminatezza propria di quel concetto”*¹¹⁹.

La *ratio* della impostazione regolamentare che distingue tra operazioni endogruppo (esentabili) e operazioni dell'emittente o di sue controllate con parti correlate

voto la società C, non quotata. Inoltre, A detiene direttamente il 10% di C. Nell'operazione tra la società B e la società C, la società A non detiene un interesse significativo in C giacché il peso effettivo della partecipazione in quest'ultima società è pari a $10\% + (30 \cdot 50\%) = 25\%$, mentre il peso della partecipazione in B è pari al 30%: non esiste quindi, in assenza di altri interessi significativi, un incentivo al trasferimento netto di risorse da B a C” (Comunicazione Parti Correlate, par. 21, nt. 25).

¹¹⁷ La Comunicazione invita a considerare la seguente circostanza: “la società A (quotata) controlla la società B (non quotata) detenendo il 51% del capitale rappresentato da azioni con diritto di voto. La società C (non quotata), sulla quale A esercita il controllo o l'influenza notevole, detiene il rimanente 49% del capitale di B. Nell'operazione tra A e B, la partecipazione detenuta da C in B non costituisce interesse significativo ai fini dell'art. 14, comma 2, del Regolamento” (Comunicazione Parti Correlate, par. 21, nt. 26).

¹¹⁸ A. POMELLI, *Commento all'art. 2391-bis del codice civile (Operazioni con parti correlate)*, cit., p. 721.

¹¹⁹ Così M. MAUGERI, *Le operazioni con parti correlate nei gruppi societari*, cit., p. 914.

dell'emittente si rinviene nella volontà di contenere il rischio che l'attività di direzione e coordinamento comporti una lesione dell'interesse patrimoniale dei soci esterni al gruppo¹²⁰. Tale rischio si reputa particolarmente intenso solo quando l'emittente sia la eterodiretta, mentre qualora sia la capogruppo si ritiene che gli stessi interessi siano sufficientemente protetti dalla disciplina di cui agli art. 2497 e ss.¹²¹. Tuttavia, è stato correttamente osservato come tale approccio non consideri che l'esercizio della direzione unitaria è idoneo a ledere anche l'interesse al valore della partecipazione dei soci di minoranza della capogruppo¹²². Di conseguenza, riconoscendo all'emittente capogruppo la facoltà di sottrarre alla disciplina del Regolamento le operazioni infragruppo, si rischia di creare una lacuna normativa, poiché non si offre un'adeguata tutela agli azionisti della controllante contro operazioni per loro, anche solo indirettamente, depauperative¹²³. Basti pensare a

¹²⁰ Cfr. G. GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, cit., p. 139; M. MAUGERI, *Le operazioni con parti correlate nei gruppi societari*, cit., p. 895.

¹²¹ Così M. MAUGERI, *Le operazioni con parti correlate nei gruppi societari*, cit., p. 895.

¹²² Cfr. M. MAUGERI, *Le operazioni con parti correlate nei gruppi societari*, cit., p. 895, il quale sottolinea come l'esercizio di una direzione unitaria possa anche comportare una modificazione (non preventivata) delle condizioni di rischio dell'impresa nella quale tali soci hanno scelto di investire; G. GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, cit., p. 139; M. MIOLA, *Le operazioni con parti correlate*, cit., p. 643 nt. 61, il quale rileva come la disciplina in materia di operazioni con parti correlate dovrebbe trovare applicazione anche alle società interamente controllate, poiché “*nonostante l'assenza in questo caso di soci di minoranza potenzialmente pregiudicati dalle operazioni con parti correlate, l'operazione stessa potrebbe ledere gli azionisti di minoranza della controllante, quale emittente quotata, che sono i veri soggetti che beneficiano della disciplina in questione, a differenza di quella in tema di direzione e coordinamento di società*”.

¹²³ La questione si iscrive in un problema più generale di non adeguata tutela degli azionisti esterni e dei creditori della controllante. Il punto è cruciale e tuttora irrisolto a livello sistematico. La disciplina italiana in materia di gruppi, infatti, conserva una visione c.d. “*bottom-up*”, concentrata sulle eterodirette e sulla protezione dei soci di minoranza e dei creditori di queste. In dottrina è già stata profilata la necessità di adottare un modello “*top-down*” che parta dalla capogruppo per poi passare alle società eterodirette, come quello che si rinviene a livello europeo, nell'EMCA e di cui si è detto *supra*. Cfr. U. TOMBARI, *La tutela dei soci nel gruppo di società*, cit., p. 116. Sulla necessità di prevedere un'adeguata tutela per i soci di minoranza della capogruppo, si veda M. S. SPOLIDORO, *La tutela dei soci di minoranza e dei creditori della holding nella nuova disciplina delle società di capitali*, in *Scritti in onore di Vincenzo Buonocore*, III, t. 3, Milano, 2005, p. 3897 ss.; G. GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, cit., p. 139, nt. 43 sottolinea che: “*Il problema della*

operazioni tra due società eterodirette, di cui una controllata totalitariamente e l'altra solo in parte, mentre il capitale residuo è sottoscritto da parti correlate dell'emittente. Si ritiene che il riferimento agli interessi significativi sia stato inserito nell'ultima parte dell'art. 14, comma 2 proprio in tale prospettiva¹²⁴.

4.4. Operazioni effettuate attraverso le controllate

La Consob sottolinea come le operazioni compiute attraverso società controllate possano presentare gli stessi rischi delle operazioni concluse direttamente dalle società controllanti che siano direttamente soggette alla disciplina del Regolamento in quanto emittenti (Comunicazione Parti Correlate, par. 7). Motivo per cui le operazioni compiute dalle società controllate sono sempre assoggettate, ricorrendone le condizioni previste, agli obblighi informativi stabiliti dall'articolo 5 del Regolamento ai sensi dell'articolo 114, comma 5, del t.u.f. (Comunicazione Parti Correlate, par. 7).

necessità di approntare un'adeguata tutela anche ai soci (minoritari) della capogruppo contro le manifestazioni non corrette dell'esercizio del potere di direzione e coordinamento sembra per vero poco considerato dal legislatore"; M. MAUGERI, *Le operazioni con parti correlate nei gruppi societari*, cit., p. 896 rileva che un'eventuale lesione dell'interesse dei soci esterni della capogruppo "non risulta contemplata, e quindi regolata, dalla disciplina codicistica dell'attività di direzione e coordinamento". Analoghi rilievi sono stati sollevati anche con riferimento al tema dei finanziamenti intragruppo ascendenti (c.d. *upstream loans*), ovvero quelli effettuati dalla eterodiretta alla propria capogruppo. Sul punto si vedano L. BENEDETTI, *La disciplina dei finanziamenti up-stream della società eterodiretta alla capogruppo in situazione di difficoltà finanziaria*, in *Riv. soc.*, 2014, p. 747 ss., il quale evidenzia come "la disciplina dell'attività di direzione unitaria sia volta a proteggere esclusivamente i creditori (ed i soci "esterni") delle dominate, tralasciando completamente quelli della capogruppo"; G. PERONE, *La postergazione dei finanziamenti ascendenti infragruppo*, in *Giur. comm.*, 2012, p. 883 ss.: "la disciplina dettata dagli artt. 2497 ss., cod. civ., si volge a tutelare precipuamente gli interessi dei creditori e dei soci esterni della società controllata, disinteressandosi invece quasi completamente di quelli dei creditori e, a fortiori, dei soci della controllante"; nonché N. ABRIANI, *Sui presupposti della postergazione dei crediti derivanti da finanziamenti infragruppo a favore della società di tesoreria accentrata*, in *Riv dir. impr.*, 2014, 101 ss.

¹²⁴ G. GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, cit., p. 140.

In materia di correttezza sostanziale e procedurale, invece, l'art. 4, comma 1, lett. *d*), prevede che le procedure per le operazioni con parti correlate adottate dall'emittente individuino "regole con riguardo alle ipotesi in cui la società esamini o approvi operazioni di società controllate, italiane o estere". Tale previsione era resa necessaria dall'art. 2391-*bis*, comma 2, c.c., laddove prevede che le operazioni effettuate "per il tramite" di controllate debbano ispirarsi a principi di correttezza sostanziale e procedurale, con lo scopo di evitare strumentalizzazioni delle controllate ad opera degli amministratori esecutivi della emittente capogruppo dirette ad eludere i presidi procedimentali che avrebbero trovato applicazione se l'operazione fosse stata conclusa direttamente dalla società emittente¹²⁵. La Consob ha comunque precisato che, fermi restando gli obblighi informativi, ai sensi dell'art. 4, comma 1, lett. *d*) sono obbligatoriamente soggette alle procedure di cui al Regolamento solo le operazioni della controllata che siano riconducibili all'emittente in forza di un "esame preventivo" ovvero di una "approvazione" da parte dello stesso¹²⁶. Il Regolamento non impone, quindi, alle società controllanti l'esercizio di un'influenza ulteriore rispetto a quella esercitata nei propri rapporti con le società controllate, ma si limita ad incidere sui processi decisionali relativi alle operazioni compiute dalle controllate (Comunicazione Parti Correlate, par. 7), apparentemente non rilevando se e come l'operazione produca degli effetti economici nella sfera della controllante¹²⁷. Altrimenti detto, il Regolamento non obbliga l'emittente ad approvare o a esaminare le operazioni compiute dalle proprie controllate con parti a esso correlate, ma si limita a richiedere che nella procedura siano previste delle regole per l'ipotesi in cui ciò avvenga¹²⁸. Vieppiù, il fatto che il Regolamento non implichi per le controllanti "l'esercizio di un'influenza ulteriore", si ritiene confermi l'impossibilità di praticare una automatica ascrizione di tutte le operazioni compiute

¹²⁵ Così M. MAUGERI, *Le operazioni con parti correlate nei gruppi societari*, cit., p. 899.

¹²⁶ Cfr. CONSOB, *Comunicazione esplicativa n. 10078683 del 24 settembre 2010*, par. 7: "La disposizione [...] richiede quindi che vi sia un'attività qualificata (sotto forma di esame o approvazione dell'operazione) della controllante affinché quest'ultima sia tenuta ad attuare regole di correttezza".

¹²⁷ A. POMELLI, *Commento all'art. 2391-*bis* del codice civile (Operazioni con parti correlate)*, cit., p. 722.

¹²⁸ M. MAUGERI, *Le operazioni con parti correlate nei gruppi societari*, cit., p. 897.

dalle controllate alla categoria delle operazioni effettuate “per il tramite” delle controllate. Tale locuzione sarebbe quindi riservata alle sole ipotesi in cui i processi decisionali interni alla controllante già prevedano in relazione alle operazioni compiute dalle controllate una qualche forma di interlocuzione della prima nelle scelte imprenditoriali delle seconde¹²⁹.

La Comunicazione Parti Correlate specifica come: “l’esame o l’approvazione delle operazioni non debbano necessariamente essere condotti in virtù di regolamenti interni né debbano necessariamente avvenire con deliberazione espressa ma che sia sufficiente che un esponente aziendale della controllante esamini preventivamente o approvi le operazioni in forza delle deleghe conferitegli”; “per <esame> si possa intendere non già la mera ricezione di informazioni sull’operazione compiuta dalla controllata (ad esempio, con finalità di controllo o allo scopo di redazione dei documenti contabili societari) bensì una valutazione dell’operazione che possa condurre a un intervento (ad esempio, sotto forma di parere, anche non vincolante) in grado di incidere sul procedimento di approvazione dell’operazione da parte della società controllata” (Comunicazione Parti Correlate, par. 7).

Qualora l’esame preventivo o l’approvazione da parte dell’emittente non siano previsti in quanto ritenuti superflui alla luce della condivisione da parte delle due società di amministratori esecutivi o dirigenti con responsabilità strategiche, si ritengono soggette alle procedure tutte le operazioni compiute dalla controllata con parti correlate dell’emittente che siano state deliberate da amministratori o dirigenti con responsabilità strategiche risiedenti in entrambe le società ovvero da comitati la cui maggioranza dei componenti sia condivisa tra le due società¹³⁰.

Qualora l’osservanza delle procedure sia obbligatoria, in quanto è previsto l’esame preventivo ovvero l’approvazione da parte dell’emittente, dalla lettera dell’art. 4, comma 1, non risultava chiaro se dovessero essere osservate indistintamente tutte le regole di cui agli artt. 7 e 8 (compreso il meccanismo del *whitewash*) approntate per le operazioni compiute dall’emittente¹³¹. La Consob è intervenuta sul punto,

¹²⁹ *Ivi*, p. 913.

¹³⁰ A. POMELLI, *Commento all'art. 2391-bis del codice civile (Operazioni con parti correlate)*, cit., p. 722.

¹³¹ *Ivi*, p. 723.

chiarendo che “il Regolamento rimette interamente alla responsabilità delle società l’individuazione di regole in grado di assicurare la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni. Le società controllanti non saranno, quindi, tenute ad applicare integralmente, per le operazioni delle controllate da loro esaminate o approvate, le disposizioni di natura procedurale dettate dal Regolamento. Queste ultime, infatti, potranno essere declinate da ciascuna società controllante secondo il grado di influenza che essa esercita in conformità alle autonome determinazioni in materia di rapporti con le società controllate ovvero secondo la maggiore o minore rilevanza dell’operazione” (Comunicazione Parti Correlate, par. 7). Così, per le operazioni di maggiore rilevanza compiute tramite una controllata si può prevedere, attenuando il regime previsto per l’emittente, un parere non vincolante del comitato di amministratori indipendenti o del collegio sindacale. Viceversa, si potrebbero anche introdurre delle regole più rigorose, ad esempio inserendo nella procedura l’obbligo per gli amministratori della capogruppo di sottoporre al preventivo esame assembleare un’operazione della controllata che sia rilevante per la struttura del gruppo e, quindi, di riflesso per le condizioni di redditività della partecipazione in essa detenuta dall’emittente¹³².

Nell’ipotesi in cui l’operazione con parte correlata sia compiuta da una società quotata per il tramite di un’altra società quotata, entrambe le società saranno tenute all’applicazione delle procedure secondo i rispettivi ruoli, se la parte correlata è tale tanto per l’una quanto per l’altra società quotata. Ciò significa che la società controllante applicherà le regole autonomamente individuate ai sensi dell’articolo 4, comma 1, lettera *d*), mentre la società controllata applicherà le procedure richieste dal Regolamento per le operazioni di maggiore o minore rilevanza (Comunicazione Parti Correlate, par. 7).

La Consob ha anche chiamato l’organo di controllo a prestare particolare attenzione “al compimento, da parte di società controllate, di operazioni con parti correlate della controllante che possano indicare – in ragione del numero, del tipo, dell’entità o della frequenza – un’elusione dei presidi di correttezza indicati nel Regolamento” (Comunicazione Parti Correlate, par. 7). Da ciò si è ricavata una conferma della possibilità di prevedere nella procedura delle regole per le operazioni realizzate

¹³² M. MAUGERI, *Le operazioni con parti correlate nei gruppi societari*, cit., p. 903.

attraverso una controllata, differenti rispetto a quelle concluse direttamente dall'emittente¹³³.

Per quanto riguarda l'inosservanza delle regole previste per le operazioni concluse per il tramite delle proprie controllate, occorre effettuare delle distinzioni. Se il mancato rispetto della procedura avviene a livello della capogruppo (ad esempio l'organo amministrativo della capogruppo delibera di autorizzare una operazione di maggiore rilevanza della controllata malgrado il parere negativo degli indipendenti e senza adire l'assemblea), si potranno configurare non solo delle fattispecie di responsabilità *ex artt.* 2392 e 2497, comma 3, c.c. in capo agli amministratori non indipendenti e l'esperibilità nei loro riguardi della denuncia *ex art.* 2409 c.c., ma anche l'impugnabilità della delibera del consiglio assunta in violazione della procedura¹³⁴.

Qualora l'inosservanza avvenga a livello della controllata (ad esempio perché i suoi amministratori non abbiano sottoposto l'operazione all'esame preventivo da parte della capogruppo), occorre ulteriormente distinguere a seconda dell'esistenza o meno di un regolamento endogruppo al quale la controllata abbia aderito. In presenza di un simile regolamento, si avrà una vera e propria responsabilità contrattuale della controllata nei confronti della controllata¹³⁵. In assenza del regolamento, la risposta

¹³³ *Ivi*, p. 914.

¹³⁴ M. FOSCHINI, *op. cit.*, il quale a p. 597 definisce la disciplina di cui al Regolamento Consob come una “*normativa caratterizzata da una rilevanza giuridica <forte> per effetto della sua derivazione da una norma primaria*” e a p. 600, con riguardo alle conseguenze che possono discendere dalla violazione dell'art. 2391-bis e dalla normativa Consob, afferma che “*non può non prospettarsi la impugnabilità delle deliberazioni in materia assunte dall'organo amministrativo ad iniziativa degli amministratori assenti o dissenzienti (o del collegio sindacale, ove questo non sia stato coinvolto) per la violazione di regole a carattere imperativo, ai sensi dell'art. 2388, comma 3*”; nonché M. MAUGERI, *Le operazioni con parti correlate nei gruppi societari*, cit., p. 904 nt. 37, secondo il quale l'esito non può essere diverso nell'ipotesi di violazione delle regole concernenti le operazioni effettuate per il tramite di controllate: “*esse costituiscono pur sempre attuazione dei principi di correttezza sostanziale e procedurale di cui all'art. 2391-bis, comma 2*”.

¹³⁵ M. MAUGERI, *Le operazioni con parti correlate nei gruppi societari*, cit., p. 905 nt. 38, che sottolinea come in questa ipotesi vi sia anche la “*responsabilità degli amministratori della controllata verso quest'ultima ai sensi degli artt. 2392 o 2476 c.c.: salva, peraltro, la possibilità per essi (e, quindi, per la stessa controllata) di dimostrare la presenza di eccezionali ragioni d'urgenza, sì che l'osservanza della regola procedurale concernente la preventiva valutazione e approvazione*”.

dipende dal grado di vincolatività che si assegna alle direttive impartite da parte della capogruppo alle eterodirette¹³⁶.

4.5. *Lacuna normativa*

Si ritiene che in ogni caso, né la norma di chiusura rappresentata dall'art. 14, comma 2, né la disciplina prevista dall'art. 4, comma 1, lett. *d*) per le operazioni compiute tramite una controllata, siano idonee a colmare la lacuna normativa che emerge rispetto agli azionisti di minoranza della controllante di cui si è detto *sub* 4.3.¹³⁷. Con riguardo alla prima, perché nonostante i chiarimenti della Consob si ritiene sia tuttora ancorata a un giudizio sostanzialmente discrezionale della società quotata¹³⁸. La seconda non si reputa sufficiente poiché non solo non fonda un obbligo in capo alle società di adottare delle procedure di controllo delle operazioni realizzate dalle controllate, ma lascia del tutto libera la *holding* di decidere di articolare le procedure come meglio crede, senza imporre l'adozione dei presidi rafforzati di cui agli artt. 7 e 8 del Regolamento¹³⁹.

Per tale ragione, in dottrina si è avanzato il seguente suggerimento: “È da prendere in seria considerazione, da parte di quegli emittenti che più tengano alla qualità della propria immagine sul mercato, l'opportunità di spingere affinché tutte le società appartenenti al gruppo guidato dall'emittente quotato o diffuso accettino di assoggettarsi in via volontaria alla disciplina sulle parti correlate, anche quando non vi sarebbero di per sé tenute”¹⁴⁰. Tale proposta, tuttavia, non pare realistica, poiché è stato rilevato come il ricorso alla clausola di esenzione di cui all'art. 14,

dell'operazione da parte della capogruppo avrebbe cagionato un danno alla società diretta e coordinata”.

¹³⁶ *Ivi*, p. 905.

¹³⁷ Così *ivi*, p. 896.

¹³⁸ G. GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, cit., p. 142.

¹³⁹ *Ivi*, p. 141.

¹⁴⁰ Così A. MAZZONI, *op. cit.*, p. 210.

comma 2, sia frequentissimo nella prassi: su di un campione di 262 procedure censite, il 94% delle società ha utilizzato tale facoltà¹⁴¹.

SEZIONE II: MECCANISMI DI ENFORCEMENT

I. Public enforcement

L'apparato regolamentare predisposto dalla Consob, sebbene così imponente e complesso, è rimasto sprovvisto di disposizioni relative alle sanzioni da adottare in caso di mancata adozione o applicazione delle procedure per le operazioni con parti correlate¹⁴².

Il Regolamento, infatti, si limita ad attribuire all'organo di controllo il dovere di vigilare sull'adozione e l'osservanza delle regole in materia di operazioni con parti correlate, ma non stabilisce alcuna sanzione per la violazione delle disposizioni regolamentari¹⁴³. Il motivo si fa discendere dalla qualificazione di tali disposizioni come regole di governo societario, sulle quali la Consob non ha poteri diretti di "vigilanza sanzionatoria"¹⁴⁴.

¹⁴¹ Cfr. ASSONIME-EMITTENTI TITOLI, *La corporate governance in Italia e le operazioni con parti correlate*, 2011, p. 131.

¹⁴² Cfr. P. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate: questioni sistematiche e problemi applicativi*, in *Rivista del diritto commerciale*, cit., p. 237; P. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 2011, p. 319 ss.; N. MICHIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., p. 243.

¹⁴³ N. MICHIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., p. 243.

¹⁴⁴ S. LOPATRIELLO - S. PROVIDENTI, *op. cit.*, p. 360. Anche se P. MONTALENTI, *Corporate governance, sistema dei controlli interni e ruolo della Consob: da garante della trasparenza a presidio della correttezza della gestione?*, in *Rivista delle Società*, fasc.1, 2015, p. 120 ss. rende conto, pur non condividendolo, di un "processo di mutazione normo-genetica delle attribuzioni assegnate all'Autorità di vigilanza in cui il ruolo di presidio della correttezza dell'informazione è trasmutato in una funzione di garanzia della correttezza della gestione".

Il codice civile, all'art. 2629-*bis*¹⁴⁵ sanziona esclusivamente la violazione degli obblighi di cui all'art. 2391, comma 1, c.c. – quindi gli obblighi di comunicazione degli interessi degli esponenti in una determinata operazione – ma non la violazione dell'art. 2391-*bis*¹⁴⁶.

Nel t.u.f. non si rinviene una disposizione applicabile alla fattispecie, fatta eccezione per le disposizioni in materia di informazione societaria¹⁴⁷: in caso di violazione dei principi in materia di informazione al pubblico sulle operazioni con parti correlate, la società può incorrere nelle sanzioni amministrative di cui all'art. 193 t.u.f.¹⁴⁸. Più in dettaglio, l'art. 193 t.u.f. prevede innanzitutto l'applicazione di una sanzione amministrativa pecuniaria da euro cinquemila a euro dieci milioni¹⁴⁹ o se superiore fino al cinque per cento del fatturato complessivo annuo nei confronti delle società quotate per violazione degli obblighi informativi di cui agli articoli 114, 114-*bis*,

¹⁴⁵ L'art. 2629-*bis* recita testualmente: “L'amministratore o il componente del consiglio di gestione di una società con titoli quotati in mercati regolamentati italiani o di altro Stato dell'Unione europea o diffusi tra il pubblico in misura rilevante ai sensi dell'articolo 116 del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni, ovvero di un soggetto sottoposto a vigilanza ai sensi del testo unico di cui al decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, del citato testo unico di cui al decreto legislativo n. 58 del 1998, del decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209 o del decreto legislativo 21 aprile 1993, n. 124 che viola gli obblighi previsti dall'articolo 2391, primo comma, è punito con la reclusione da uno a tre anni, se dalla violazione siano derivati danni alla società o a terzi”.

¹⁴⁶ Cfr. P. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate: questioni sistematiche e problemi applicativi*, in *Rivista del diritto commerciale*, cit., p. 237; P. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 2011, p. 319 ss.

¹⁴⁷ Cfr. P. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate: questioni sistematiche e problemi applicativi*, in *Rivista del diritto commerciale*, cit., p. 237; P. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 2011, p. 319 ss.

¹⁴⁸ A. POMELLI, *Commento all'art. 2391-*bis* del codice civile (Operazioni con parti correlate)*, cit., p. 725, il quale aggiunge che per l'inadempimento a obblighi informativi gli amministratori e i consiglieri di gestione possono essere chiamati a rispondere anche ai sensi dell'art. 2395 nei confronti dei singoli investitori, se da tale inadempimento sia derivato un danno.

¹⁴⁹ Alla sanzione pecuniaria si aggiungono due ulteriori misure sanzionatorie amministrative: una dichiarazione pubblica indicante la persona giuridica responsabile della violazione e la natura della stessa; un ordine di eliminare le infrazioni contestate, con eventuale indicazione delle misure da adottare e del termine per l'adempimento, e di astenersi dal ripeterle quando le infrazioni stesse siano connotate da scarsa offensività o pericolosità.

115, 154-*bis*, 154-*ter* e 154-*quater* o delle relative disposizioni attuative. In secondo luogo l'art. 193 sancisce anche una responsabilità diretta delle persone fisiche che nell'esercizio delle proprie funzioni violino le disposizioni richiamate, determinando il venir meno dello schermo della personalità giuridica e consentendo una diretta attribuzione di responsabilità ai soggetti che concretamente hanno causato il danno ovvero concorso alla sua realizzazione¹⁵⁰. Tuttavia, si sottolinea che le fattispecie richiamate dall'art. 193 t.u.f. si riferiscono unicamente a obblighi di *disclosure* rivolti al mercato e ai terzi¹⁵¹ e pertanto consentono di sanzionare le società per le sole violazioni alle regole che impongono l'informativa al mercato sulle operazioni con parti correlate¹⁵².

Per converso, con riguardo specificamente al rispetto delle regole procedurali in materia di operazioni con parti correlate, la Consob può esercitare il proprio potere sanzionatorio solo indirettamente con due modalità. In primo luogo si ritiene che, attraverso lo strumento della trasparenza, la Consob possa chiedere agli emittenti di essere informata su come si stia sviluppando una certa operazione con parti correlate, di chiarire il motivo per cui è stata applicata ovvero non applicata una determinata procedura, nonché più in generale di *“fare trasparenza verso il pubblico sui vari passaggi”*¹⁵³. In secondo luogo, come evidenziato *supra* (Capitolo II, par. 3.2), pur non potendo sanzionare gli amministratori per la violazione della disciplina del

¹⁵⁰ N. MICIELLI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., p. 245.

¹⁵¹ *Ivi*, p. 246.

¹⁵² Cfr. CONSOB, *Business judgement rule e mercati finanziari*, Quaderni Giuridici, 11 novembre 2016, p. 72.

¹⁵³ S. LOPATRIELLO - S. PROVIDENTI, *op. cit.*, p. 360. Si fa presente come la Consob svolga con sempre maggiore frequenza la propria attività di vigilanza ricorrendo allo strumento della trasparenza. Si veda la CONSOB, *Relazione per l'anno 2016*, p. 109: *“Rispetto all'applicazione della disciplina in materia di operazioni con parti correlate e remunerazioni degli amministratori, nel corso dell'anno l'Istituto ha acquisito informazioni dalle società e dai loro organi di controllo, richiamandone in alcuni casi l'attenzione al fine di una più efficace applicazione della disciplina. Inoltre, sono state formulate specifiche richieste di pubblicazione di informazioni, anche tramite l'integrazione di documentazione preassembleare o di documenti informativi per operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate, al fine di fornire ai soci una più completa informazione in merito ad aspetti sostanziali e procedurali di sistemi retributivi degli amministratori esecutivi e di operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza”*.

Regolamento, la Consob ha competenze sanzionatorie rispetto ai sindaci per il caso di omessa vigilanza sulle procedure per le operazioni con parti correlate.

L'attribuzione di poteri di vigilanza e sanzionatori in capo alla Consob in tema di operazioni con parti correlate è uno degli aspetti su cui si stanno concentrando le più recenti riflessioni degli interpreti¹⁵⁴. In particolare, la Consob nel corso del 2013 ha formulato alcune proposte, in parte inserite in disegni di legge¹⁵⁵, auspicando la possibilità di sanzionare gli amministratori di società quotate per violazioni della normativa sulle parti correlate¹⁵⁶. Nel discorso al mercato finanziario del 2014 il Presidente della Consob, Vegas, dopo aver rilevato che *“l’attuale impostazione del sistema sanzionatorio del Tuf risulta inefficiente sul piano della dissuasività e tempestività delle sanzioni”*, ha ribadito la necessità di *“procedere alla definizione di sanzioni nei confronti della società e degli amministratori per le violazioni della disciplina sulle operazioni con parti correlate. Si tratterebbe di un intervento in linea*

¹⁵⁴ N. MICIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., p. 246.

¹⁵⁵ Si fa in particolare riferimento al disegno di legge 958/2013, secondo il quale *“la disciplina legislativa in materia di operazioni con parti correlate, e quindi delle operazioni in potenziale conflitto d'interessi, a legislazione vigente non ha attribuito alla Consob alcuno specifico potere sanzionatorio nei confronti degli amministratori delle società quotate per la violazione della relativa disciplina. Ne consegue che, in caso di violazione delle regole di correttezza procedurale e sostanziale adottate dalle società ai sensi del relativo regolamento adottato dalla Consob – fermi i poteri sanzionatori per la violazione degli obblighi di trasparenza previsti in attuazione dell'articolo 114 del TUF – la Consob può attivare poteri sanzionatori solo nei confronti dei componenti degli organi di controllo delle società quotate, per violazioni del dovere di vigilanza sull'applicazione della legge previsto dall'articolo 149, comma 1, del TUF. Il quadro delineato affievolisce notevolmente l'efficacia dell'enforcement sulla regolamentazione che non appare sufficientemente esteso e dissuasivo. Pertanto, per rendere effettivo e dissuasivo l'apparato normativo così previsto, la disposizione di cui all'articolo 192-quater introduce una specifica sanzione amministrativa pecuniaria nei confronti degli amministratori delle società quotate per le gravi violazioni della disciplina in materia di operazioni con parti correlate dagli stessi commesse in adempimento dei loro doveri che possano arrecare danno alla società, ai soci o al mercato”*. Segnatamente, questo il contenuto della proposta per l'art. 192-quater: *“I componenti degli organi di amministrazione che commettono, nell'adempimento dei doveri previsti dall'articolo 2391-bis del codice civile e dalle disposizioni di attuazione emanate dalla CONSOB, gravi irregolarità che possono arrecare danno alla società, ai soci o al mercato, sono puniti con la sanzione amministrativa pecuniaria da euro venticinquemila a euro duemilionicinquecentomila”*.

¹⁵⁶ CONSOB, *Relazione per l'anno 2013*, p. 19.

con le previsioni contenute nella recente proposta di direttiva sui diritti degli azionisti, che richiede agli stati aderenti l'introduzione, in tale ambito, di un regime sanzionatorio efficace e dissuasivo"¹⁵⁷. Anche in dottrina si è suggerito di introdurre nel t.u.f. una disposizione che espressamente riconosca alla Consob il potere di vigilare sulla corretta osservanza del Regolamento, nonché di comminare sanzioni in ipotesi di sua violazione¹⁵⁸.

Non sono mancate le critiche a tali proposte di *public enforcement*.

In primo luogo, anche chi condivide simili soluzioni ne ha messo in luce le criticità: non solo la Consob incontrerebbe notevoli difficoltà nell'accertamento delle violazioni "sostanziali" della disciplina, poiché solo le violazioni formali sono di agevole rilevazione¹⁵⁹; ma sono anche già stati evidenziati gli elevati costi che una simile attività di monitoraggio da parte della Consob potrebbe determinare, con la conseguente necessità di valutare se tali costi non rischino di essere maggiori rispetto ai benefici che se ne potrebbero trarre¹⁶⁰.

In secondo luogo, rilievi critici sono stati rivolti nello specifico alla proposta di comminare una sanzione pecuniaria agli amministratori che commettano gravi irregolarità nell'adempimento dei doveri di cui al Regolamento Consob. Si è evidenziato come tali doveri siano di ordine procedurale e richiedano una valutazione sull'operazione unicamente agli amministratori indipendenti, senza impedire all'azionista di controllo che sieda nel consiglio di amministrazione di astenersi dalla deliberazione. Di conseguenza, si dubita che la sanzione proposta riesca a colpire il socio di controllo. Di contro, è certo che la misura consentirebbe di sanzionare l'amministratore indipendente che sia inadempiente non solo con dolo (*e.g.* l'amministratore che dolosamente rilasci un parere favorevole per un'operazione

¹⁵⁷ CONSOB, *Discorso del Presidente al mercato finanziario*, 2014, p. 16.

¹⁵⁸ In particolare secondo N. MICHIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., p. 246, una sanzione pecuniaria direttamente in capo agli amministratori varrebbe come deterrente rispetto alle violazioni dell'art. 2391-bis. Tuttavia, l'A. considera più efficace la sanzione amministrativa "accessoria" della sospensione temporanea dall'assunzione di cariche gestorie in società quotate, ritenendo che una simile misura, oltre a sanzionare l'amministratore che abbia violato la disciplina, possa dare maggior valore ai criteri reputazionali nella nomina degli amministratori.

¹⁵⁹ N. MICHIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., p. 249.

¹⁶⁰ *Ivi*, p. 250.

dannosa) ma anche con mera colpa (e.g. quello che in buona fede ha dato parere favorevole per un'operazione dannosa, ignorando delle informazioni di cui avrebbe dovuto tener conto). Dinnanzi a un simile rischio si ritiene che gli amministratori indipendenti potrebbero fornire parere negativo anche per operazioni vantaggiose per la società¹⁶¹. Per tali motivi la sanzione proposta è stata ritenuta di rigore ma in termini inefficienti: *“Questo rigore porta a un eccesso di cautela, ossia all’assunzione di rischio in misura meno che ottimale; induce a preferire le prassi, le strategie, i modelli organizzativi più diffusi, anche se magari meno adatti alla singola società o non più adeguati ai tempi, piuttosto che le soluzioni originali, più difficili da giustificare ex post se le cose vanno male. Ancora, il rigore porta a non riconoscere gli errori effettuati e a non porvi rimedio, nella speranza che il tempo risolva le cose e non si debbano ammettere le proprie (colpose) responsabilità, con il rischio però che le conseguenze negative nel frattempo si aggravino. Distorce le dinamiche interne ai consigli d’amministrazione, dove prevarranno gli atteggiamenti “tergaproteggivi” e l’attenzione alle forme del processo decisionale piuttosto che la ricerca delle soluzioni migliori e le discussioni sulla sostanza dei problemi. Per evitare storie con gli amministratori più prudenti, gli organi delegati tenderanno a richiedere sempre meno l’opinione del consiglio e a informarlo il meno possibile, privandosi dell’apporto di consulenza che il consiglio di amministrazione può altrimenti svolgere su scelte importanti per la società”*¹⁶².

Infine, su un livello più generale, sono state sollevate perplessità sull’attribuzione di ulteriori poteri all’Autorità di vigilanza che possano incidere sul terreno della *corporate governance*¹⁶³. E difatti, sono state rilevate *“alcune derive di invasività*

¹⁶¹ Così, L. ENRIQUES, *Quella multa che colpisce solo gli indipendenti nel Cda*, in *lavoce.info*.

¹⁶² *Ibidem*.

¹⁶³ Cfr. P. MARCHETTI, *Il crescente ruolo delle autorità di controllo nella disciplina delle società quotate*, cit., p. 34, il quale sottolinea che nel nostro ordinamento *“l’Autorità di controllo ha poteri e funzioni che certamente divergono profondamente per eccesso, anche e forse soprattutto per il ruolo di fonte del diritto societario che ha assunto, da quanto avviene in altri Paesi”*. Ancora a p. 36: *“Si è giustamente rilevato come la Autorità di controllo si è saldamente insediata con molteplici ed anche conflittuali ruoli (di legislatore, di applicatore, di giudice) sul terreno della corporate governance”*.

dell'Autorità di controllo sulla gestione dell'impresa societaria"¹⁶⁴ e si vuole evitare che il contatto tra la Consob e *corporate governance* giustifichi "una deriva di supervisione regolatrice che debordi nel merito"¹⁶⁵. D'altra parte, in un sistema fondato sull'economia di mercato l'intervento del potere pubblico avviene preminentemente in funzione di garanzia delle pre-condizioni dell'agire imprenditoriale, mentre il suo esercizio in chiave sanzionatoria è da intendersi in via residuale¹⁶⁶. Coerentemente la Consob, che ha eminentemente il compito di presidiare sulla correttezza dell'informazione al mercato e quindi al pubblico risparmio, "opera in funzione di garanzia della completezza, fruibilità, trasparenza dell'informazione affinché gli strumenti privatistici possano operare con migliore efficienza ed efficacia a presidio della governance, non in funzione di <tutore> pubblico diretto della corporate governance"¹⁶⁷. In altre parole: "Cooperazione tra pubblico e privato non amministrativizzazione del diritto societario"¹⁶⁸. Anche uno sguardo comparatistico rafforza tale conclusione: "L' *autorité boursière en France et aux États-Unis n'a pas vocation à être le gardien de la bonne gouvernance des sociétés cotées. Les législateurs français et américains n'ont pas conçu son rôle de cette manière et il serait sans doute dangereux et inefficace de leur confier des pouvoirs en ce domaine. En fait, le respect des règles de bonne gouvernance ne peut être assuré efficacement que par un réseau d'acteurs dont le législateur, et en premier lieu les actionnaires. Le rôle de l'autorité boursière est de s'assurer que*

¹⁶⁴ In particolare P. MARCHETTI, *Il crescente ruolo delle autorità di controllo nella disciplina delle società quotate*, cit., p. 38 sottolinea il grande spazio che l'Autorità di vigilanza ha assunto nel settore bancario. Una dimostrazione evidente è il nuovo art. 26 t.u.b., introdotto in attuazione della CRDIV, il quale "evoca una Autorità di vigilanza che non esita ad arrivare al tavolo del board ed a togliere la sedia ai componenti rispetto ai quali vengano meno i requisiti (si pensi ai requisiti di indipendenza) la cui ricorrenza ed il cui rispetto postula significativi margini di discrezionalità". Al che l'Autore si domanda: "È di questo tipo lo spettro che si aggira anche nella platea più ampia delle società quotate?".

¹⁶⁵ *Ivi*, p. 39.

¹⁶⁶ P. MONTALENTI, *Corporate governance, sistema dei controlli interni e ruolo della Consob: da garante della trasparenza a presidio della correttezza della gestione?*, cit., p. 120 ss.

¹⁶⁷ *Ibidem*.

¹⁶⁸ *Ibidem*.

l'information sur la gouvernance leur est communiquée, et éventuellement de dénoncer et d'inciter le législateur à renforcer leurs droits"¹⁶⁹.

Esposte le critiche, peraltro condivisibili, alle proposte di *public enforcement* verso gli amministratori in materia di operazioni con parti correlate, non si può non porre l'accento sul fatto che il quadro normativo vigente penalizza fortemente (e ingiustificatamente) il Collegio sindacale. L'organo di controllo, infatti, rimane allo stato il destinatario esclusivo del potere sanzionatorio della Consob, la quale vieppiù esercita tale potere con estremo rigore (cfr. *supra* Capitolo II, par. 3.2).

2. Private enforcement

Con riguardo al *private enforcement* delle operazioni con parti correlate, in mancanza di disposizioni *ad hoc* occorre rivolgersi ai principi generali¹⁷⁰.

In primo luogo, la mancata adozione di procedure interne nei termini previsti, ovvero l'adozione di procedure insufficienti o inadeguate, si dovrà considerare come violazione di un dovere imposto dalla legge che nei casi più gravi costituirà giusta causa di revoca. A tal fine, l'assemblea potrà deliberare sulla base dell'informativa ottenuta dal collegio sindacale ai sensi dell'art. 2429 c.c. ovvero dell'art. 153 t.u.f.¹⁷¹. Rimane per contro preclusa al collegio sindacale la possibilità di sostituirsi agli amministratori nell'emanazione delle regole che assicurino la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate *ex art. 2391-bis*. Il collegio sindacale, qualora ravvisi il mancato o insufficiente recepimento dei principi di cui al Regolamento Consob, potrà innanzitutto darne comunicazione all'organo amministrativo affinché provveda tempestivamente all'adempimento dei doveri previsti dall'art. 2391-*bis*. In caso di società quotata, l'organo di controllo non solo potrà disporre la convocazione del consiglio *ex art. 151*, comma 2 t.u.f, ma

¹⁶⁹ Così P-H. CONAC, *L'autorité boursière a-t-elle vocation à être le gardien d'une bonne gouvernance (Comparaison franco-américaine)? Has the stock market Authority to be the guardian of good governance (Franco American comparison)?*.

¹⁷⁰ A. POMELLI, *Commento all'art. 2391-bis del codice civile (Operazioni con parti correlate)*, cit., p. 724.

¹⁷¹ *Ibidem*.

anche dovrà darne comunicazione alla Consob ai sensi dell'art. 149, comma 3 t.u.f. In secondo luogo, se il consiglio di amministrazione non provvede nonostante la "sollecitazione" del collegio sindacale, questo dovrà convocare l'assemblea ai sensi dell'art. 2406, comma 2 c.c. e dell'art. 151, comma 2 t.u.f., affinché essa adotti i provvedimenti opportuni¹⁷².

Qualora l'operazione sia stata deliberata in violazione della disciplina sulle operazioni con parti correlate, la relativa delibera sarebbe impugnabile ai sensi dell'art. 2388 c.c. per violazione di legge o dello statuto¹⁷³. Ai fini dell'impugnabilità delle delibere consiliari, rileva l'inosservanza delle procedure sia formale sia sostanziale¹⁷⁴. Tuttavia, è necessario che non sia ancora scaduto il breve termine decadenziale (novanta giorni dalla data della deliberazione) e che ricorrano in capo a chi agisce i requisiti di legittimazione (le deliberazioni possono essere impugate

¹⁷² A. POMELLI, *Commento all'art. 2391-bis del codice civile (Operazioni con parti correlate)*, cit., p. 724.

¹⁷³ M. FOSCHINI, *op. cit.*, il quale a p. 597 definisce la disciplina di cui al Regolamento Consob come una "normativa caratterizzata da una rilevanza giuridica <forte> per effetto della sua derivazione da una norma primaria" e a p. 600, con riguardo alle conseguenze che possono discendere dalla violazione dell'art. 2391-bis e dalla normativa Consob, afferma che "non può non prospettarsi la impugnabilità delle deliberazioni in materia assunte dall'organo amministrativo ad iniziativa degli amministratori assenti o dissenzienti (o del collegio sindacale, ove questo non sia stato coinvolto) per la violazione di regole a carattere imperativo, ai sensi dell'art. 2388, comma 3"; anche M. VENTORUZZO, *Commento sub art. 2391-bis*, cit., pp. 536-537 sottolinea come una delibera consiliare che violi la disciplina in materia di operazioni con parti correlate debba ritenersi contraria alla legge e, quindi, impugnabile: "Il contenuto dell'art. 2391-bis, norma di carattere imperativo, deve infatti – per scelta dello stesso legislatore – essere determinato per relationem, facendo riferimento alle regole la cui formulazione è delegata all'organo di amministrazione. Ne consegue che una delibera assunta in violazione di queste ultime è contraria alla disposizione di legge e, come tale, invalida"; A. MAZZONI, *op. cit.*, p. 205; N. MICIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., p. 251; A. POMELLI, *Commento all'art. 2391-bis del codice civile (Operazioni con parti correlate)*, cit., p. 724.

¹⁷⁴ Cfr. A. POMELLI, *Commento all'art. 2391-bis del codice civile (Operazioni con parti correlate)*, cit., p. 725: "Ad es., impugnabile sarà la deliberazione consiliare di approvazione di un'operazione di maggiore rilevanza non soltanto quando il previo parere positivo degli amministratori indipendenti manchi del tutto ma anche quando esso, formalmente esistente, sia stato emesso a fronte di un coinvolgimento informativo degli amministratori insufficiente o risulti lacunoso o intrinsecamente contraddittorio".

solo dal collegio sindacale e dagli amministratori assenti o dissenzienti¹⁷⁵). In aggiunta, in caso di successo dell'impugnativa, una consequenziale azione di annullamento dell'operazione promossa dall'emittente richiederebbe la prova specifica della mala fede della controparte correlata, trovando applicazione il principio di cui all'art. 2388 ultimo comma, secondo il quale sono fatti salvi i diritti acquistati in buona fede dai terzi in base ad atti compiuti in esecuzione della deliberazione¹⁷⁶.

Più realisticamente, quindi, dinnanzi all'operazione compiuta in violazione delle regole di correttezza formale e sostanziale, potranno esperirsi i rimedi di cui agli artt. 2408 e 2409 c.c. e le azioni di responsabilità¹⁷⁷.

Invero, la denuncia al collegio sindacale di cui all'art. 2408 c.c. e la denuncia al tribunale di cui all'art. 2409 c.c. sono tradizionalmente considerati strumenti inefficienti per la tutela delle minoranze. Da un lato i sindaci non sono considerati dei *gatekeepers* adeguati: non si può ignorare che anch'essi sono nominati dall'assemblea e che in definitiva sono espressione dello stesso gruppo di

¹⁷⁵ Anche se doverosamente M. VENTORUZZO, *Commento sub art. 2391-bis*, cit., p. 537 suggerisce di estendere alle ipotesi di operazioni con parti correlate il principio di cui è espressione l'art. 2391, comma 3, che limita la legittimazione a impugnare la delibera assunta in presenza di un amministratore interessato ai soli amministratori assenti e dissenzienti, a condizione che siano stati puntualmente adempiuti gli obblighi informativi. Nell'ipotesi di violazione del dovere di *disclosure*, quindi, la deliberazione potrà essere impugnata anche dagli amministratori che hanno concorso all'approvazione dell'operazione.

¹⁷⁶ M. VENTORUZZO, *Commento sub art. 2391-bis*, cit., p. 537; A. MAZZONI, *op. cit.*, p. 205; A. POMELLI, *Commento all'art. 2391-bis del codice civile (Operazioni con parti correlate)*, cit., p. 725; M. FOSCHINI, *op. cit.*, p. 600.

¹⁷⁷ Così A. MAZZONI, *op. cit.*, p. 205; nonché F. BONELLI, *Il ruolo degli azionisti-investitori e del consiglio di amministrazione della controllante*, in A. Predieri (a cura di), *Controlli societari e governo dell'impresa*, Torino, 1999, p. 32: "Gli strumenti giudiziari sono in Italia sostanzialmente due: denuncia al tribunale ex art. 2409 c.c. ed azioni di responsabilità". Tuttavia, l'A. sottolinea come: "Entrambi i meccanismi si sono dimostrati inefficaci: il ricorso all'art. 2409 è stato pressoché inesistente nelle società quotate; le azioni di responsabilità, inserite in un contesto ove manca un'efficiente sistema assicurativo, costituiscono un meccanismo di scarico di responsabilità, più che un valido sistema risarcitorio".

comando¹⁷⁸. In aggiunta è stato evidenziato come questi: non abbiano una reputazione di mercato da proteggere; non abbiano una capacità patrimoniale sufficiente rispetto alla responsabilità civile che assumono; appartengano al ceto dei consulenti di impresa che si caratterizza per un approccio culturale cooperativo e non investigativo¹⁷⁹. Dall'altro, per la denuncia al tribunale il problema fondamentale è il presupposto di un fondato sospetto di gravi irregolarità, che rende difficoltosa l'esperibilità del rimedio¹⁸⁰. Tuttavia, recentemente l'istituto della denuncia qualificata di fatti censurabili *ex artt. 2408, comma 2 e 2409* ha dimostrato una apprezzabile efficacia, dando l'avvio all'emersione di varie criticità nei casi Parmalat e Fondiaria Sai¹⁸¹. Cionondimeno, non si tratta di un rimedio che da solo è in grado di assicurare un'adeguata protezione per gli azionisti di minoranza e anzi si ritiene che la maggiore utilità dell'istituto discenda dalla sua combinazione con l'azione di responsabilità di cui all'art. 2393-bis c.c.: gli attori troverebbero *“nelle risultanze dell'attività istruttoria svolta dal collegio sindacale, d'ufficio o su impulso di uno o più soci, non solo gli elementi informativi necessari per appurare la sussistenza degli illeciti, ma anche il materiale probatorio per promuovere il successivo procedimento giudiziale”*¹⁸².

Alla luce delle considerazioni svolte, il rimedio sanzionatorio più importante nell'ambito delle operazioni con parti correlate è costituito dall'azione di responsabilità¹⁸³. D'altra parte, come è stato correttamente evidenziato: *“Se la corporate governance è strumento di incremento delle caratteristiche di efficienza dell'impresa, sicuramente la capacità <disincentivante> della disciplina della*

¹⁷⁸ S. ROSSI-R. COLOMBO, *Commento sub art. 2408*, in E. Gabrielli (a cura di), *Commentario al codice civile*, Milano, 2015, p. 541 fanno riferimento alla *“scarsa fiducia riposta dalle stesse minoranze nel collegio sindacale – organo la cui nomina, al pari di quella degli amministratori, generalmente promana dal gruppo di controllo –”*.

¹⁷⁹ Cfr. G. FERRARINI-P. GIUDICI, *La legge sul risparmio, ovvero un pot-pourri della corporate governance*, in *Riv. soc.*, 2006, p. 601 ss.

¹⁸⁰ Cfr. P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Giuffrè, Milano, 2008, p. 164.

¹⁸¹ Cfr. P. MONTALENTI, *Tutela delle minoranze, interesse sociale e sistemi di controllo*, cit., p. 514. Ma si veda anche S. SANZO, *Denuncia al collegio sindacale e al tribunale*, in *Giur. it.*, 2013, p. 2197.

¹⁸² Così S. ROSSI-R. COLOMBO, *Commento sub art. 2408*, cit., p. 541.

¹⁸³ N. MICIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., p. 252.

*responsabilità degli amministratori, relativamente alla loro propensione all'estrazione di benefici privati, si misura anche sul piano dell'operatività ed efficacia dell'azione processuale che consente di far valere la pretesa risarcitoria nei confronti dei suoi esponenti*¹⁸⁴.

2.1. Derivative suits

In materia di operazioni con parti correlate, l'ipotesi dell'esperimento dell'azione sociale di responsabilità *ex art. 2393 c.c.* è remota, in quanto, come è stato correttamente osservato, “*di regola, la società si avvantaggia, sia pur <abusivamente>, dell'operazione*”¹⁸⁵. L'azione di cui all'art. 2393 è idonea a regolare casi come quello in cui il beneficio illegittimo sia conseguito da un amministratore (ovvero da un soggetto a esso collegato) che non abbia partecipazioni al capitale: il danno è collettivo – cioè realmente di tutti i soci – e quindi reintegrabile efficacemente con un'attribuzione collettiva. Tuttavia, la proprietà concentrata – per cui si caratterizzano le società quotate del nostro ordinamento – presuppone un fortissimo legame, talvolta perfino una identificazione, tra il socio o la coalizione di controllo e gli amministratori¹⁸⁶. Di conseguenza, gli amministratori compiono operazioni con parti correlate in danno della società d'intesa o comunque nell'interesse del socio ovvero del gruppo di comando¹⁸⁷. Il logico corollario è che in queste circostanze la delibera assembleare per l'esperimento dell'azione sociale di responsabilità non presenta alcuna prospettiva di successo, stante l'inazione del socio o della coalizione di controllo¹⁸⁸.

Idonea a contrastare le operazioni con parti correlate scorrette dovrebbe essere, almeno idealmente, la c.d. *derivative action*, ovvero l'azione di responsabilità da

¹⁸⁴ A. ROSSI, *sub art. 2393-bis*, in A. Maffei Alberti (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, I, Padova, 2005, p. 818.

¹⁸⁵ P. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate*, cit., 2011, p. 319 ss.

¹⁸⁶ Cfr. P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., p. 154.

¹⁸⁷ Cfr. *ivi*, p. 163.

¹⁸⁸ Cfr. *ivi*, p. 164.

parte delle minoranze sociali, disciplinata nel nostro ordinamento all'art. 2393-*bis* c.c.

La *derivative action* è stata importata nel nostro ordinamento dagli Stati Uniti. Risulta pertanto utile una preliminare analisi di tale istituto nel suo ordinamento d'origine. Negli Stati Uniti la *derivative suit* è fortemente caratterizzata per la dialettica restituzione/deterrenza¹⁸⁹: svolge la funzione di controllare, tramite l'azione di un socio, l'operato degli amministratori in un mercato caratterizzato da società quotate a proprietà diffuse¹⁹⁰. Vieppiù, tale controllo è stato a lungo considerato come l'unico strumento effettivo a tutela degli azionisti contro gli

¹⁸⁹ Cfr. *ivi*, p. 161; J. C. COFFEE JR., *New Myths and Old Realities: The American Law Institute Faces the Derivative Action*, 48, *Bus. Law.* 1407, 1993, p. 1428: “*In principle, either a deterrent or a compensatory rationale could underlie the derivative action*”. Con riguardo all'efficacia deterrente: “*The case for a deterrent rationale rests on an unknown and probably unknowable variable: the gains to shareholders resulting from future misconduct that is deterred. Although these gains cannot be quantified reliably, it is easy to understate them. In part, this is because a successful derivative action is likely to produce a positive externality: it will deter misconduct at other corporations. As a result, even if the deterrent benefits to the corporation in whose name the action is brought do not exceed the corporation's direct and indirect litigation costs, its shareholders still may benefit. Because shareholders generally do not own stock in a single company, but hold diversified portfolios, they benefit if a derivative action deters potential defendants who are situated similarly at other companies, even if it involves a net loss to the corporation in whose name the action is brought. Why would there be such a benefit? The logic is the same as in the case of criminal enforcement. Both the derivative action and criminal enforcement depend on an external enforcer- the public prosecutor or plaintiff's lawyer operating as a private bounty hunter. When a local U.S. Attorney apprehends and convicts a corporate official for some violation of the federal securities laws, this conviction presumably deters not only other individuals at the same corporation, but also other officials at other corporations*”. L'autore spiega poi come gli studi empirici che hanno minimizzato il valore della *derivative action* non sono stati in grado di misurare il suo effetto deterrente sulle condotte degli amministratori.

¹⁹⁰ J. H. CHOPER-J. C. COFFEE-R. J. GILSON, *Cases and materials on corporations*, Aspen Casebook Series, 2008, p. 826: “*The shareholders' derivative suit was created by equity courts to permit a shareholder to vindicate wrongs done to the corporation as a whole that management, because of either self-interest or neglect, would not remedy*”; J. R. MACEY-G. P. MILLER, *The Plaintiffs' Attorneys' Role in Class Actions and Derivative Litigation: Economic Analysis and Recommendations for Reform*, 58 *U.Chi.L.Rev.* 1, 3, 8-11, 1991, p. 78: “*The shareholder's derivative suit is one of many devices in corporate law for controlling these conflicts between managers and shareholders*”.

amministratori, in particolare con riguardo alle operazioni con parti correlate¹⁹¹. Anzi, tali operazioni sono proprio quelle contro cui è tipicamente rivolta l'azione derivativa americana¹⁹². A livello federale, le *derivative suits* sono disciplinate dal § 23.1 delle *Federal Rules on Civil Procedure (FRCP)*, cui però si sovrappongono le discipline dei singoli stati¹⁹³. A livello statale, la disciplina più significativa è quella del Delaware, in quanto principale legislazione statale in materia di diritto societario¹⁹⁴. La Rule 23.1 delle *Rules of the Court of Chancery of the State of Delaware* (similmente ad analoghe disposizioni di altre legislazioni statali) riconosce al singolo socio il potere di avviare un'azione di responsabilità per conto della società, ma vincola la proposizione dell'azione ad uno speciale requisito procedurale: l'attore deve prima presentare un'espressa domanda di procedere con la causa al consiglio di amministrazione, la c.d. *demand requirement*¹⁹⁵. Si può prescindere dalla *demand requirement* fornendo la prova che il conflitto di interessi del *board* è

¹⁹¹ Cfr. P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., p. 162; J. H. CHOPER-J. C. COFFEE-R. J. GILSON, *Cases and materials on corporations*, cit., p. 826: “the derivative suit is considered to be an important remedial and deterrent device to rectify and prevent management abuses and to protect minority shareholders and others concerned with the welfare of the corporation”.

¹⁹² Cfr. R. B. THOMPSON-R. S. THOMAS, *The Public and Private Faces of Derivative Lawsuits*, in R. Romano, *Foundations of Corporate Law*, (2d ed.), 2010, p. 279: “the bulk of all public company derivative suits challenge conflict of interest transactions”. P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., p. 162.

¹⁹³ Si veda in particolare *Cohen v. beneficial industrial loan corp.* [1949] 337 US 541, in cui la Corte affermò che i requisiti procedurali previsti dalle legislazioni statali sono di diritto sostanziale e non processuale, per cui trovano applicazione anche quando la causa è di competenza dei giudici federali, seguendo la distinzione tracciata da *Erie Railroad v. Tomkins*, 304 US 64 [1938] (cfr. L. ENRIQUES-F. MUCCIARELLI, *L'azione sociale di responsabilità da parte delle minoranze*, in P. Abbadessa-G.B. Portale (diretto da), *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, Vol. 2, Torino, 2006, p. 862).

¹⁹⁴ Sul punto si veda recentemente B.R. CHEFFINS, *Delaware and the transformation of corporate governance*, *Delaware Journal of Corporate Law*, 1, 2015-2016.

¹⁹⁵ J. H. CHOPER-J. C. COFFEE-R. J. GILSON, *Cases and materials on corporations*, cit., p. 827: “A demand that management itself undertake the suit is ordinarily a prerequisite, and some jurisdictions also require that a demand on a shareholder body be made in certain circumstances; in some situations, a considered refusal to take action by management or the shareholders may bar the derivative suit”.

talmente elevato da rendere scontato il rifiuto della domanda, con la conseguenza che quest'ultima sarebbe inutile (c.d. *demand futility*)¹⁹⁶. Ad esempio, la *demand futility* può essere fondata sul ragionevole dubbio che il consiglio di amministrazione avrebbe potuto valutare la richiesta in modo disinteressato e indipendente¹⁹⁷. In particolare è però la mancanza d'indipendenza degli amministratori non esecutivi a giustificare l'omissione della domanda preventiva (*demand excused*): motivo per cui nelle società a proprietà concentrata in cui non sono presenti amministratori indipendenti, la domanda è praticamente sempre considerata inutile dalla giurisprudenza¹⁹⁸. Per converso, la giurisprudenza riconosce all'organo amministrativo la possibilità di istituire al suo interno un comitato di amministratori indipendenti (*independent litigation committee*) allo scopo di bloccare l'azione già avviata (che nelle more degli accertamenti del comitato rimane sospesa), se ritiene che la prosecuzione della causa non sia “*in the best interest of the corporation*”¹⁹⁹. Le Regole federali e legislazioni statali prevedono inoltre ulteriori barriere procedurali alle *derivative suits*²⁰⁰.

¹⁹⁶ Cfr. P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., p. 174.

¹⁹⁷ In particolare la Supreme Court del Delaware nel caso *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805, “*developed a two-prong test for determining the futility of a demand. Plaintiffs must allege particularized facts which create a reasonable doubt that (1) the directors are disinterested and independent or (2) the challenged transaction was otherwise the product of a valid exercise of business judgment*” (cfr. J. H. CHOPER-J. C. COFFEE-R. J. GILSON, *Cases and materials on corporations*, cit., p. 830).

¹⁹⁸ Cfr. P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., p. 174; R. B. THOMPSON-R. S. THOMAS, *The Public and Private Faces of Derivative Lawsuits*, cit., p. 279.

¹⁹⁹ Poiché in tali casi chi agisce ha già superato il *demand requirement* e, quindi, ha già fornito una giustificazione adeguata per sottrarre l'esercizio dell'azione dalla discrezionalità dell'organo amministrativo, le Corti assumono un atteggiamento meno deferente verso la discrezionalità degli amministratori e riesaminano non solo l'indipendenza, la buona fede e la “*reasonable investigation*” del comitato, ma anche l'adeguatezza nonché la convenienza stessa della decisione per la società: “*The Court should determine, applying its own independent business judgment, whether the motion should be granted*”. Così, *Zapata v. Maldonado*, in 430 A.2d 779 (Del. 1981). Si veda anche *Joy v. North*, 692 F.2d 880 (2d Cir. 1982), nonché *Oracle Corp. Derivative Litigation*, 824 A.2d 917 (Del. Ch. 2003).

²⁰⁰ Di particolare importanza è la c.d. *contemporary ownership rule* contenuta nella *Rule 23* del FRCP, ma replicata anche nelle legislazioni statali. Secondo tale previsione può agire solo chi era azionista al

Da una ricerca sulla misurazione degli effetti delle *derivative suits* è emerso come il requisito della *demand requirement* si sia rivelato uno strumento efficace per selezionare le azioni prive di merito e quelle con un fondamento²⁰¹. In particolare, la maggior parte delle azioni avverso le operazioni con parti correlate prescinde dalla domanda al *board*, proprio perché l'indipendenza della maggioranza degli amministratori è pregiudicata. Inoltre, il ricorso alla costituzione del *independent litigation committee* è apparso piuttosto ridotto, a dimostrazione o che il consiglio è incapace di formare un comitato indipendente o che la causa è sostanzialmente fondata²⁰².

In aggiunta, il sistema americano prevede una serie di istituti di diritto societario e processuale che agevolano fortemente l'esercizio dell'azione sociale di responsabilità da parte delle minoranza²⁰³. Innanzitutto, il *Revised Model Business Corporation Act* riconosce a ciascun socio intensi poteri di ispezione dei libri sociali (inclusi, ad esempio, i verbali del consiglio d'amministrazione), in modo da consentirgli di

momento in cui gli amministratori hanno violato i propri doveri, mentre chi acquista le azioni in un momento successivo non subentra nella legittimazione. Cfr. J. H. CHOPER-J. C. COFFEE-R. J. GILSON, *Cases and materials on corporations*, cit., p. 870: “*The rule of contemporaneous ownership, the plaintiff have been a shareholder at the time of the alleged wrongdoing – stated in clause (1) of Fed. R. Civ. P. 23.1, and adopted in substance by most states through statute, court rule, or judicial decision – is the most common qualification imposed on derivative suit plaintiffs*”. La *ratio* è che il prezzo delle azioni dovrebbe scontare il danno subito dalla società e, pertanto, l'attribuzione della legittimazione ad agire all'acquirente lo andrebbe ad arricchire ingiustamente (cfr. L. ENRIQUES-F. MUCCIARELLI, *L'azione sociale di responsabilità da parte delle minoranze*, cit., p. 863). J. H. CHOPER-J. C. COFFEE-R. J. GILSON, *Cases and materials on corporations*, cit., p. 870: “*Although it was originally formulated as a federal equity rule to preclude share transfer in order to create diversity of citizenship, one modern justification is to prevent the buying of shares for the purpose of bringing suit – especially by <strike> suitors*”.

²⁰¹ R. B. THOMPSON-R. S. THOMAS, *The Public and Private Faces of Derivative Lawsuits*, cit., pp. 278-279.

²⁰² Cfr. P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., p. 175; R. B. THOMPSON-R. S. THOMAS, *The Public and Private Faces of Derivative Lawsuits*, cit., p. 278.

²⁰³ L. ENRIQUES-F. MUCCIARELLI, *L'azione sociale di responsabilità da parte delle minoranze*, cit., p. 863.

acquisire documenti e informazioni utili a decidere se esercitare l'azione²⁰⁴. In secondo luogo, negli Stati Uniti vige la regola del c.d. *notice pleading*, che consente di iniziare un'azione definendo il *petitum*, ma lasciando aperta nei suoi confini la *causa petendi*, la quale potrà essere definita più precisamente nel corso del giudizio in relazione al quadro probatorio che da esso emerge²⁰⁵. Inoltre, una volta superate le barriere processuali iniziali, l'attore acquisisce il pieno potere di *discovery* dei documenti, con la possibilità di svelare gli effettivi procedimenti decisori seguiti dagli amministratori e di rendere l'azione derivata efficace ed effettiva²⁰⁶. Ancora, il diritto americano ammette senza problemi le *contingency fees*, ovverosia gli onorari condizionati al successo della lite, con conseguente anticipazione di tutte le spese da parte dell'avvocato, sul quale grava interamente il rischio dell'iniziativa giudiziaria²⁰⁷. Anche perché, in ossequio alla regola generale definita "*American rule*", in questo tipo di controversie l'attore, in caso di insuccesso dell'azione, non è mai chiamato a rimborsare al convenuto le spese processuali, salvo il caso di lite temeraria. Vieppiù, proprio con riguardo alle *derivative suits* la giurisprudenza statunitense prevede un'eccezione all'*American rule* nell'ipotesi di successo dell'azione: il giudice di regola storna a favore degli attori una quota variabile tra il quindici e il trentacinque per cento della somma che gli amministratori sono condannati a pagare alla società a titolo di risarcimento, per ricompensarli delle spese di lite sostenute²⁰⁸.

²⁰⁴ Cfr. R. S. THOMAS, *Improving Shareholder Monitoring of Corporate Management by Expanding Statutory Access to Information*, in 38 *Arizona Law Rev.*, 1996, p. 331; L. ENRIQUES-F. MUCCIARELLI, *L'azione sociale di responsabilità da parte delle minoranze*, cit., p. 863.

²⁰⁵ Cfr. P. GIUDICI, *L'azione di responsabilità contro gli amministratori esercitata dai soci di minoranza: i problemi di un legal transplant*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2005, p. 487; L. ENRIQUES-F. MUCCIARELLI, *L'azione sociale di responsabilità da parte delle minoranze*, cit., p. 864.

²⁰⁶ Per l'importanza della *discovery* nelle *derivative suits* si veda G. C. HAZARD, *Azioni di responsabilità verso gli amministratori di società commerciali nel diritto statunitense*, in *Riv. soc.*, 1994, pp. 451-453. Cfr. P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., p. 175.

²⁰⁷ L. ENRIQUES-F. MUCCIARELLI, *L'azione sociale di responsabilità da parte delle minoranze*, cit., p. 864.

²⁰⁸ Cfr. *ibidem*; A. R. PALMITER, *Corporations*, New York, 2015, p. 299.

Non sono mancate le critiche alla *derivative action*. In particolare, è stato evidenziato come la maggior parte di tali azioni si concluda con transazioni che sollevano perplessità, in quanto gli interessi dell'azionista attore e del suo avvocato potrebbero non coincidere con quello della società²⁰⁹. Da un lato, l'attore potrebbe essere incentivato a concludere un accordo transattivo che lo arricchisca, nonostante la prosecuzione del processo avrebbe portato ad una condanna favorevole alla società²¹⁰. Dall'altro e soprattutto, gli avvocati hanno spesso forti incentivi a transigere celermente, anche in ipotesi in cui tale scelta sia contraria all'interesse della società²¹¹. La soluzione adottata dalle *Federal Rules on Civil Procedures*, nonché da numerosi Stati, è quella di condizionare l'efficacia della transazione all'approvazione del giudice²¹², che è tenuto a comunicare la proposta agli altri azionisti per consentirne l'opposizione e la può approvare solo se è “*fair, reasonable and adequate*”²¹³.

In ogni caso, per quanto si riconosca che sia un “meccanismo imperfetto”²¹⁴, la *derivative suit* continua a costituire uno strumento essenziale per la tutela degli azionisti di minoranza²¹⁵.

²⁰⁹ Si veda in particolare R. ROMANO, *The Shareholder Suit: Litigation Without Foundation?*, in *J. Law Econ. & Org.*, 7, 1991, p. 55 ss.

²¹⁰ W. E. HAUDEK, *The Settlement and Dismissal of Stockholders' Action, part 1*, in *22 Southwestern Law Journal*, 1968, p. 768.

²¹¹ Cfr. R. ROMANO, *The Shareholder Suit: Litigation Without Foundation?*, cit., p. 55 “*settlement recoveries in shareholder litigation may provide only for payment of attorneys' fees*”; nonché p. 84: “*The principal beneficiaries of the litigation appear to be attorneys, who win fee awards in 90 percent of settled suits*”; M. A. EISENBERG-J. D. COX, *Corporations and Others Business Organizations. Cases and Materials*, 10th ed., 2011, p. 1045 “*the plaintiff's lawyer stands to be awarded a very substantial fee out of the proceeds of any judgment or settlement*”. J. R. MACEY-G. P. MILLER, *The Plaintiffs' Attorneys' Role in Class Actions and Derivative Litigation: Economic Analysis and Recommendations for Reform*, cit.: “*derivative attorneys function essentially as entrepreneurs who bear a substantial amount of the litigation risk and exercise nearly plenary control over all important decision in the lawsuit*”.

²¹² Cfr. FRCP, § 23.1; MBCA, § 7.45.

²¹³ Cfr. *Re Ortiz Estate*, 27 A.2d 368 [Del. 1942], nonché *Desimone v. Industrial bio-test laboratories inc.*, 83 F.R.D. 615 (S.D.N.Y. 1979).

²¹⁴ Così P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., p. 184.

2.2. *Segue. Art. 2393-bis*

Nel nostro ordinamento, in assenza di una disposizione specifica, era sempre stata negata all'azionista di minoranza la possibilità di surrogarsi nell'azione della società contro gli amministratori²¹⁶. L'azione sociale di responsabilità, infatti, richiedeva sempre la deliberazione dell'assemblea dei soci. Ciò comportava che tale potere rimanesse nelle mani della maggioranza di controllo, di cui sono espressione gli amministratori, con l'ulteriore conseguenza che difficilmente si assisteva all'esercizio dell'azione nel caso di società *in bonis*²¹⁷. Dinnanzi all'esigenza di una maggiore tutela degli azionisti di minoranza è stata, tra l'altro, introdotta l'azione di responsabilità dei soci di minoranza, prima dal t.u.f. limitatamente alle società quotate, poi la riforma del diritto societario ne ha esteso la portata a tutte le s.p.a., in

²¹⁵ Cfr. M. LEBOVITCH-J. VAN KWAWEGEN, *Of Babies and Bathwater: Detering Frivolous Stockholder Suits Without Closing the Courthouse Doors to Legitimate Claims*, in 40 Del. J. Corp. L. 491, 2015-2016, p. 517: “Without the realistic threat of representative stockholder litigation, there will be little to deter fiduciary misconduct”; R. B. THOMPSON-R. S. THOMAS, *A Theory of Representative Shareholder Suits and its Application to Multijurisdictional Litigation*, in Northwestern University Law Review, Vol. 106, No. 4, 2012, p. 1784: “Derivative suits are the traditional form of representative litigation and are used to attack directors or officers who are engaging in conflict-of-interest transactions with the corporation or are taking a corporate opportunity belonging to the corporation”; in giurisprudenza, v. *In re Anderson Clayton S'holder Litig.*, 1988 WL 97480, at *5 (Del. Ch. Sept. 19, 1988) si evidenzia “the significant institutional role of class and derivative actions in the enforcement of the fiduciary duties assumed by corporate officers and directors”; *Rales v. Blasband*, 634 A.2d 927, 933 (Del. 1993): “[t]he machinery of corporate democracy and the derivative suit are potent tools to redress the conduct of a torpid and unfaithful management”.

²¹⁶ Cfr. P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., p. 162; F. BONELLI, *L'art. 129 legge Draghi: l'azione sociale di responsabilità esercitata dalla minoranza dei soci, e l'assicurazione contro i rischi incorsi nella gestione*, Giuffrè, Milano, 1998, pp. 151-152, nt. 3.

²¹⁷ A. PICCIAU, *Commento sub art. 2393, 2393-bis, 2394*, in F. Ghezzi (a cura di), *Commentario alla riforma delle società. Amministratori*, Milano, 2005, p. 571.

termini molto simili a quelli dell'istituto contenuto nel t.u.f.²¹⁸. È l'art. 2393-*bis* a prevedere che l'azione sociale di responsabilità contro gli amministratori (nonché contro i sindaci e i direttori generali) possa essere promossa dagli azionisti di minoranza²¹⁹, tramite uno o più rappresentanti comuni nominati a maggioranza del capitale posseduto²²⁰. Tuttavia, al fine di evitare azioni giudiziarie pretestuose o ricattatorie, è fissata un'aliquota minima di capitale al fine dell'esperimento²²¹. Già l'originario art. 129 t.u.f., che introduceva in Italia l'istituto, stabiliva che i soci per assumere l'iniziativa dovessero rappresentare almeno il cinque per cento del capitale (o la minore percentuale prevista nell'atto costitutivo) e che dovessero essere iscritti da almeno sei mesi nel libro dei soci. Tuttavia, l'assenza di azioni derivate tra il 1998

²¹⁸ Cfr. L. ENRIQUES-F. MUCCIARELLI, *L'azione sociale di responsabilità da parte delle minoranze*, cit., p. 862.

²¹⁹ La dottrina pur escludendo che l'azione di responsabilità esperita dalla minoranza costituisca un'azione surrogatoria in senso tecnico – in quanto tra la società e il socio non sussiste un rapporto di credito-debito come è invece richiesto dagli artt. 2740 e 2900 c.c. –, ritiene applicabili per analogia i principi in materia di azione surrogatoria ex art. 2900 c.c. Cfr. G. F. CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale*, cit., p. 386; A. PICCIAU, *Commento sub art. 2393, 2393-bis, 2394*, cit., p. 602 ss.; L. ENRIQUES-F. MUCCIARELLI, *L'azione sociale di responsabilità da parte delle minoranze*, cit., p. 869 ss.; L. IACUMIN, *I profili processuali dell'azione sociale di responsabilità ex art. 2393 bis c.c. tra tutela delle minoranze, sostituzione e rappresentanza*, in *Rivista di diritto bancario*, 2017, p. 4.

²²⁰ La nomina del rappresentante comune vincola la minoranza attrice ad agire unitariamente e non è soggetta a specifiche regole procedurali. Cfr. G. F. CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale*, cit., p. 386, nt. 80. Recente giurisprudenza di merito ha precisato che il difetto di nomina di un rappresentante comune ai sensi dell'art. 2393-*bis*, comma 4 non integra – a differenza della fattispecie di cui all'art. 2347 c.c. – una carenza di legittimazione attiva, ma un difetto di rappresentanza di tipo processuale, che può quindi essere sanato in corso di causa con la costituzione in giudizio del nominato rappresentante. Così Trib. Milano, 29 aprile 2016, in www.giurisprudenzadelleimprese.it.

²²¹ Il legislatore ha optato per circoscrivere il potere di agire non al singolo azionista, bensì ai soci di minoranza che rappresentassero una percentuale significativa, seppur minoritaria, del capitale sociale, ritenendo potessero rendersi “*corretti interpreti dell'interesse della società*”. Così, T. TOMASI, *Commento sub art. 2393-bis*, in A. Maffei Alberti (a cura di), *Commentario breve al diritto delle società*, 2015, p. 740. Per converso, non si richiede un *demand requirement* e non si pone una *contemporaneous ownership rule*. Cfr. C. ANGELICI, *Attività e organizzazione. Studi di diritto delle società*, Torino, 2007, p. 132.

e il 2005 ha indotto il legislatore ad abbassare l'aliquota per le società aperte²²². Oggi l'art. 2393-bis al comma 1 prevede che nelle società chiuse i soci per esperire l'azione debbano rappresentare almeno un quinto del capitale sociale, o la diversa misura prevista nello statuto comunque non superiore a un terzo. Il comma 2, invece, così come modificato dalla legge 28 dicembre 2005, n. 262 (legge sul risparmio), ha portato la percentuale per le società aperte a un quarantesimo del capitale sociale (corrispondente al due e mezzo per cento), ovvero la percentuale più bassa prevista dallo statuto, cercando di incentivare l'attivismo degli investitori istituzionali che abbiano anche partecipazioni ridotte al capitale sociale²²³.

Rispetto alla "vecchia" azione di minoranza prevista dal t.u.f. per le sole società quotate, la riforma ha eliminato un ostacolo significativo, ossia il requisito temporale consistente nell'aver detenuto la partecipazione per almeno sei mesi prima dell'esercizio dell'azione²²⁴. Dall'altro lato, è rimasto irrisolto un problema interpretativo che rappresenta un impedimento rilevante all'esercizio dell'azione: la questione relativa alle sorti della causa in caso di discesa della partecipazione al di sotto della soglia che legittima l'azione. In particolare si discute se i soci che agiscono debbano essere titolari della quota legittimante solo al momento dell'introduzione del giudizio, ovvero se essi debbano mantenere tale partecipazione sino alla fine del processo²²⁵. La questione è stata dibattuta anche negli Stati Uniti, dove tuttavia non rappresenta un problema dato che generalmente non esiste un'aliquota minima che legittima l'esperimento dell'azione, di talché è sufficiente che il socio mantenga anche solo un'azione per poter proseguire²²⁶.

²²² A. ROSSI, *sub art. 2393-bis*, cit., p. 820 parla di "lettera morta sul piano dell'applicazione concreta".

²²³ Cfr. P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., p. 186. Anche se L. ENRIQUES-F. MUCCIARELLI, *L'azione sociale di responsabilità da parte delle minoranze*, cit., p. 872 chiariscono che "il nuovo istituto si rivolge a soci di dimensioni consistenti, soprattutto nelle società aperte e, in particolare, in quelle quotate".

²²⁴ L. ENRIQUES-F. MUCCIARELLI, *L'azione sociale di responsabilità da parte delle minoranze*, cit., p. 873.

²²⁵ *Ibidem*.

²²⁶ Negli Stati Uniti, la maggior parte delle legislazioni statali (ma significativamente non il Delaware, per il quale si veda *v. Lewis v. Anderson*, 477 A.2d 1040 [1984]) prevede che l'attore debba restare socio durante tutto il processo: se egli cede la partecipazione, il giudice non può pronunciare sentenza di

La dottrina si è chiesta dunque se la detenzione della quota legittimante costituisca una condizione dell'azione o un semplice presupposto processuale. La questione assume un rilievo fondamentale: nel primo caso l'attore azionista sarebbe costretto a detenere la quota legittimante sino alla fine del processo, mentre nel secondo caso sarebbe sufficiente possederla al momento dell'esercizio dell'azione. La questione non trova una soluzione univoca²²⁷ e, come è stato correttamente evidenziato, il legislatore della riforma ha perso un'ottima occasione per fare chiarezza in merito ad

merito. Cfr. A. R. PALMITER, *Corporations*, cit., p. 309; L. ENRIQUES-F. MUCCIARELLI, *L'azione sociale di responsabilità da parte delle minoranze*, cit., p. 863; A. DE NICOLA, *Soci di minoranza e amministratori*, Bologna, 2005, p. 43.

²²⁷ Per la tesi favorevole alla qualificazione in termini di condizione dell'azione si vedano, in riferimento all'art. 129 t.u.f.: A. PICCIAU, *Commento sub. art. 129*, in *La disciplina delle società quotate. Commentario* Marchetti-Bianchi, Milano, 1999, p. 986 ss.; V. SANTORO, *I poteri delle minoranze*, in A. Patroni Griffi-M. Sandulli-V. Santoro (a cura di), *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, Torino, 1999, p. 876; E. SABATELLI, *Questioni in tema di legittimazione dell'esercizio dell'azione sociale di responsabilità da parte della minoranza*, in *Banca borsa, titoli di credito*, 2001, I, p. 133 (anche se segnala le difficoltà di classificazione); F. M. MUCCIARELLI, *L'azione sociale di responsabilità contro gli amministratori di società quotate*, in *Giur. comm.*, 2000, I, p. 82, secondo cui "nessun dubbio, comunque, mi sembra possa sussistere sul fatto che tanto il requisito cronologico quanto quello quantitativo dell'azione di responsabilità, siano requisiti di legittimazione, e che debbano permanere sino alla pronuncia, oltre che al momento della proposizione dell'azione"; G. MEO, *Le società di capitali. Le società con azioni quotate in borsa*, in *Trattato Bessone*, vol. XVII, Torino, 2002, p. 191 ss., che incentra il discorso sulla strategia processuale della società, negando invece rilevanza alle categorie processuali; con riguardo all'art. 2393-bis: A. PICCIAU, *Commento sub art. 2393, 2393-bis, 2394*, cit., p. 613; F. AULETTA, *Commento sub art. 2393-bis*, in M. Sandulli-V. Santoro (a cura di), *La riforma delle società. Commentario del d.lgs. 17 gennaio 2003*, n. 6, vol. 2/I, Torino, p. 488; L. ENRIQUES-F. MUCCIARELLI, *L'azione sociale di responsabilità da parte delle minoranze*, cit., p. 187 suggeriscono la soluzione per cui "è sufficiente che resti socio almeno uno tra i soci che hanno agito", reputandola come la più coerente con la tesi accolta del processo processuale. In senso contrario, con riguardo all'art. 129 t.u.f.: G.F. CAMPOBASSO, *Commento sub art. 129*, in G.F. Campobasso (a cura di), *Testo unico della finanza*, vol. 2, Torino, 2002, p. 1070; A. ROSSI, *sub art. 129*, in A. Maffei Alberti (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, Padova, 2001, p. 119; con riguardo all'art. 2393-bis: A. ROSSI, *sub art. 2393-bis*, cit., p. 823 ss.; P. MONTALENTI, *La società quotata*, in *Trattato Cottino*, IV, Padova, 2004, p. 337; E. DALMOTTO, *Commento agli articoli 2393 e 2393-bis*, in G. Cottino-G. Bonfante-O. Cagnasso-P. Montalenti (a cura di), *Il nuovo diritto societario*, a cura di, III, Bologna, 2004, p. 812.

un aspetto che difficilmente può essere risolto dall'interprete²²⁸. In particolare ci si è interrogati sull'applicabilità, qualora i soci che hanno agito cedano le proprie azioni, dell'art. 111 c.p.c., in materia di successione a titolo particolare nel diritto controverso, che consentirebbe all'attore originario di proseguire la causa e all'acquirente di intervenire²²⁹. Si contrappongono due tesi. La prima, maggioritaria, afferma che il diritto controverso, ovvero sia il diritto al risarcimento del danno in favore della società, non attiene al bene trasferito e conseguentemente non può trovare applicazione l'art. 111 c.p.c.²³⁰. La seconda interpreta il diritto controverso di cui all'art. 111 c.p.c. come il diritto a sostituire la società nell'azione di risarcimento che comprende anche il relativo diritto amministrativo incorporato nelle azioni. Da questo angolo visuale, il trasferimento nel corso del giudizio non pregiudicherebbe la possibilità di ottenere una sentenza di condanna degli amministratori neppure a un'azionista che si fosse nel contempo spogliato di tutte le azioni²³¹. Non soccorre nell'individuazione della risposta nemmeno l'art. 2378 introdotto con la riforma del diritto societario²³². L'art. 2378, comma 2, prevede che, nell'ambito dell'impugnazione delle delibere assembleari, in caso di trasferimento delle azioni il processo non possa giungere a sentenza di merito “[f]ermo restando quanto disposto dall'articolo 111 del codice di procedura civile” e stabilisce che il socio non possa

²²⁸ L. ENRIQUES-F. MUCCIARELLI, *L'azione sociale di responsabilità da parte delle minoranze*, cit., p. 873, nt. 42; nonché P. ABBADESSA, in *Parere del collegio dei docenti del dottorato in diritto commerciale interno ed internazionale*, Università Cattolica di Milano, in *Riv. soc.*, 2002, p. 1476.

²²⁹ P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., p. 192; L. ENRIQUES-F. MUCCIARELLI, *L'azione sociale di responsabilità da parte delle minoranze*, cit., p. 877.

²³⁰ L. SAMBUCCI, *Commento all'art. 2393-bis del codice civile*, in E. Gabrielli (a cura di), *Commentario al codice civile*, Milano, 2015, p. 420: “non mi pare possibile ipotizzare l'applicabilità dell'art. 111 c.p.c., perché alienare la partecipazione non equivale a cedere il diritto controverso, che è quello (della società) al risarcimento”. P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., p. 193.

²³¹ Cfr. E. SABATELLI, *op. cit.*, p. 139. A. PICCIAU, *Commento sub art. 2393, 2393-bis, 2394*, cit., p. 617; A. ROSSI, *sub art. 2393-bis*, cit., p. 818 e p. 829 (anche se limita la risposta in termini di applicabilità dell'art. 111 c.p.c. solo nell'ipotesi di trasferimento di una partecipazione superiore al *quorum*).

²³² L. ENRIQUES-F. MUCCIARELLI, *L'azione sociale di responsabilità da parte delle minoranze*, cit., p. 877 lo definiscono come “un elemento di confusione”.

ottenere l'annullamento ma solo il risarcimento dell'eventuale danno. La norma è ambigua²³³: da un lato si può interpretare come un riconoscimento della rilevanza della discesa al di sotto dell'aliquota da parte del socio attore; dall'altro si può ritenere, a contrario, che consideri tale discesa come irrilevante, “ma che prevede una speciale conseguenza, <mutando> l'oggetto della domanda da annullamento della deliberazione a risarcimento del danno a favore del socio sceso sotto il *quorum* in corso di causa”²³⁴.

Di fronte a un quadro normativo che non fornisce una risposta univoca né sul piano letterale né sul piano sistematico, parte della dottrina ha invitato a decidere sulla base della *ratio* dell'istituto²³⁵. La fissazione dell'aliquota minima, come detto, è diretta a scoraggiare azioni meramente pretestuose, ma d'altra parte l'azione di minoranza si rivolge in primo luogo agli investitori istituzionali, incoraggiando un loro attivismo con l'auspicio che sia in grado di contrastare comportamenti predatori o inefficienti dei gruppi di comando²³⁶. Tuttavia, gli investitori istituzionali sono fortemente scoraggiati dalla presenza di una soglia legittimante fissa e di entità rilevante: sarebbero costretti a vincolare la propria partecipazione societaria per tutti gli anni della causa civile. Dinanzi a una simile prospettiva, preferiranno certamente vendere subito e investire altrove disinteressandosi delle sorti della società²³⁷. Alla luce di queste considerazioni, si è ritenuto preferibile accogliere la tesi favorevole all'applicazione dell'art. 111 c.p.c.²³⁸, consentendo agli investitori di essere liberi in

²³³ *Ibidem*: “L'enunciato è ambiguo”.

²³⁴ P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., p. 194.

²³⁵ *Ivi*, p. 195.

²³⁶ L. ENRIQUES-F. MUCCIARELLI, *L'azione sociale di responsabilità da parte delle minoranze*, cit., p. 874.

²³⁷ P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., p. 191; L. ENRIQUES-F. MUCCIARELLI, *L'azione sociale di responsabilità da parte delle minoranze*, cit., p. 874; L. ENRIQUES, *Nuova disciplina delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali: fatti e prospettive alla luce dell'esperienza anglosassone*, in *Giur. comm.*, 1998, I, p. 683; P. MONTALENTI, *La società quotata*, cit., p. 336; P. MATERA, *Azione di minoranza e corporate governance nelle società per azioni*, Salerno, 2005, p. 137.

²³⁸ In chiave sistematica, una conferma di tale interpretazione sembra potersi ricavare dalla regola della *record date*, che “*implica necessariamente una forma di dissociazione eventuale tra titolarità delle azioni e legittimazione all'esercizio dei diritti amministrativi, contemplando quindi come*

ogni momento di liquidare la propria partecipazione, senza rischiare solo per questo di perdere la causa avviata contro il *management*²³⁹. Sul punto, si segnala una recente giurisprudenza di merito che sembra accogliere tale conclusione²⁴⁰. Nella fattispecie oggetto della pronuncia agiva *ex art. 2393-bis* un socio titolare di una partecipazione del 23,81%. Successivamente il socio attore cedeva il 18,81% della propria partecipazione e l'acquirente si costituiva in giudizio, spiegando intervento volontario e facendo propri tutti gli argomenti in fatto e in diritto e le domande formulate dall'originario attore. Il Tribunale di Milano ha accolto la domanda attorea e condannato gli amministratori, dimostrando di aderire alla tesi per cui la discesa al di sotto delle soglie quantitative fissate dall'*art. 2393-bis* non comporta automaticamente la chiusura del processo in rito: si consente la continuazione del procedimento mediante l'intervento di un altro socio la cui partecipazione, cumulata con quella dell'attore, superi l'aliquota applicabile²⁴¹.

Un altro profilo problematico emerge da un'analisi della struttura degli incentivi al compimento dell'azione. L'azione, è bene specificarlo, è diretta a reintegrare il patrimonio sociale e non a risarcire il danno eventualmente subito dai soci agenti: è pur sempre la stessa azione che la società potrebbe esperire con deliberazione dell'assemblea²⁴². A vantaggio della società deve andare anche ogni corrispettivo che

naturale la partecipazione all'assemblea di chi socio non è, o meglio, non è più per avere, tra la data di registrazione e la riunione, ceduto le proprie azioni" (così E. PEDERZINI, *La nuova disciplina dei diritti degli azionisti*, Commentario a cura di G. Guerrieri, *sub artt. 2366, 2367, 2368. 2370 c.c., 127 t.u.f.*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2011, p. 556). Tale "deviazione sistematica" insita nella regola della *record date*, infatti, si ritiene "giustificata dal favor verso la partecipazione assembleare di quella categoria di azionisti, gli investitori istituzionali, che non mirano individualmente al controllo e alla gestione delle società, ma che possono svolgere un ruolo di <contrappeso> e di dialogo nella governance della società" (così M. NOTARI, *Diritti di voce degli azionisti e tutela delle minoranze*, in Annunziata F. (a cura di), *Il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, 2015, Egea, Milano, p. 254).

²³⁹ P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., p. 196.

²⁴⁰ Si tratta di Trib. Milano, 29 aprile 2016, in *Rivista di diritto bancario*, 2017.

²⁴¹ L. IACUMIN, *op. cit.*

²⁴² G. F. CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale*, cit., p. 386.

gli azionisti attori abbiano ottenuto per rinunciare all'azione o transigerla²⁴³, seppure sia stato ritenuto aggirabile il divieto di percepire un corrispettivo diretto in caso di rinuncia o transazione²⁴⁴. Con riguardo alle spese legali, l'art. 2393-*bis* appronta una disciplina speciale, prevedendo che in caso di accoglimento della domanda la società sia tenuta a rimborsare agli attori "le spese del giudizio e quelle sopportate nell'accertamento dei fatti che il giudice non abbia posto a carico dei soccombenti o che non sia possibile recuperare a seguito dell'escussione degli stessi" (art. 2392-*bis*, comma 5). Tuttavia, innanzitutto il socio attore dovrà interamente anticipare le spese processuali, anche qualora la sua attività, se non pretestuosa o ricattatoria, risulti positiva per la società²⁴⁵. In secondo luogo, sull'azionista vittorioso per la società incombe comunque l'onere di escutere preliminarmente gli amministratori sulla parte di spese liquidata in sentenza²⁴⁶. Inoltre, per quanto riguarda le spese relative all'accertamento dei fatti, occorre sottolineare che, a differenza di quanto previsto nel modello americano, manca nel nostro ordinamento un diritto del socio all'ispezione della documentazione sociale, attività che è peraltro fonte di notevoli spese²⁴⁷. Nel nostro ordinamento tra le spese necessarie per giungere ad un accertamento dei fatti possono essere fatte rientrare tutte le spese per consulenze effettuate prima del

²⁴³ Non vi è concordanza sulla necessità dell'adesione della società alla rinuncia o alla transazione. La tesi maggioritaria propende per la soluzione negativa, ritenendo che la rinuncia dei soci di minoranza possa riguardare solo gli atti processuali e pertanto non consumi il diritto al risarcimento che spetta alla società. G. F. CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale*, cit., p. 386, nt. 83; L. ENRIQUES-F. MUCCIARELLI, *L'azione sociale di responsabilità da parte delle minoranze*, cit., p. 881 ss.; D. LATELLA, *L'azione sociale di responsabilità esercitata dalla minoranza*, Giappichelli, Torino, 2007, p. 353; in senso contrario A. PICCIAU, *Commento sub art. 2393, 2393-bis, 2394*, cit., p. 642.

²⁴⁴ P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., p. 199, anche se viene evidenziato che Franco Bonelli (in F. BONELLI, *Gli amministratori di s.p.a. dopo la riforma delle società*, Milano, 2004, pp. 202-203), membro della commissione che ha predisposto il testo della riforma, scriveva che "la circostanza che i soci attori possano rinunciare o transigere l'azione concludendo transazioni collaterali e non ufficiali (in modo da beneficiare personalmente del corrispettivo); (...) sono tutti elementi che fanno ragionevolmente ritenere che questo strumento troverà diffusione via via crescente".

²⁴⁵ L. ENRIQUES-F. MUCCIARELLI, *L'azione sociale di responsabilità da parte delle minoranze*, cit., p. 888.

²⁴⁶ P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., p. 200.

²⁴⁷ *Ivi*, p. 196.

giudizio²⁴⁸. Infine, con riguardo al compenso a favore dell'azionista promotore, si ricorda che negli Stati Uniti i patti quota lite consentono al socio attore di non assumersi alcun rischio finanziario relativo all'esito della causa, poiché questo graverà tutto in capo all'avvocato che procede all'azione²⁴⁹. Per contro, in Italia, dove il patto quota lite è vietato, è l'azionista promotore a sopportare tutto il rischio della causa: in caso di sconfitta deve pagare le proprie spese ed eventualmente le spese legali degli amministratori e della società; in caso di rinuncia o transazione non riceve alcun beneficio economico; in caso di vittoria otterrà il vantaggio indiretto consistente nella quota percentuale del recupero a favore della società. È del tutto evidente come i vantaggi derivanti dall'esperimento vittorioso dell'azione non costituiscano minimamente un incentivo sufficiente al suo esperimento, rendendola *“un meccanismo farraginoso e poco competitivo nei confronti del rimedio di cui all'art. 2409”*²⁵⁰.

Infine, un ulteriore profilo problematico è costituito dall'accesso alle informazioni. Nel sistema americano, come si è visto, l'azionista che agisce contro gli amministratori ha a disposizione prima il diritto di ispezione della documentazione

²⁴⁸ A. PICCIAU, *Commento sub art. 2393, 2393-bis, 2394*, cit., p. 643, nt. 171, fa l'esempio della *“consulenza tecnica affidata prima della causa ad una società esperta nell'analisi contabile allo scopo di acclarare la misura del danno da far valere in giudizio, sulla scorta dei documenti sociali a disposizione dei soci”*; P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., p. 200 fa riferimento ai *“compensi pagati a esperti di finanza aziendale e contabilità per scoprire nelle pieghe dei bilanci l'esistenza di operazioni illecite”* e suggerisce, al fine di agevolare il socio attore, un'interpretazione estensiva dell'enunciato che consenta di ricomprendere in tali spese *“anche il tempo perso nelle indagini e nei colloqui con gli avvocati ed eventualmente con la società, i suoi amministratori e i sindaci”*.

²⁴⁹ P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., p. 198.

²⁵⁰ T. TOMASI, *op. cit.*, p. 740; A. ROSSI, *sub art. 2393-bis*, cit., p. 842: *“si tratta di un meccanismo farraginoso e lacunoso, che manterrà normalmente in capo ai soci attori il rischio di ricevere un beneficio (indiretto) inferiore al costo sostenuto, rischio che, aggiungendosi a quello <naturale> del rigetto della domanda, difficilmente renderà competitiva l'azione ex art. 2393 bis nei confronti del <classico> rimedio consentito ancor oggi alla <minoranza> della s.p.a. dall'attivazione del procedimento di controllo giudiziario ex art. 2409”*; si veda anche E. DALMOTTO, *Commento agli articoli 2393 e 2393-bis*, cit., p. 825, secondo il quale *“riconoscendo ai soci promotori qualche vantaggio ulteriore rispetto a quelli ottenuti di riflesso, grazie al vantaggio procurato alla società, avrebbe potuto contribuire alla futura affermazione dell'istituto”*.

sociale, poi, superate le barriere processuali della *pre-suit demand*, anche gli intensi poteri previsti dalla *discovery* processuale²⁵¹. In Italia il socio di minoranza non ha a disposizione nessuno di questi strumenti: l'art. 2393-*bis* sembra dare per scontato che questi sia adeguatamente informato e che abbia avuto modo di accertare i fatti. Ma come è stato opportunamente notato, i comportamenti illeciti, soprattutto di natura dolosa, sono occultati, con la conseguenza che “*senza l'accesso ad adeguate fonti d'informazione, pertanto, l'azionista di minoranza non è in grado di dar corpo ai propri eventuali sospetti*”²⁵². L'istituto dell'esibizione documentale non è in grado di sopperire a questa mancanza, essendo uno strumento residuale per l'acquisizione di documenti di cui già si conosce l'esistenza e che comunque devono essere specificamente individuati dall'attore. Il legislatore era peraltro a conoscenza della questione, dato che nella s.r.l. ha previsto il diritto del socio ad accedere a tutta la documentazione sociale (art. 2476, comma 2)²⁵³.

L'insieme degli aspetti problematici segnalati giustifica la qualificazione dell'art. 2393-*bis* come “norma manifesto”, destinata a una limitata applicazione concreta²⁵⁴ e in ogni caso inidonea a svolgere un ruolo effettivo nel contemperamento tra gli interessi dei soci di minoranza e quelli degli amministratori nonché della maggioranza che li esprime²⁵⁵. In dottrina si è affermato che l'art. 2393-*bis* svolge una funzione più di prevenzione e di deterrenza che non sanzionatoria²⁵⁶: “*La consapevolezza dell'esistenza di uno strumento del genere potenzialmente attivabile da soci con una partecipazione molto limitata può essere infatti considerato come un*

²⁵¹ P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., p. 201.

²⁵² *Ivi*, p. 203.

²⁵³ Così l'art. 2476, comma 2: “I soci che non partecipano all'amministrazione hanno diritto di avere dagli amministratori notizie sullo svolgimento degli affari sociali e di consultare, anche tramite professionisti di loro fiducia, i libri sociali ed i documenti relativi all'amministrazione”.

²⁵⁴ Già A. PICCIAU, *Commento sub art. 2393, 2393-bis, 2394*, cit., p. 600: “*nell'introdurre l'istituto al legislatore è mancato il coraggio di assegnare un maggior spazio di applicazione pratica*”.

²⁵⁵ Cfr. S. POLI, *L'evoluzione della governance delle società chiuse*, Milano, 2010, p. 129 ss.

²⁵⁶ Cfr. P. MONTALENTI, *Tutela delle minoranze, interesse sociale e sistemi di controllo*, cit., p. 514; nonché M. NOTARI, *Diritti di voce degli azionisti e tutela delle minoranze*, in Annunziata F. (a cura di), *Il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, EGEE, Milano, 2015, p. 264, secondo cui “*l'art. 2393-bis c.c. relativo all'azione di responsabilità da parte delle minoranze svolge una funzione per il solo fatto di essere previsto*”.

*deterrente per gli amministratori a svolgere una gestione totalmente irrispettosa delle esigenze e delle istanze dei soci non di controllo*²⁵⁷.

2.3. Responsabilità nelle operazioni intragruppo

Come precisato anche dalla normativa secondaria, la disciplina di cui al Regolamento Consob si applica in via cumulativa e congiunta con gli articoli in materia di direzione e coordinamento del codice civile. Di conseguenza, quando l'operazione con parte correlata avviene nel contesto del gruppo, sussiste un'ulteriore azione di responsabilità, quella di cui all'art. 2497 c.c.

2.3.1. Art. 2497

La disposizione sulla responsabilità della capogruppo di cui all'art. 2497 c.c. è considerata come il riconoscimento da parte del legislatore della legittimità dell'attività di direzione e coordinamento²⁵⁸. Tuttavia, ai fini che qui interessano, l'art. 2497 rappresenta il più importante strumento di tutela a disposizione dei soci di minoranza e dei creditori della società eterodiretta²⁵⁹. Sotto questo profilo, la norma rivela come nell'ambito dei gruppi di società sia stata fatta una precisa scelta di campo in favore di un tutela obbligatoria (o risarcitoria) dei soci di minoranza e dei creditori della eterodiretta, a scapito di una possibile tutela reale (o invalidativa)²⁶⁰.

²⁵⁷ Così M. NOTARI, *Diritti di voice degli azionisti e tutela delle minoranze*, cit., p. 264.

²⁵⁸ U. TOMBARI, *Diritto dei gruppi di imprese*, cit., p. 35; F. CHIAPPETTA, *Il gruppo societario*, cit., p. 233; G. LEMME, *op. cit.*, p. 27: “così come l'ordinamento giuridico non definisce la legge della domanda e dell'offerta, ma solo gli aspetti che possono patologicamente condizionarne l'esercizio (intese restrittive tra imprese, abuso di posizione dominante ecc.), allo stesso modo la legge non definisce in sé il gruppo, né il suo presupposto (attività di direzione e coordinamento) ma ne regola il caso di non corretto esercizio”; da ultimo si veda M. VENTORUZZO, *Responsabilità da direzione e coordinamento e vantaggi compensativi futuri*, in *Riv. soc.*, 2016, p. 363 ss., il quale lo considera un rilievo “indubbiamente corretto e incontrovertibile”.

²⁵⁹ U. TOMBARI, *Diritto dei gruppi di imprese*, cit., p. 36.

²⁶⁰ A. DACCÒ, *I gruppi di società*, cit., p. 679.

Tale scelta è stata peraltro reputata coerente con la disciplina dei gruppi, la quale non ha ad oggetto singoli atti, rispetto ai quali può risultare efficace una soluzione in termini di inefficacia o invalidità, bensì un'attività (quella di direzione e coordinamento) complessivamente considerata²⁶¹.

La natura della responsabilità di cui all'art. 2497 è ad oggi discussa²⁶². Sul piano della ricostruzione della volontà del legislatore storico, si segnala la Relazione al d.lgs. 17 gennaio 2003 n. 6, ove si legge che la responsabilità *ex art. 2497 c.c.* sarebbe “fondamentalmente di stampo <aquiliano>, e necessariamente della controllante direttamente verso i danneggiati”²⁶³. Il tenore letterale della norma, con il riferimento al “fatto lesivo”, sembrerebbe confermare un inquadramento della fattispecie nella responsabilità extracontrattuale²⁶⁴. Infine, anche la giurisprudenza di merito largamente maggioritaria²⁶⁵ (unita a una dottrina minoritaria²⁶⁶) qualifica

²⁶¹ *Ibidem.*

²⁶² Il problema non è meramente teorico, in quanto dalla qualificazione della responsabilità *ex art. 2497* discendono importanti conseguenze sulla disciplina applicabile: sono diversi i termini di prescrizione delle azioni; diversa è la misura del danno risarcibile, poiché in caso di fatto illecito, ricomprende ogni pregiudizio causalmente connesso alla condotta vietata, mentre nelle obbligazioni contrattuali in assenza di dolo occorre limitarsi ai danni prevedibili al tempo in cui è sorta l'obbligazione; l'onere della prova è più impegnativo per l'attore nell'ipotesi di responsabilità aquiliana (ma secondo M. VENTORUZZO, *Responsabilità da direzione e coordinamento e vantaggi compensativi futuri*, cit., p. 363 ss. “*le differenze non devono essere enfatizzate. È infatti vero che in caso di responsabilità extracontrattuale, a differenza che in quella contrattuale, la prova del dolo o della colpa spetta all'attore. Tuttavia, anche ritenendo di essere nel campo dell'illecito contrattuale, nella materia che ci occupa ci troveremmo di fronte alla violazione di un dovere di correttezza assimilabile a un'obbligazione di mezzi, e quindi l'attore dovrebbe comunque provare, almeno per avere concrete possibilità di successo, la contrarietà della condotta del convenuto rispetto allo standard dell'art. 2497 c.c., che è qui misura dell'inadempimento*”); Cfr. M. VENTORUZZO, *Responsabilità da direzione e coordinamento e vantaggi compensativi futuri*, cit., p. 363 ss.; A. DACCÒ, *I gruppi di società*, cit., p. 685.

²⁶³ Cfr. *Relazione di accompagnamento alla riforma del diritto societario*, M. Vietti-F. Auletta-G. Lo Cascio-U. Tombari-A. Zoppini (a cura di), in *La riforma del diritto societario, Lavori preparatori. Testi e materiali*, Milano, 2006, p. 257 ss.

²⁶⁴ Cfr. M. VENTORUZZO, *Responsabilità da direzione e coordinamento e vantaggi compensativi futuri*, cit., p. 363 ss.

²⁶⁵ Si vedano, Trib. Prato, 8 novembre 2016, n. 1136, il quale espressamente afferma che “*si tratta di un forma di responsabilità extracontrattuale*”; App. Milano, 20 giugno 2012, n. 2183, in *Società*,

come aquiliana la natura della responsabilità *ex art. 2497*. Per converso, la tesi maggioritaria in dottrina (ma rappresentata anche in giurisprudenza) è quella della natura contrattuale di tale responsabilità, quantomeno nel caso di pregiudizio ai soci delle società eterodirette²⁶⁷. La ricostruzione della dottrina in chiave contrattuale discende primariamente dalla configurazione della responsabilità della capogruppo come una responsabilità per violazione di “obblighi giuridici preesistenti”²⁶⁸, nonché

2012, p. 1099; Trib. Palermo, 15 giugno 2011, in *Foro it.*, 2011, p. 3184 ss.; Trib. Pescara, 16 gennaio 2009, in *Società*, 2010; App. Milano, 17 luglio 2008, in *Fallimento*, 2009, p. 169 ss.; limitatamente all’azione dei creditori sociali, Trib. Napoli, 26 maggio 2008, in *Fallimento*, 2008, p. 1435 ss. (con nota di O. CAGNASSO, *La qualificazione della responsabilità per la violazione dei principi di corretta gestione nei confronti dei creditori della società eterodiretta*, nota a Trib. Napoli, 26 maggio 2008, in *Fall.*, 2008, secondo cui in particolare la “violazione del dovere di corretta gestione da parte della holding” non integra “responsabilità contrattuale con riguardo ai creditori dell’impresa eterodiretta [...]”. *Ciò che l’holder cagiona, determinando la lesione dell’integrità del patrimonio sociale è il pregiudizio della garanzia patrimoniale dei creditori sociali, che corrisponde alla nozione di danno ingiusto assunta dall’art. 2043 c.c.*”; Trib. Roma, 17 luglio 2007, in *Riv. dir. comm.*, 2008, II, pp. 216-217;

²⁶⁶ Cfr. F. GALGANO, *Direzione e coordinamento di società*, cit., p. 95 ss.; A. BADINI CONFALONIERI-R. VENTURA, *Commento all’art. 2497*, in G. Cottino-G. Bonfante-O. Cagnasso-P. Montalenti (a cura di), *Il nuovo diritto societario*, a cura di, III, Bologna, 2004, p. 2163; G. SBISÀ, Art. 2497, in *Direzione e coordinamento di società*, cit., p. 86 ss.

²⁶⁷ Cfr. in dottrina, *ex multis*, R. SACCHI, *Sulla responsabilità da direzione e coordinamento nella riforma delle società di capitali*, in *Giur. comm.*, 2003, I, p. 670; U. TOMBARI, *Diritto dei gruppi di imprese*, cit., p. 36 nt. 52; A. PAVONE LA ROSA, *Nuovi profili della disciplina dei gruppi societari*, in *Riv. Soc.*, 2003, p. 768 ss.; L. BENEDETTI, *La responsabilità “aggiuntiva” ex art. 2497, 2° co., c.c.*, Milano, 2012, p. 2 ss.; in giurisprudenza, Trib. Milano, 13 febbraio 2008, in *Corriere giuridico*, 2008, p. 986, ha sostenuto che “non è affatto scontato” che la responsabilità abbia natura extracontrattuale, “prevalendo, anzi, in dottrina la tesi della natura contrattuale della responsabilità introdotta dall’art. 2497 c.c.”; nonché Trib. Milano, 20 marzo 2014, in www.giurisprudenzadelleimprese.it. A favore della responsabilità extracontrattuale, invece, anzitutto *La Relazione di accompagnamento alla riforma del diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2003, p. 156; In dottrina, F. GALGANO, *Direzione e coordinamento di società*, cit., p. 95 ss.; G. SBISÀ, Art. 2497, in *Direzione e coordinamento di società*, cit., p. 86 ss.; nonché la prevalente giurisprudenza di merito: Trib. Napoli, 26 maggio 2008, in *Fall.*, 2008, p. 1435; Trib. Prato, 25 settembre 2012, in *Riv. dott. comm.*, 2013, p. 952; App. Milano, 20 giugno 2012, in *Società*, 2012, p. 1099.

²⁶⁸ U. TOMBARI, *Diritto dei gruppi di imprese*, cit., p. 36.

dalle difficoltà di considerare “ingiusto” il danno derivante ai creditori dal mero deterioramento della situazione patrimoniale del proprio creditore²⁶⁹.

Legittimati attivi nell’azione di responsabilità *ex art.* 2497 c.c. sono: il singolo socio della società eterodiretta, a prescindere dall’entità della partecipazione sociale detenuta²⁷⁰; ogni creditore della società eterodiretta. Per converso, la dottrina è divisa sulla configurazione di una legittimazione attiva in capo alla società “abusata”²⁷¹. Ai sensi dell’art. 2497, comma 1, legittimato passivo è la società o l’ente che ha esercitato illegittimamente l’attività di direzione e coordinamento. Con disposizione di interpretazione autentica, l’art. 19, comma 6, del decreto legge 1 luglio 2009, n. 78 (convertito nella legge 2 agosto 2009, n. 102) ha precisato che “*l’articolo 2497, primo comma, del codice civile, si interpreta nel senso che per enti si intendono i soggetti giuridici collettivi, diversi dallo Stato, che detengono la partecipazione sociale nell’ambito della propria attività imprenditoriale ovvero per finalità di*

²⁶⁹ Secondo M. VENTORUZZO, *Responsabilità da direzione e coordinamento e vantaggi compensativi futuri*, cit., p. 363 ss. la qualificazione in termini contrattuali è anche “*espressione di una più generale tendenza, per così dire, a una <contrattualizzazione> dei rapporti motivata anche dal desiderio di tutelare in modo più incisivo i soggetti che il legislatore intende proteggere, ritenendo che per questa via è possibile agevolare la prova dell’illecito*”

²⁷⁰ Cfr. U. TOMBARI, *Diritto dei gruppi di imprese*, cit., p. 43; R. SACCHI, *Sulla responsabilità da direzione e coordinamento nella riforma delle società di capitali*, cit., p. 666.

²⁷¹ L’opinione prevalente configura la legittimazione all’esercizio dell’azione risarcitoria anche in capo alla società controllata, sulla base della considerazione che il danno diretto subito dalla società abusata non può trovare minore tutela del danno indiretto patito da creditori e soci “esterni”. In dottrina V. PINTO, *La responsabilità degli amministratori per <danno diretto> agli azionisti*, in P. Abbadessa-G.B. Portale (diretto da), *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, Vol. 2, Torino, 2006, p. 938; G. SCOGNAMIGLIO, *Danno sociale e azione individuale nella disciplina della responsabilità da direzione e coordinamento*, in P. Abbadessa-G.B. Portale (diretto da), *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, Vol. 3, Torino, 2007, p. 964 ss.; F. GUERRERA, “*Compiti*” e responsabilità del socio di controllo, in *RDS*, 2009, p. 512 ss.; in giurisprudenza, Trib. Milano, 27 febbraio 2012, in *Giur. it.*, 2012, p. 2585; Trib. Milano, 20 dicembre 2013, in *Società*, 2014, p. 560. In senso contrario, P. ABBADESSA, *La responsabilità della società capogruppo verso la società abusata: spunti di riflessione*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, p. 280 ss.; R. PENNISI, *La legittimazione della società diretta all’azione di responsabilità per abuso di direzione e coordinamento*, in *Società, banche crisi di impresa*. Liber amicorum Pietro Abbadessa, Torino, 2014, p. 1631 ss.; in giurisprudenza Trib. Verona, 6 settembre 2011, in *Giur. comm.*, 2013, II, p. 508.

natura economica o finanziaria”. Pare dunque risolto in senso negativo il dubbio se la responsabilità di cui all’art. 2497 si estenda anche alla *holding* persona fisica²⁷².

²⁷² Cfr., *ex multis*, A. DACCÒ, *I gruppi di società*, cit., p. 680; U. TOMBARI, *Diritto dei gruppi di imprese*, cit., p. 44. A questa stregua, le persone fisiche sembrano poter incorrere in responsabilità solo quali coobbligati in solido ai sensi dell’art. 2497, comma 2, qualora abbiano preso parte all’abuso di direzione e coordinamento posto in essere da una società o da un ente, ovvero ne abbia tratto consapevolmente beneficio, in tal caso “nei limiti del vantaggio conseguito”, come ritengono, *ex multis*, G. LEMME, *op. cit.*, p. 29 “tra coloro che hanno preso parte al fatto lesivo può certamente rientrare anche la holding persona fisica, con l’effetto, dunque, di rimuovere una causa di perplessità sulla restrizione alle sole società ed enti, e dunque a soggetti collettivi, della responsabilità per abuso di direzione e coordinamento”; R. SACCHI, *Sulla responsabilità da direzione e coordinamento nella riforma delle società di capitali*, cit., p. 661; F. GALGANO, *Direzione e coordinamento di società*, cit., p. 118; App. Ancona, 5 marzo 2010, in *Giur. comm.*, 2011, II, p. 643. Tuttavia, rimane chi ritiene comunque possibile un’applicazione analogica della norma anche alla *holding* persona fisica. In questo senso, L. BENEDETTI, *La responsabilità “aggiuntiva” ex art. 2497*, cit., p. 242 ss., il quale peraltro ritiene impossibile configurare una responsabilità delle persone fisiche a titolo di concorso; A. VALZER, *Le responsabilità da direzione e coordinamento di società*, cit., p. 226; Trib. Verona, 11 ottobre 2012, in *Società*, 2013, p. 84, ove si è affermata l’applicabilità della disciplina di cui agli artt. 2497 e ss. anche nell’ipotesi in cui l’attività di direzione e coordinamento sia esercitata da una persona fisica o da una *holding* di fatto; F. GUERRERA, “*Compiti*” e *responsabilità del socio di controllo*, cit., p. 518 ss.; Trib. Roma, 19 dicembre 2012, in *Dir. fall.*, 2014, II, p. 515; Trib. Milano, 20 marzo 2014, in *Società*, 2014, p. 883. In aggiunta, è opportuna sottolineare che giurisprudenza consolidata ritiene che la *holding* persona fisica, qualora agisca in nome proprio, per il perseguimento di un risultato economico, ottenuto attraverso l’attività svolta, professionalmente, con l’organizzazione e il coordinamento dei fattori produttivi, relativi al proprio gruppo di imprese, costituisce un’impresa commerciale suscettibile di fallimento, per essere fonte di responsabilità diretta dell’imprenditore. Cfr. Trib. Vicenza, 23 novembre 2006, in *Il Fallimento*, n. 4/2007, p. 415; Trib. Napoli, 8 gennaio 2007, in *Il Fallimento*, n. 4/2007, p. 407; App. Milano, 17 luglio 2008, in *Fallimento*, 2009, 2, p. 169 ss.; Trib. Venezia, 12 ottobre 2012, in *Rivista di Diritto Bancario*, 2013. In dottrina si segnala A. PENITO, *La fallibilità dell’holder persona fisica*, in *Fallimento*, 2, 2009, p. 169 ss., il quale ha evidenziato la necessità di non confondere il piano della fallibilità con quello della responsabilità, chiarendo che anche “*l’aver individuato il fondamento giuridico della responsabilità civile dell’holder non autorizza automaticamente a sostenere la fallibilità del medesimo. A tal fine occorre che il coordinamento abusivo delle società etero dirette sia esercitato con professionalità, organizzazione ed economicità, perché solo in presenza di tali caratteristiche si è al cospetto di una vera e propria attività imprenditoriale*”.

Per converso si ritiene che tra i legittimati passivi vadano annoverati anche enti *no profit* ed enti pubblici²⁷³.

Ex art. 2497, comma 2, risponde, in solido con la capogruppo, “chi abbia comunque preso parte al fatto lesivo e, nei limiti del vantaggio conseguito, chi ne abbia consapevolmente tratto beneficio”. Grazie a tale previsione è possibile estendere la responsabilità da abuso di direzione e coordinamento a soggetti anche non appartenenti al gruppo e anche non necessariamente persone giuridiche²⁷⁴. Tra coloro che hanno preso parte al fatto lesivo potrebbero rientrare a titolo esemplificativo: amministratori e dirigenti della capogruppo; amministratori e dirigenti della controllata che abbiano pedissequamente seguito le direttive della capogruppo senza questionarne la liceità alla luce delle circostanze complessive; una *sub-holding* (anche persona fisica)²⁷⁵. Tra coloro che non hanno partecipato al fatto lesivo, ma ne hanno consapevolmente tratto beneficio si possono configurare: altre società del gruppo (le società c.d. sorelle); le banche, coinvolte nell’ambito di un’operazione finanziaria posta in essere da una eterodiretta su indicazione della capogruppo, che per esempio finanzino o comunque permettano con il proprio comportamento il prosieguo dell’attività dannosa per la controllata²⁷⁶.

Il comma 3 dell’art. 2497 stabilisce che: “*Il socio ed il creditore sociale possono agire contro la società o l’ente che esercita l’attività di direzione e coordinamento, solo se non sono stati soddisfatti dalla società soggetta alla attività di direzione e coordinamento*”. La previsione echeggia all’evidenza il dispositivo dell’art. 2394, comma 2, c.c., ma la dottrina è divisa in merito alla sua interpretazione. Un prima tesi, senza distinguere tra la posizione dei soci di minoranza e quella dei creditori sociali, attribuisce carattere sussidiario all’azione verso la holding e configura, quindi, l’escussione del patrimonio della controllata come condizione di procedibilità²⁷⁷. Una seconda tesi, maggioritaria, distingue invece tra i creditori esterni, per i quali vi è l’obbligo di escussione, e i soci di minoranza, per i quali la norma deve essere interpretata nel senso di impedire la duplicazione del

²⁷³ U. TOMBARI, *Diritto dei gruppi di imprese*, cit., p. 44; G. LEMME, *op. cit.*, p. 29.

²⁷⁴ A. DACCÒ, *I gruppi di società*, cit., p. 684.

²⁷⁵ G. LEMME, *op. cit.*, p. 29; A. DACCÒ, *I gruppi di società*, cit., p. 684.

²⁷⁶ G. LEMME, *op. cit.*, p. 30; A. DACCÒ, *I gruppi di società*, cit., p. 684.

²⁷⁷ G. LEMME, *op. cit.*, p. 34.

risarcimento: il socio che abbia ottenuto il ristoro del danno subito dalla società eterodiretta, non può conseguirlo una seconda volta dalla capogruppo e viceversa²⁷⁸. Anche la giurisprudenza di merito ha escluso la necessità della preventiva escussione del patrimonio della controllata da parte del socio di minoranza²⁷⁹.

Il quarto comma dell'art. 2497 prevede che nel caso di fallimento, liquidazione coatta amministrativa e amministrazione straordinaria della società eterodiretta danneggiata, l'azione spettante ai creditori di questa (ma non quella dei soci) è esercitata dal curatore o dal commissario liquidatore o dal commissario straordinario²⁸⁰.

2.3.2. *Segue. Elementi costitutivi dell'azione*

Affinché si possa configurare una responsabilità della capogruppo che ha posto in essere un'attività di direzione e coordinamento, in primo luogo è necessario che la capogruppo abbia agito nell'interesse imprenditoriale proprio o altrui. L'interesse imprenditoriale proprio si ritiene debba essere un interesse della capogruppo confliggente non solo con quello della singola controllata, ma del gruppo nel suo

²⁷⁸ G. SCOGNAMIGLIO, *Danno sociale e azione individuale nella disciplina della responsabilità da direzione e coordinamento*, cit., p. 961 ss.; U. TOMBARI, *Diritto dei gruppi di imprese*, cit., p. 50.

²⁷⁹ Trib. Milano, 27 febbraio 2012, in *Giur. it.*, 2012, p. 2585, con nota di O. CAGNASSO.

²⁸⁰ La disposizione sancisce un principio simile a quello di cui all'art. 146 l. fall. e all'art. 2394-bis c.c., ma a differenza di quest'ultimo consente all'organo concorsuale di esercitare solo le azioni spettanti ai creditori e non anche quelle dei soci. La prima conseguenza è che l'organo concorsuale può chiedere solo il risarcimento del danno relativo al patrimonio della controllata e non quello relativo al valore e alla redditività della partecipazione. Inoltre, dinanzi a questa lacuna normativa, la dottrina prevalente ritiene che in caso di assoggettamento alla procedura concorsuale della società eterodiretta, i soci di quest'ultima mantengono il diritto ad agire verso la capogruppo. Cfr. G. LEMME, *op. cit.*, p. 35; U. TOMBARI, *Diritto dei gruppi di imprese*, cit., p. 52 anche se precisa che "il punto merita probabilmente ulteriori approfondimenti".

insieme²⁸¹. Per interesse imprenditoriale altrui si intende invece l'interesse di un soggetto diverso dalla capogruppo e dal gruppo nel suo insieme²⁸².

In secondo luogo, è necessario che la capogruppo abbia agito in violazione dei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale. Sotto questo profilo si ritiene che la eterodiretta sia gestita in modo contrario a tali principi quando “*la sua conduzione complessiva le preclude la possibilità di operare come autonomo <centro di profitto> sia pure nel contesto dato*” dell'appartenenza al gruppo²⁸³.

In terzo luogo, il danno deve consistere in un “*pregiudizio arrecato alla redditività ed al valore della partecipazione sociale*” per i soci e in una “*lesione cagionata all'integrità del patrimonio della società*” per i creditori. Per quanto attiene al danno per i soci, si ritiene che la tutela di cui all'art. 2497 possa essere invocata ogniqualvolta il socio della eterodiretta sia pregiudicato nelle ragioni del proprio investimento²⁸⁴. Secondo l'orientamento prevalente, inoltre, il pregiudizio rilevante non sarebbe altro che una conseguenza del minor valore del patrimonio della società eterodiretta: si tratta, quindi, di un danno indiretto per il socio, costituendo solo il

²⁸¹ G. LEMME, *op. cit.*, p. 35.

²⁸² Per esempio, sulla base di questa interpretazione, si può affermare la responsabilità per abuso della direzione e coordinamento della *subholding*, che nell'emanare direttive alle società eterodirette aderisce all'interesse egoistico e atomistico della *holding* “di primo livello”. Cfr G. LEMME, *op. cit.*, p. 29.

²⁸³ Cfr. U. TOMBARI, *Diritto dei gruppi di imprese*, cit., p. 39; C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, Padova, 2006, p. 204; F. GALGANO, *Direzione e coordinamento di società*, cit., p. 106 ss. In dottrina si è lamentato che da un lato il richiamo a principi così generali rende non immediato l'accertamento della loro violazione da parte dell'autorità giudiziaria, dall'altro rischia di suggerire una valutazione del giudice estesa al merito delle scelte imprenditoriali assunte nei gruppi, in contrasto con lo standard della *business judgement rule*. Cfr. A. DACCÒ, *I gruppi di società*, cit., p. 682. R. RORDORF, *I gruppi nella recente riforma del diritto societario*, cit., p. 542 evidenzia come vi sia un confine pericolosamente labile tra la regola giuridica e la *business judgement rule*. R. SACCHI, *Sulla responsabilità da direzione e coordinamento nella riforma delle società di capitali*, cit., p. 663 replica a tale rilievo sostenendo che non sia irragionevole ipotizzare che la *business judgement rule* non operi in presenza di rapporti intragruppo, alla luce del maggior rischio di comportamenti opportunistici nell'ambito di tale contesto.

²⁸⁴ U. TOMBARI, *Diritto dei gruppi di imprese*, cit., p. 39; C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, cit., p. 2014; F. CHIAPPETTA, *Il gruppo societario*, cit., pp. 236-237.

riflesso del danno subito direttamente dalla società²⁸⁵. Con riguardo ai creditori sociali, l'interrogativo non si pone, poiché è la stessa norma a riconoscere che il pregiudizio rilevante consiste nella lesione cagionata all'integrità del patrimonio²⁸⁶. Infine, il legislatore, coerentemente alla prospettiva funzionale prescelta e al riferimento alla dimensione dell'attività piuttosto che ai singoli atti, ha escluso la responsabilità della capogruppo "quando il danno risulta mancante alla luce del risultato complessivo dell'attività di direzione e coordinamento ovvero integralmente eliminato anche a seguito di operazioni a ciò dirette". Ciò significa in primo luogo che la responsabilità da direzione e coordinamento non va valutata sulla base di uno o più atti pregiudizievoli specificamente determinati e neppure operando una "ragionieristica" compensazione tra operazioni attive e passive, bensì considerando globalmente l'attività da direzione e coordinamento²⁸⁷ e tenendo conto dei possibili vantaggi che una società può trarre dall'appartenenza al gruppo ovvero da altre operazioni idonee a compensare il pregiudizio precedentemente subito (c.d. "teoria dei vantaggi compensativi"²⁸⁸)²⁸⁹. Si è posta la questione se la formula di cui all'art.

²⁸⁵ A. DACCÒ, *I gruppi di società*, cit., p. 680; G. GUIZZI, *Eterodirezione dell'attività sociale e responsabilità per "mala gestio" nel nuovo diritto dei gruppi*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, p. 448; E. LA MARCA, *Il danno alla partecipazione azionaria*, Milano, 2012, p. 382 ss.; in *Giurisprudenza Trib. Milano*, 17 giugno 2011, in *Società*, 2012, p. 258 ss.; *Trib. Palermo*, 15 giugno 2011, in *Foro it.*, 2011, p. 3184 ss.

²⁸⁶ A. DACCÒ, *I gruppi di società*, cit., p. 680; secondo B. LIBONATI, *Diritto commerciale. Impresa e società*, Milano, 2005, p. 429, il danno ai creditori è preso in considerazione "secondo gli schemi tradizionali, avendo attenzione non (soltanto) al possibile mancato profitto per la società coordinata ma alle carenze patrimoniali che ne seguono quanto alle capacità della coordinata di rispettare le sue obbligazioni".

²⁸⁷ F. CHIAPPETTA, *Il gruppo societario*, cit., p. 238.

²⁸⁸ La prima, embrionale, teorizzazione dei "vantaggi compensativi" si deve a Mignoli (A. MIGNOLI, *Interesse di gruppo e società a sovranità limitata*, cit., p. 729 ss.). A questa si sono poi affiancate, all'inizio del decennio successivo, alcune pronunce in cui si adombra la possibilità che nell'ambito del gruppo la valutazione del pregiudizio subito dalla controllata nell'interesse del gruppo avvenga tenendo in considerazione anche i benefici che la società trae dall'appartenenza al gruppo stesso (cfr. S. GILOTTA, *Interesse sociale, interesse di gruppo e interesse collettivo nella regola sulla responsabilità per abuso di direzione unitaria*, in *Giur. Comm.*, fasc.1, 2014, p. 176 ss.). A metà degli anni 90 la teoria dei vantaggi compensativi trova infine compiuta elaborazione teorico-concettuale in Montalenti (P. MONTALENTI, *Conflitto di interesse nei gruppi e teoria dei vantaggi compensativi*, in

2497, comma 1, ultima parte sia o meno equivalente nel suo significato sostanziale a quella più estensiva utilizzata nell'art. 2634, comma 3, c.c. in relazione al reato di infedeltà patrimoniale²⁹⁰. In altri termini, si tratta di stabilire se i “vantaggi compensativi” rilevino nello stesso modo in ambito civilistico e penalistico²⁹¹. In particolare, si indaga sulla dimensione temporale dei vantaggi compensativi che escludono la responsabilità da direzione e coordinamento ai sensi dell'art. 2497 c.c., interrogandosi se essi rilevino solo qualora si siano già pienamente manifestati al momento del giudizio, ovvero se si possano tenere in considerazione anche vantaggi fondatamente prevedibili, ma non ancora realizzati²⁹². Si contrappongono una interpretazione più rigida dei vantaggi compensativi, che dà rilievo solamente ai vantaggi già realizzati mentre non tiene conto dei vantaggi incerti o comunque non quantificabili²⁹³, e una interpretazione più flessibile, secondo la quale il vantaggio compensativo non deve essere “effettivo”, ma può essere anche solo “ragionevolmente prevedibile” e può realizzarsi su piani economici e in tempi diversi rispetto all'operazione, anche secondo un parametro non rigidamente proporzionale e

Giur. comm., 1995, I, p. 710 ss.). G. LEMME, *op. cit.*, p. 37 spiega come la “teoria dei vantaggi compensativi” sia stata “così battezzata” da Montalenti.

²⁸⁹ A. DACCÒ, *I gruppi di società*, cit., p. 682.

²⁹⁰ In particolare, l'art. 2634, comma 3, c.c. (come modificato dal d.lgs. 11 aprile 2002, n. 61) recita “in ogni caso non è ingiusto il profitto della società collegata o del gruppo, se compensato da vantaggi, conseguiti o fondatamente prevedibili, derivanti dal collegamento o dall'appartenenza al gruppo”.

²⁹¹ U. TOMBARI, *Diritto dei gruppi di imprese*, cit., p. 42.

²⁹² M. VENTORUZZO, *Responsabilità da direzione e coordinamento e vantaggi compensativi futuri*, cit., p. 363 ss.

²⁹³ A sostegno dell'interpretazione più rigida: F. DENOZZA, *Rules vs. Standards nella disciplina dei gruppi: l'inefficienza delle compensazioni “virtuali”*, in *Giur. comm.*, 2000, p. 330; R. SACCHI, *Sulla responsabilità da direzione e coordinamento nella riforma delle società di capitali*, cit., p. 663 ss.; G. SCOGNAMIGLIO, “*Clausole generali*”, *principi di diritto e gruppi di società*, in *Riv. dir. priv.*, 2011, 540 ss.; R. RORDORF, *I gruppi nella recente riforma del diritto societario*, cit., p. 543; P. G. JAEGER, *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)*, cit., p. 811; G. SBISÀ, Art. 2497, in *Direzione e coordinamento di società*, cit., p. 63, nt. 182, laddove considera non persuasiva la possibilità che il giudice debba operare una valutazione prognostica tra pregiudizi attuali e vantaggi futuri.

non necessariamente quantitativo²⁹⁴. La giurisprudenza, confermando e rafforzando la propria posizione di apertura rispetto al fenomeno del gruppo, sembra accogliere una visione elastica della teoria dei vantaggi compensativi²⁹⁵, ma non è univoca in tal senso²⁹⁶. In ogni caso la questione, di grande importanza sistematica e pratica, non si

²⁹⁴ P. MONTALENTI, *Conflitto di interesse nei gruppi e teoria dei vantaggi compensativi*, cit., p. 1627 ss.; P. FERRO-LUZZI, *Riflessioni sul gruppo (non creditizio)*, in *Riv. dir. comm.*, 2001, I, p. 24 ss.; C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, cit., p. 197; S. GIOVANNINI, *La responsabilità per attività di direzione e coordinamento nei gruppi di società*, Milano, 2007, p. 155 ss.; P. DAL SOGLIO, *Art. 2497*, in A. Maffei Alberti (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, Padova, 2005, p. 2352; e da ultimo, M. VENTORUZZO, *Responsabilità da direzione e coordinamento e vantaggi compensativi futuri*, cit., p. 363 ss.: “mi pare preferibile ritenere che vantaggi futuri fondatamente prevedibili possano esimere dalla responsabilità per direzione e coordinamento o, più precisamente, rinviare il momento rilevante per la determinazione di un'eventuale obbligo di risarcimento”. In giurisprudenza, si v. tra le altre Cass., 5 dicembre 1998, n. 12325, in *Giur. it.*, 1999, p. 2317 ss., con nota di P. MONTALENTI, *Operazioni infragruppo e vantaggi compensativi: l'evoluzione giurisprudenziale*, in *Giur.it*, 1999; Cass. 24 agosto 2004, n. 16707, in *Banca borsa tit. cred.*, 2005, II, p. 373 ss., con nota di V. CARIELLO, *La compensazione dei danni con i benefici da attività di direzione e coordinamento*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005; Cass., 15 aprile 2008, n. 9905, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, II, con nota di M. MIOLA, *Atti estranei all'oggetto sociale ed autorizzazioni e ratifiche assembleari dal vecchio al nuovo diritto societario*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009. Nella giurisprudenza di merito si v. Trib. Roma, 5 febbraio 2008, in *Società*, 2009, p. 491 ss.; Trib. Milano, 23 aprile 2008, in *Società*, 2009, 78 ss.

²⁹⁵ S. GILOTTA, *Interesse sociale, interesse di gruppo e interesse collettivo nella regola sulla responsabilità per abuso di direzione unitaria*, cit., p. 176 ss. Cass., 11 dicembre 2006, n. 26325, in *Giur. Comm.*, 2008, II, p. 811 ss.: “è doveroso tener conto che la conduzione di un'impresa di regola non si estrinseca nel compimento di singole operazioni, ciascuna distaccata dalla precedente, bensì nella realizzazione di strategie economiche destinate spesso a prender forma e ad assumere significato nel tempo attraverso una molteplicità di atti e di comportamenti. Sicché è perfettamente logico che anche la valutazione di quel che potenzialmente giova, o invece pregiudica, l'interesse della società non possa prescindere da una visione generale in cui si abbia riguardo non soltanto all'effetto patrimoniale immediatamente negativo di un determinato atto di gestione, ma altresì agli eventuali riflessi positivi che ne siano eventualmente derivati in conseguenza della partecipazione della singola società ai vantaggi che quell'atto abbia arrecato al gruppo di appartenenza”.

²⁹⁶ Infatti, in alcune pronunce, anche recenti, sembra assumere un atteggiamento più rigoroso. Cfr. T. VENTRELLA, *L'azione di responsabilità da direzione e coordinamento di società*, in *Giur. Comm.*, fasc. 3, 2016, p. 297 ss., nt. 2: “Cass., 13 febbraio 2015, n. 2952, in *Giust. civ. mass. 2015*, in cui la Corte ha ritenuto che non fossero stati dimostrati i vantaggi compensativi idonei ad elidere il danno

ritiene ancora compiutamente risolta e il dibattito dottrinale e giurisprudenziale mostra che entrambe le posizioni “*possono essere supportate da validi argomenti, e che nessuna delle due è immune da critiche anche con riferimento alle loro conseguenze applicative*”²⁹⁷.

2.3.3. Art. 2497 nelle OPC intragruppo

Con riguardo alle operazioni intragruppo è stata posta la questione del coordinamento dell’azione di responsabilità di cui all’art. 2497 con la disciplina di cui all’art. 2391-*bis* nelle situazioni in cui le disposizioni siano (almeno astrattamente) entrambe applicabili. Si possono distinguere quattro scenari.

In primo luogo occorre comprendere se il rispetto della disciplina delle operazioni con parti correlate escluda la responsabilità *ex art. 2497 c.c.* In particolare ci si è chiesti se dall’adozione di regole dirette ad assicurare la “correttezza sostanziale e procedurale” dell’operazione ai sensi dell’art. 2391-*bis* si possa far discendere la mancata “violazione dei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale delle società” eterodirette, presupposto dell’azione di cui all’art. 2497. La questione è stata considerata di scarsa rilevanza pratica, poiché risulta difficile immaginare dei casi in concreto in cui un’operazione possa essere definita corretta *ex art. 2391-bis*, ma violi al contempo i principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale²⁹⁸.

della controllata (nel caso di specie, vendita di immobili e incasso di crediti della società per pagare i debiti di altre società del gruppo) in quanto il ricorrente avrebbe dovuto dimostrare l'effettiva estinzione dei debiti della controllata, mediante denaro ricavato dalla liquidazione di attività appartenenti ad altre società del gruppo; sempre in termini rigorosi, Cass., Sez. I, 12 giugno 2014, n. 13378, in Società, 2015, 324, in cui la Corte ha affermato che l'eventuale conferma del <collegamento di un mutuo al progetto imprenditoriale di costruzione di un complesso immobiliare alberghiero>, cui avrebbero dovuto partecipare sia la controllata sia la sua controllante, non elidrebbe la responsabilità dell'amministratore della prima — datrice di ipoteca in favore di un'altra controllata del gruppo, a garanzia del rimborso del mutuo — nel trasferire la provvista ottenuta alla società controllante senza richiedere, a sua volta, alcuna adeguata garanzia per la restituzione”.

²⁹⁷ M. VENTORUZZO, *Responsabilità da direzione e coordinamento e vantaggi compensativi futuri*, cit., p. 363 ss.

²⁹⁸ M. VENTORUZZO, *Commento sub art. 2391-bis*, cit., p. 543.

In secondo luogo, è invece pacifico che una violazione dell'art. 2391-*bis* non necessariamente si traduca in una responsabilità *ex art.* 2497, poiché per la sua integrazione sono necessarie ulteriori condizioni, come si dirà *infra*.

In terzo luogo, un'operazione contrastante con i principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale difficilmente potrebbe considerarsi corretta secondo la disciplina sulle operazioni con parti correlate.

Infine, un'operazione realizzata in concordanza con i principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale delle società eterodirette non è necessariamente corretta nel senso richiesto dalla disciplina in materia di operazioni con parti correlate. Un esempio (di scarsa rilevanza nella prassi) è dato dall'operazione che pregiudica la capogruppo a vantaggio di una eterodiretta: si tratta di un'operazione non sanzionabile *ex art.* 2497, ma potenzialmente contraria all'art. 2391-*bis*²⁹⁹.

Declinando gli elementi costitutivi dell'azione di cui all'art. 2497 alla luce delle operazioni intragruppo, si ricava primariamente che lo scorretto esercizio della direzione e coordinamento manifestatosi attraverso operazioni con parti correlate pregiudizievoli per la società eterodiretta fa sorgere la legittimazione ad agire contro la capogruppo in capo ai creditori sociali della eterodiretta (nel caso di pregiudizio all'integrità della garanzia patrimoniale) e soprattutto dei suoi soci individualmente considerati (di fatto solo quelli esterni). Tale legittimazione è fondamentale nelle operazioni intragruppo in cui – come in tutte le operazioni con parti correlate in cui il beneficio illegittimo non venga conseguito unicamente da un amministratore privo di partecipazioni sociali e non espressione del gruppo di comando – il pregiudizio opera selettivamente a danno solo di alcuni soci (quelli esterni). L'azione di cui all'art. 2497, quindi, è espressione della natura eminentemente strumentale della soggettività societaria. Questo carattere strumentale consente di “*abbandonare nella società diretta e coordinata la prospettiva formale dell'interesse comune a tutti i soci – che il riconoscimento dell'autonoma soggettività vale appunto a garantire – e per tale via permette di dare ingresso, seppure con il limite rappresentato dalla necessità di conservare il patrimonio sociale come garanzia sufficiente a soddisfare l'intero ceto creditorio, anche a forme di utilizzo strumentale delle sue risorse economiche al fine*”

²⁹⁹ *Ibidem*.

*di neutralizzare il pregiudizio sofferto dai soci esterni o da singoli creditori*³⁰⁰. Da questo angolo visuale l'azione di responsabilità di cui all'art. 2497 risulta congegnata in modo efficiente per le operazioni con parti correlate, risolvendo alcune criticità evidenziate nell'azione *ex art. 2393-bis* che dovrebbe costituire il principale rimedio per i soci di minoranza pregiudicati da simili operazioni al di fuori del contesto di gruppo.

Dalla teoria dei vantaggi compensativi di cui all'art. 2497 c.c. discende che la valutazione dell'illiceità della condotta della capogruppo non può essere condotta considerando ciascuna operazione con parte correlata, ma è necessario riferirsi all'attività di direzione e coordinamento nel suo complesso. I soci esterni avranno diritto alla tutela risarcitoria di cui all'art. 2497 non semplicemente perché vi sono state delle operazioni intragruppo pregiudizievoli, ma perché dalla partecipazione al gruppo non sono derivate conseguenze economiche idonee a compensare tali effetti negativi³⁰¹. Peraltro, proprio la disciplina in materia di operazioni con parti correlate, e in particolare (come si è visto) l'art. 14, comma 1, del Regolamento Consob, suggerisce di accogliere una nozione più elastica di vantaggi compensativi, a discapito delle tesi di maggior rigore che esigono *ab origine* compensazioni effettive³⁰².

Nelle operazioni intragruppo assume particolare rilievo anche l'art. 2497, comma 2, il quale, secondo la ricostruzione elaborata dalla dottrina, accompagna all'azione

³⁰⁰ G. GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, cit., p. 173, nt. 34. Peraltro l'A. ritiene che dal novero dei legittimati attivi debba essere esclusa la società eterodiretta, motivando tale esclusione proprio alla luce della logica della allocazione selettiva del danno. Secondo l'A., infatti, la legittimazione ad agire della eterodiretta avrebbe senso solo se il danno per cui si chiede il risarcimento si atteggiasse come danno comune a tutti i soci, ma nelle ipotesi di scorretto esercizio della direzione e coordinamento il pregiudizio opererebbe sempre selettivamente, pertanto coerentemente la legittimazione collettiva dovrebbe essere esclusa a vantaggio della legittimazione individuale dei soli soci danneggiati. Tuttavia, si evidenzia come la legittimazione ad agire della eterodiretta danneggiata sia riconosciuta non solo da parte della dottrina, ma anche dalla giurisprudenza sinora pronunciatasi sul punto. Cfr. in particolare Trib. Palermo, 15 giugno 2011, in *Foro it.*, 2011, p. 3189; nonché Trib. Milano, 20 dicembre 2013 (ord.), in www.giurisprudenzadelleimprese.it.

³⁰¹ G. GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, cit., pp. 166-167.

³⁰² A. MAZZONI, *op. cit.*, p. 210.

esperibile direttamente nei confronti della capogruppo in base al primo comma una responsabilità di tipo extracontrattuale dei soggetti che variamente abbiano concorso con la capogruppo al fatto lesivo.

Tra coloro che possono concorrere nella responsabilità *ex art. 2497* per la partecipazione al fatto lesivo rientrano anzitutto gli amministratori della capogruppo. È opportuno però evidenziare che la loro non è una responsabilità *in re ipsa* per il solo fatto che la società che amministrano esercita l'attività di direzione e coordinamento. Il socio o il creditore che vogliano far valere la propria pretesa risarcitoria dovranno pertanto individuare e allegare non solo le concrete direttive dannose, adottate in violazione di principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale, impartite dagli amministratori della *holding*, ma anche il concreto contributo causale che ciascuno di essi ha dato alla loro adozione, conformemente ai principi generali che regolano la responsabilità civile di natura gestoria³⁰³.

Tra i possibili legittimati passivi si ritiene rientrino anche gli amministratori della società eterodiretta. Contrari a tale tesi sono gli interpreti secondo cui gli amministratori della controllata, essendo in una situazione di mera soggezione rispetto al potere di direzione e coordinamento, non potrebbero essere chiamati a rispondere dei danni derivanti dalla conformazione alle direttive impartite, anche se dannose, poiché sarebbero obbligati a darvi esecuzione³⁰⁴. Tuttavia, una simile soluzione non sembra condivisibile, poiché non solo la società eterodiretta mantiene una sua autonoma organizzazione, ma non si disapplica neppure il principio di cui all'art. 2380-*bis* che vuole la competenza della gestione devoluta in via esclusiva agli amministratori³⁰⁵. Di conseguenza, gli amministratori della eterodiretta conservano non solo il potere di apprezzare in modo libero e intelligente le direttive ricevute, ma

³⁰³ G. GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, cit., pp. 166-167.

³⁰⁴ Così M. ROSSI, *Responsabilità e organizzazione dell'esercizio dell'impresa di gruppo*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, p. 649; G. SCOGNAMIGLIO, *Poteri e doveri degli amministratori nei gruppi di società dopo la riforma del 2003*, cit., p. 200.

³⁰⁵ G. GUIZZI, *Riflessioni intorno all'art. 2380-bis c.c.*, in *Liber amicorum Abbadessa*, in M. Campobasso, V. Cariello, V. Di Cataldo, F. Guerrera, A. Sciarrone Alibrandi (diretto da), Vol. 2, Utet, Torino, 2014, p. 1051 spiega come il principio che vuole la competenza della gestione devoluta in via esclusiva agli amministratori non si disapplichino nelle s.p.a. di gruppo, ma trovi solo una differente "declinazione".

anche il dovere di non darvi esecuzione qualora siano manifestazione di uno scorretto esercizio dell'attività di direzione e coordinamento³⁰⁶. Tale interpretazione assume particolare importanza nel contesto delle operazioni con parti correlate, poiché consente di individuare tra i legittimati passivi dell'azione di minoranza anche il Comitato Parti Correlate, qualora non abbia evidenziato preventivamente il rapporto di correlazione come ipotesi ostativa al compimento dell'operazione, nonostante fosse a conoscenza della abusiva attività di direzione e coordinamento³⁰⁷. D'altra parte, si ritiene che nell'ipotesi di operazioni intragruppo espressione di uno scorretto esercizio del potere di direzione e coordinamento la legittimazione passiva degli amministratori della eterodiretta *ex art. 2497* assorba, rendendola inapplicabile, l'azione sociale di responsabilità *ex art. 2392*. Come detto, l'azione sociale di responsabilità ha ragione di essere esperita solo in presenza di un danno comune a tutti gli azionisti, mentre in simile operazioni si è visto come il pregiudizio sia allocato solo su alcuni soci. Nell'ambito delle società eterodirette, quindi, il rimedio dell'azione sociale di responsabilità dovrebbe trovare applicazione solo quando l'agire dannoso degli amministratori della controllata non avvenga nel contesto di uno scorretto esercizio dell'attività di direzione, ma sia ascrivibile a un errore gestionale intervenuto nell'ambito della loro limitata sfera di discrezionalità, ovvero a un errore di esecuzione di una direttiva lecita³⁰⁸.

2.4. Interpretazione estensiva dell'art. 2497 anche alle OPC non intragruppo

³⁰⁶ G. GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, cit., p. 180.

³⁰⁷ N. MICIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, cit., p. 253. L'A. rileva come tale ipotesi si sia realizzata nel caso deciso da Trib. Parma, 29 marzo 2013 (decr.), in *Giur. comm.*, 2014, II, pp. 95 ss., in cui "la denuncia per gravi irregolarità *ex art. 2409 c.c.* si fondava sul <sospetto> che l'operazione di acquisizione di azioni di società appartenenti al Gruppo fosse stata condizionata dalle direttive impartite dalla società capogruppo a danno della società controllata Parmalat. In tal caso il Tribunale di Parma evidenziava come situazioni di conflitto di interessi interni al consiglio di amministrazione ed al Comitato Parti Correlate abbiano contribuito a celare l'abusiva attività di direzione e coordinamento della capogruppo".

³⁰⁸ G. GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, cit., p. 182.

È emerso che l'azione di responsabilità di cui all'art. 2393 c.c. è idonea a regolare i casi in cui il danno è subito da tutti i soci, mentre costituisce uno strumento subottimale quando il pregiudizio è allocato selettivamente: la parte correlata, se da un lato risente del danno come socio, dall'altro può neutralizzare il pregiudizio subito attraverso il vantaggio individualmente ottenuto dall'operazione³⁰⁹. In simili casi una tutela risarcitoria realizzata mediante un'attribuzione collettiva condurrebbe al risultato paradossale di chiamare gli amministratori a risarcire il danno, arricchendolo, anche al socio correlato che ha tratto vantaggio dall'operazione³¹⁰. Il problema è che, se è vero che nella fattispecie disciplinata dall'art. 2391-*bis* sono sussumibili operazioni tra loro assai diverse, in pochi casi l'operazione con parte correlata determina un danno in capo a tutti i soci, mentre la maggior parte delle volte la parte correlata è il socio di controllo e il danno è selettivamente allocato in capo ai soci di minoranza. Per converso, come si è visto *supra*, l'azione di responsabilità esercitabile nell'ambito delle società soggette a direzione e coordinamento di cui all'art. 2497 c.c., è congegnata proprio per fattispecie in cui gli effetti pregiudizievoli non si producono in modo omogeneo. Alla luce di tali considerazioni, recente dottrina ha avanzato la proposta di applicare l'art. 2497 nell'ambito delle operazioni in cui la parte correlata si identifichi con un socio, ma non ricorrano gli estremi per ravvisare l'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento (ad esempio perché si tratta di un socio di controllo persona fisica, ovvero di un socio che esercita solo un'influenza notevole, o ancora perché si tratta di una società qualificabile unicamente come collegata)³¹¹. In particolare, la soluzione non attribuisce la legittimazione ad agire collettivamente a tutti i soci e non

³⁰⁹ G. GUIZZI, *Interessi degli amministratori e operazioni con parti correlate*, cit., p. 206.

³¹⁰ G. GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, cit., p. 197.

³¹¹ Si tratta di A. MAZZONI, *op. cit.*, p. 211, secondo cui la disposizione di cui all'art. 2497 "non soltanto è applicabile direttamente a trasferimenti infragruppo impropri realizzati con operazioni tra parti correlate: essa, a mio avviso, è anche applicabile analogicamente ad ogni ipotesi – anche in contesti diversi da quello di gruppo – in cui un'operazione con parti correlate determini una attribuzione patrimoniale abusiva a favore di un soggetto, scelto come ricettacolo del vantaggio improprio perseguito con il self-dealing"; nonché di G. GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, cit., p. 197 ss; ID., *Interessi degli amministratori e operazioni con parti correlate*, cit., p. 206 ss.

prevede l'esercizio dell'azione per il tramite della società con conseguente ristoro del patrimonio sociale. Viceversa, si riconosce la legittimazione all'esperimento dell'azione individualmente ai soli soci non correlati per il risarcimento di un danno con attribuzione diretta nel loro patrimonio³¹². Dall'accoglimento di tale tesi vengono tratte ulteriori implicazioni relative alla legittimazione ad esperire l'azione risarcitoria nei casi in cui l'operazione con parte correlata sia stata compiuta a seguito di un'autorizzazione assembleare adottata attraverso il meccanismo del *whitewash*. È stato sostenuto, infatti, che il voto favorevole espresso dalla maggioranza dei soci non correlati potrebbe avere ricadute sulla legittimazione dei soci che abbiano votato favorevolmente³¹³: il voto favorevole espresso dalla maggioranza dei soci non correlati non avrebbe valore unicamente organizzativo (come elemento di efficacia della delibera assembleare), ma assumerebbe anche un rilievo individuale, poiché il voto favorevole del singolo socio non correlato varrebbe come rinuncia a far valere l'azione³¹⁴. A tal riguardo è importante ricordare come il Regolamento Consob abbia chiarito che il meccanismo del *whitewash* opera come un'autorizzazione assembleare ai sensi dell'art. 2364 n. 5. Di conseguenza, rimane ferma la responsabilità degli amministratori anche con il voto favorevole dei soci non correlati e una azione da parte di questi ultimi, per quanto appaia improbabile, non può essere radicalmente esclusa.

La principale critica che è stata avanzata rispetto all'interpretazione estensiva dell'art. 2497³¹⁵ è costituita dal fatto che il riconoscimento al socio di società

³¹² G. GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, cit., p. 198; ID., *Interessi degli amministratori e operazioni con parti correlate*, cit., p. 207.

³¹³ G. GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, cit., p. 202; ID., *Interessi degli amministratori e operazioni con parti correlate*, cit., p. 207.

³¹⁴ G. GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, cit., p. 203; sostiene la tesi secondo cui il voto favorevole reso dal socio in assemblea possa assumere il valore di rinuncia a far valere l'azione individuale A. TINA, *L'esonero di responsabilità degli amministratori di s.p.a.*, Milano, 2008, p. 317 ss., ma solo nell'ipotesi di approvazione *ex lege* dell'assemblea e non nei casi di autorizzazione di cui all'art. 2364, n. 5 c.c.

³¹⁵ Tra questi in particolare V. PINTO, *La responsabilità degli amministratori per <danno diretto> agli azionisti*, cit., p. 935. Viceversa per un'interpretazione estensiva della disposizione, si veda F. GUERRERA, *La responsabilità <deliberativa> nelle società di capitali*, Giappichelli, Torino, 2004, p. 310 ss.; ma anche C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, cit., p. 440 che propone

“indipendente” di conseguire in via diretta il risarcimento del danno derivante dalla perdita di valore della partecipazione sociale rischierebbe di eludere il principio vincolistico del patrimonio sociale in cui si riassume la disciplina del patrimonio netto e che esprime la necessità di evitare una illegittima distribuzione di utili o una indebita restituzione del conferimento ai soci³¹⁶. Tale principio è quello che sta alla base dell’art. 2395: la scelta del legislatore di impedire al socio di agire per il c.d. danno “riflesso” risponde “*al fine di mantenere vincolate all’esercizio dell’attività, cioè all’interno dell’operazione societaria, le risorse ad essa sottratte in conseguenza dell’atto illecito e nel presupposto della sua episodicità*”³¹⁷. A tale critica viene ribattuto che al timore di un possibile sovvertimento delle regole di destinazione patrimoniale non si dovrebbe rispondere con una lettura restrittiva dell’art. 2497 c.c., bensì individuando dei correttivi in grado di evitare eventuali effetti distorsivi³¹⁸. Il principale correttivo viene identificato, sulla falsariga della previsione di cui all’art. 2495 in materia di liquidazione, con il riconoscimento ai

una valorizzazione della regola di cui all’art. 2497 quando utilizza il parametro della correttezza imprenditoriale, ritenendo che “*pur espressamente richiamato in uno specifico contesto, certamente ben si presta ad assumere portata generale*”; nonché R. SACCHI, *Tutela reale e tutela obbligatoria della minoranza*, in P. Abbadessa-G.B. Portale (diretto da), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, vol. 2, Torino, 2006, p. 155 secondo cui la valenza sistematica dell’art. 2497 renderebbe difficile “*limitare la tutela obbligatoria dell’interesse alla redditività ed al valore della partecipazione sociale al solo caso di esercizio dell’attività di direzione e coordinamento*”.

³¹⁶ Cfr. anzitutto V. PINTO, *La responsabilità degli amministratori per <danno diretto> agli azionisti*, cit.; nonché ID., *La tutela risarcitoria dell’azionista fra <danno diretto> e <danno riflesso>*, Pisa University Press, Pisa, 2012; si veda anche F. GUERRERA, *La responsabilità <deliberativa> nelle società di capitali*, cit., p. 309: “*l’indiscriminata attribuzione ai soci di pretese risarcitorie <individuali>, correlate ai danni cagionati dalla condotta illecita degli organi sociali, determinerebbe il rischio di una altrettanto diffusa (e rigidamente automatica) propagazione alla società della responsabilità di chi ha assunto – magari sotto l’influenza di un centro direttivo extra-istituzionale – la decisione pregiudizievole. Con il che si finirebbe con l’ esporre anche il patrimonio sociale al rischio di aggressioni <interne>, che potrebbero rivelarsi incompatibili con la funzione economico-giuridica di esso e con il divieto immanente di restituzione dei conferimenti ai soci*”; nonché M. MAUGERI, *Partecipazione sociale e attività di impresa*, Giuffrè, Milano, 2010, p. 371.

³¹⁷ M. MAUGERI, *Partecipazione sociale e attività di impresa*, cit., pp. 371-372.

³¹⁸ G. GUIZZI, *Gestione dell’impresa e interferenze di interessi*, cit., p. 200.

creditori del diritto di agire nei confronti degli azionisti per ottenere la devoluzione delle somme che questi abbiano percepito in esito al vittorioso esperimento dell'azione risarcitoria “*là dove il danno arrecato dall'operazione con la parte correlata abbia inciso a tal punto sul patrimonio sociale da determinare una situazione di patrimonio netto negativo, o anche più semplicemente di perdita del capitale, e ciò, là dove l'azione si indirizzi alla reintegrazione del patrimonio sociale, sino alla concorrenza della ricostituzione di tale valore*”³¹⁹.

2.4. Art. 2395

Un ostacolo alla interpretazione estensiva dell'art. 2497 anche al di fuori delle società eterodirette discenda dal fatto che il legislatore ha già previsto nelle società non soggette a direzione e coordinamento la possibilità per il socio di esercitare “a proprio vantaggio” un'azione risarcitoria nei confronti dei gestori. Si tratta dell'art. 2395 c.c., che costituisce la “*regola tesa a definire i limiti entro cui l'azionista è legittimato ad <appropriarsi> del valore patrimoniale derivante dall'esercizio della pretesa risarcitoria*”³²⁰. Ci si può allora interrogare se, alla luce dei limiti dell'azione di cui all'art. 2393-bis e dell'ambito applicativo confinato ai gruppi di cui all'art. 2497, tale disposizione possa costituire un utile strumento per tutelare i soci di minoranza da operazioni con parti correlate abusive non compiute in un contesto di gruppo. Con la precisazione che il perimetro applicativo dell'art. 2395 è più ristretto rispetto a quello dell'art. 2497, poiché legittimati passivi dell'azione di cui all'art. 2395 sono unicamente gli amministratori.

L'art. 2395 attribuisce al singolo azionista o al terzo che siano stati direttamente danneggiati dagli amministratori, per atti relativi alla gestione della società, la legittimazione a promuovere nei loro confronti un'azione diretta di responsabilità³²¹.

³¹⁹ *Ivi*, p. 202.

³²⁰ Così V. PINTO, *La responsabilità degli amministratori per <danno diretto> agli azionisti*, cit., p. 896.

³²¹ P. M. SANFILIPPO, *Gli amministratori*, in M. Cian (a cura di), *Diritto commerciale*, Volume II, Giappichelli, Torino, 2016, p. 488. Secondo l'opinione prevalente si tratta di una responsabilità extracontrattuale. Cfr., *ex multis*, V. PINTO, *La responsabilità degli amministratori per <danno*

Dunque, l'elemento di diversità dell'azione individuale di responsabilità rispetto all'azione sociale e a quella dei creditori è rappresentato dal danno arrecato in via diretta al patrimonio del socio o del terzo: il rimedio non è invocabile quando si tratti di un pregiudizio patito dal patrimonio sociale e solo di riflesso dal socio³²². Le principali difficoltà che si incontrano nell'applicazione di questa regola riguardano il modo di intendere l'avverbio "direttamente" contenuto nella disposizione e la nozione di danno risarcibile in quanto direttamente patito dal socio o dal terzo³²³. Con riguardo all'avverbio "direttamente", la dottrina e la giurisprudenza meno recenti lo interpretavano riferendolo all'amministratore, nel senso che questi sarebbe stato responsabile *ex art. 2395* solo per gli atti da lui compiuti direttamente, ovvero senza il tramite della società, al di fuori della sua gestione. Viceversa, oggi è consolidato l'orientamento che attribuisce il requisito posto dall'avverbio "direttamente" al danno, richiedendo quindi l'art. 2395 che il socio o il terzo abbiano subito un danno che incida in modo diretto sul loro patrimonio personale e non sia il riflesso del danno subito dal patrimonio sociale³²⁴. Non si dubita pertanto che l'art.

diretto> agli azionisti, cit., p. 897; M. FRANZONI, *Società per azioni, Tomo III, Dell'amministrazione e del controllo*, in G. De Nova (a cura di), *Commentario del codice civile Scialoja-Branca-Galgano*, Bologna, 2015, p. 426 ss.; Cass., 3 aprile 2007, n. 8359, in *Società*, 2007, p. 845.

³²² S. AMBROSINI, *La responsabilità degli amministratori*, in G. Cottino (diretto da), *Trattato di diritto commerciale*, Vol. IV, *Le società per azioni*, Padova, 2010, p. 681; A. AUDINO, *Art. 2395*, in A. Maffei Alberti (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, Volume I, Cedam, Padova, 2005, p. 854. Si veda anche E. LA MARCA, *op. cit.*, pp. 88-89: "Il problema della risarcibilità del danno riflesso trova nel diritto societario una espressa soluzione in negativo all'art. 2395 c.c. [...] Il problema sembrerebbe trovare espressa soluzione in positivo nelle norme in tema di responsabilità della capogruppo per abuso della direzione unitaria (art. 2497 c.c.)".

³²³ L. SAMBUCCI, *Commento all'art. 2395*, in G. Niccolini-A. Stagno d'Alcontres (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, Napoli, 2004, p. 715.

³²⁴ A. R. ADIUTORI, *Funzione amministrativa e azione individuale di responsabilità*, Giuffrè, Milano, 2000, p. 3 ss. Si evidenzia però come già G. RAGUSA MAGGIORE, *La responsabilità individuale degli amministratori*, Milano, 1969, p. 266 avesse sostenuto con chiarezza questa tesi: "Il mio assunto è il seguente: l'avverbio <direttamente> ha una funzione definitoria e di separazione della fattispecie di cui all'art. 2395 da quelle previste nelle precedenti norme; esso indica anche il modo in cui si deve verificare il pregiudizio e non ha alcun riferimento al soggetto che compie l'atto. In sostanza, l'avverbio in questione ha un valore oggettivo e non soggettivo. L'elemento soggettivo è perciò ricavabile solo dall'aggettivo (colposi o dolosi) che qualifica gli atti compiuti dagli amministratori".

2395 disciplini un'ipotesi di responsabilità in cui gli amministratori incorrono nell'esercizio delle loro funzioni per la violazione degli obblighi previsti dalla legge o dall'atto costitutivo. Ne discende che, rispetto all'azione sociale, vi è un'identità di matrice della responsabilità degli amministratori. La differenza, allora, risiede nel danno: se la violazione degli obblighi produce un danno al patrimonio sociale, sarà esperibile l'azione sociale e l'azione dei creditori sociali; se il danno incide sul patrimonio del singolo socio o del terzo, sarà esperibile l'azione *ex art.* 2395. L'incidenza diretta del danno costituisce l'elemento discriminante tra le azioni di cui agli artt. 2393 e 2394 e quella di cui all'art. 2395³²⁵. Il danno diretto di cui all'art. 2395 è stato identificato da dottrina e giurisprudenza come quello che si produce nel patrimonio del socio o del terzo senza prima incidere su quello della società³²⁶. Con l'opportuna precisazione che la natura diretta del danno risarcibile è altro rispetto al criterio enunciato dall'art. 1223 per la determinazione dell'ammontare del risarcimento³²⁷: l'avverbio direttamente ha riguardo al profilo dell'*an* del risarcimento e non del *quantum*, il quale viene individuato appunto *ex art.* 1223³²⁸. Il danno diretto, quindi, non è quello legato da un rapporto di causalità immediata e diretta, *ex art.* 1223 c.c., al comportamento degli amministratori³²⁹.

D'altra parte è lo stesso A. a riconoscere come la sua posizione fosse minoritaria nella dottrina del tempo: "Ammetto subito che la tesi trova una certa resistenza nella dottrina".

³²⁵ A. R. ADIUTORI, *Funzione amministrativa e azione individuale di responsabilità*, cit., p. 12 ss.

³²⁶ L. SAMBUCCI, *Commento all'art. 2395*, cit., p. 715. A. R. ADIUTORI, *Funzione amministrativa e azione individuale di responsabilità*, cit., p. 9 ss.; F. BONELLI, *Gli amministratori di s.p.a. dopo la riforma delle società*, cit., pp. 213-214; Cass., 28 marzo 1996, n. 2850, in *Giur. it.*, 1997, I, p. 790; Cass., 28 febbraio 1998, n. 2251, in *Giur. it.*, 1998, p. 1639; Cass., 27 giugno 1998, n. 6364, in *Società*, 1998, p. 1021; Cass., 28 maggio 2004, n. 10271, in *Banca dati De Jure*.

³²⁷ L. SAMBUCCI, *Commento all'art. 2393-bis del codice civile*, cit., p. 461.

³²⁸ Cfr. A. R. ADIUTORI, *Funzione amministrativa e azione individuale di responsabilità*, cit., p. 7 che chiarisce come i profili dell'incidenza del danno e quello del nesso di causalità debbano sussistere entrambi al fine di determinare la responsabilità degli amministratori, ma attengono a due distinti presupposti e l'avverbio direttamente concerne, comunque, solamente il primo profilo.

³²⁹ Anche se in questo senso sembrano orientarsi due risalenti pronunce di legittimità: Cass., 6 gennaio 1982, n. 14, in *Giur. comm.*, 1983, II, pp. 541-542; Cass., 3 agosto 1988, n. 4817, in *Dir. fallim.*, 1989, II, p. 381 ss.

Sulla base delle considerazioni svolte, sono state tradizionalmente ricondotte tra le fattispecie sanzionate dall'art. 2395 le seguenti ipotesi: la sottoscrizione di un aumento di capitale o l'acquisto di azioni a prezzo eccessivo, indotti da un bilancio falso³³⁰; indurre a non vendere azioni poi risultate prive di valore³³¹; la presentazione in banca di una falsa situazione patrimoniale per riuscire ad ottenere un fido³³²; dissimulare lo stato di dissesto della società per indurre un fornitore a contrattare con la stessa³³³; fusione con scorretto rapporto di cambio³³⁴. Ulteriormente è stata affermata la responsabilità degli amministratori ex art. 2395: “(i) in caso di violazione di clausola statutaria che imponeva la distribuzione ai soci della produzione sociale in proporzione alla loro partecipazione; (ii) in caso di amministratore che, dopo aver ricevuto dai soci le somme per la sottoscrizione di un aumento di capitale, intesti a se stesso le azioni sottoscritte; (iii) in caso di amministratore-liquidatore che non aveva pagato la parcella dell'avvocato, pur avendo pagato altri creditori della società aventi privilegio di grado posteriore; (iv) in casi di violazione dell'obbligo di convocare un socio; (v) in un caso in cui gli amministratori avevano ingenerato nei terzi acquirenti di azioni non interamente liberate l'erroneo convincimento circa la liberazione delle azioni; (vi) in un caso di distruzione da parte dell'amministratore delle azioni al portatore che gli erano state consegnate dal socio per la loro conversione in titoli nominativi; (vii) in un caso in cui l'amministratore aveva indotto terzi a sottoscrivere le nuove azioni emesse in seguito ad aumento di capitale con un sovrapprezzo non deliberato dall'assemblea”³³⁵. Infine, più recentemente, la casistica si è estesa ai danni derivanti da false informazioni. In particolare, è stata ravvisata la responsabilità degli amministratori per il danno derivante: dall'aver fornito false informazioni sulle

³³⁰ F. BONELLI, *Gli amministratori di s.p.a. dopo la riforma delle società*, cit., p. 215 considera la vendita di azioni in base a falsi bilanci di riferimento come “il caso tipico, che [...] ha determinato l'introduzione nel codice civile dell'art. 2395”; in giurisprudenza cfr. App. Milano, 8 luglio 1977, in *Giur. comm.*, 1998, II, p. 532.

³³¹ Cfr. Trib. Milano, 23 settembre 1983, in *Foro pad.*, 1983, I, p. 505.

³³² Cass., 28 marzo 1960, n. 669, in *Giust. civ.*, 1960, I, p. 887.

³³³ Cass., 2 giugno 1989, n. 2685, in *Giur. it.*, 1989, I, p. 1686.

³³⁴ Trib. Genova, 21 dicembre 2000, Trib. Milano, 2 novembre 2000, in *Foro it.*, 2001, I.

³³⁵ F. BONELLI, *Gli amministratori di s.p.a. dopo la riforma delle società*, cit., p. 221.

condizioni economiche della società, tali da trarre in inganno i soci inducendoli alla sottoscrizione dell'aumento di capitale³³⁶; dalla indebita sopravvalutazione del titolo sul mercato, qualora l'azionista, fidando sulla veridicità delle comunicazioni diffuse, ha acquistato ciò che diversamente non avrebbe acquistato, quantomeno a quel prezzo³³⁷; all'investitore che, a causa di false comunicazioni diffuse al mercato, abbia acquistato e conservato dei *warrant* a prezzo gonfiato rispetto all'effettivo valore del titolo³³⁸. Si sottolinea peraltro che anche nell'ambito delle operazioni con parti correlate potrebbe venire in rilievo l'azione di cui all'art. 2395 per danno da false informazioni nell'ipotesi di inadempimento degli obblighi informativi di cui al Regolamento Consob da cui sia derivato un danno ai singoli investitori³³⁹.

Si ritiene che l'azione di cui all'art. 2395 non abbia avuto una applicazione particolarmente significativa, proprio per la necessità che il singolo socio o terzo provino il danno subito direttamente³⁴⁰. L'ambito operativo dell'azione, infatti, è stato giudicato significativamente ridotto³⁴¹, al punto da suggerire di ripensare il concetto di danno diretto in senso più favorevole all'azionista³⁴².

Per valutare l'ammissibilità e l'opportunità di una interpretazione estensiva, occorre quindi approfondire la nozione di "danno diretto" di cui al 2395. Anzitutto, si evidenzia che la disposizione in esame nel limitare la tutela risarcitoria al solo "danno diretto", codifica anche un corrispondente divieto di risarcire in favore del socio il "danno riflesso", per tale intendendosi il pregiudizio alla partecipazione azionaria che costituisca solamente una conseguenza del danno prodotto al patrimonio sociale³⁴³. In dottrina, tale divieto è interpretato come un problema non di

³³⁶ Cfr. Trib. Milano, 8 novembre 2016, in www.giurisprudenzadelleimprese.it.

³³⁷ Cfr. Trib. Milano, 19 giugno 2015, in www.giurisprudenzadelleimprese.it.

³³⁸ Cfr. Trib. Milano, 3 marzo 2015, in www.giurisprudenzadelleimprese.it.

³³⁹ A. POMELLI, *Commento all'art. 2391-bis del codice civile (Operazioni con parti correlate)*, cit., p. 725.

³⁴⁰ A. DE NICOLA, *Commento sub art. 2395*, in F. Ghezzi (a cura di), *Commentario alla riforma delle società. Amministratori*, Milano, 2005, p. 658.

³⁴¹ F. GUERRERA, *La responsabilità <deliberativa> nelle società di capitali*, cit., p. 5, nt. 11.

³⁴² M. LIBERTINI, *Considerazioni introduttive*, in Breccia-Buscuglia-Busnelli (a cura di), *Il diritto privato nel prisma dell'interesse legittimo*, Torino, 2001, p. 181 ss.

³⁴³ Così V. PINTO, *La tutela risarcitoria dell'azionista fra <danno diretto> e <danno riflesso>*, cit., p. 4.

imputazione soggettiva della pretesa risarcitoria, bensì di destinazione del risarcimento: è la destinazione del risarcimento e non l'imputazione della pretesa a essere condizionata dai principi che impongono la canalizzazione della riparazione del danno indiretto dell'azionista in favore del patrimonio sociale³⁴⁴. La scelta di destinazione operata dall'art. 2395 muoverebbe, quindi, *in primis*, dal divieto di duplice risarcimento del medesimo danno. La condotta degli amministratori che incida sul patrimonio sociale, pur realizzando un danno oggettivamente unitario sotto il profilo giuridico, produce un pregiudizio soggettivamente duplice, nel senso che intacca tanto la società quanto gli azionisti *pro quota* in termini di riduzione del valore della loro partecipazione azionaria³⁴⁵. All'evidenza però il "danno riflesso" è solo virtualmente un "doppio danno", trattandosi dello stesso pregiudizio subito dal patrimonio sociale riguardato *a latere socii*, con la conseguenza che non può essere risarcito cumulativamente in favore della società e dei soci. Da questa angolatura, l'art. 2395 ha risolto "*con un'aprioristica scelta ad esclusivo vantaggio della società, un problema di potenziale concorrenza di pretese in relazione alla riparazione del medesimo pregiudizio*"³⁴⁶.

Tuttavia, è stato opportunamente osservato che per impedire la duplicazione del risarcimento sarebbe stato sufficiente dettare un criterio diretto a coordinare, nel caso concreto, le concorrenti pretese della società e del socio, con la conseguenza che la regola di "canalizzazione" del risarcimento in favore della società di cui all'art. 2395 deve avere un fondamento ulteriore. Tale fondamento, come anticipato, si rinviene nella disciplina vincolistica del patrimonio sociale. La scelta del legislatore di limitare la tutela risarcitoria al solo "danno diretto" è stata definita come "*la <proiezione>, sul piano della fattispecie delittuale di cui all'art. 2395 c.c., delle regole organizzative tese ad imprimere un vincolo di indisponibilità sul patrimonio*

³⁴⁴ Così V. PINTO, *La tutela risarcitoria dell'azionista fra <danno diretto> e <danno riflesso>*, cit., p. 103.

³⁴⁵ Così V. PINTO, *La responsabilità degli amministratori per <danno diretto> agli azionisti*, cit., p. 921.

³⁴⁶ Così V. PINTO, *La tutela risarcitoria dell'azionista fra <danno diretto> e <danno riflesso>*, cit., p. 88.

in funzione del conseguimento dell'oggetto sociale"³⁴⁷. Il divieto al socio di trattenere il risarcimento di un danno subito solo in via indiretta è funzionale ad impedire che dinnanzi a un pregiudizio subito dalla società a causa degli amministratori, si verifichi quel deflusso incontrollato di valori patrimoniali dalla sfera sociale alla sfera individuale che le regole sul capitale sociale intendono prevenire.

Sotto questo profilo, l'analisi dell'art. 2395 mostra come il modello approntato dall'art. 2497 non si limiti a stabilire una regola speciale di responsabilità della società capogruppo per il "danno riflesso" (risultato che si sarebbe potuto ottenere con l'introduzione di un meccanismo di legittimazione straordinaria sulla falsariga dell'art. 2393-bis), ma ammetta anche il socio ad agire *iure proprio* contro la capogruppo con destinazione individuale del risarcimento del danno ottenuto, vale a dire "direttamente" a vantaggio del suo patrimonio. Ne discende che tale scelta legislativa debba essere considerata come "*inscindibilmente legata alla specifica funzione di tutela dei soci esterni nel fenomeno del gruppo alla base dell'art. 2497, tanto da apparire priva di forza espansiva al di fuori di siffatto contesto imprenditoriale*"³⁴⁸. È stato anche sostenuto che l'estensione del precetto di cui all'art. 2497 oltre i limiti del fenomeno di gruppo potrebbe violare il divieto di analogia di cui all'art. 14 delle preleggi: l'ammissibilità del risarcimento del "danno riflesso" in favore del socio è considerata come norma eccezionale rispetto ai principi posti dal regime vincolistico del patrimonio sociale che trovano espressione nel requisito del "danno diretto", con la conseguente impossibilità di riconoscere forza espansiva all'art. 2497³⁴⁹.

Emerge come la fondamentale differenza tra i modelli di tutela risarcitoria di cui agli artt. 2395 e 2497 non derivi da una diversa valutazione della meritevolezza

³⁴⁷ Così V. PINTO, *La responsabilità degli amministratori per <danno diretto> agli azionisti*, cit., p. 921.

³⁴⁸ Così V. PINTO, *La tutela risarcitoria dell'azionista fra <danno diretto> e <danno riflesso>*, cit., p. 17. Cfr. anche C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, cit., p. 206 secondo il quale l'art. 2497 dovrebbe chiaramente distinguersi dall'art. 2395 per il suo operare in "*contesti caratterizzati da assetti di interessi differenti*".

³⁴⁹ Così V. PINTO, *La responsabilità degli amministratori per <danno diretto> agli azionisti*, cit., p. 937.

dell'interesse del socio che subisca un pregiudizio “alla redditività ed al valore della partecipazione sociale”, ma piuttosto dalla previsione di due diverse regole di destinazione del risarcimento³⁵⁰. Di talché, nell'operazione di ripensamento della nozione di “danno diretto” di cui art. 2395: “*deve ritenersi a priori inammissibile ogni tentativo di aprire un varco nella regola generale di <canalizzazione> dall'esterno del sistema, mediante una sorta di eterointegrazione di quest'ultimo fondata sull'applicazione (analogica) della regola di destinazione del risarcimento sancita dall'art. 2497 c.c. Un'analogia preclusione di principio, tuttavia, non pare possa valere per un'analisi che, al contrario, sia condotta all'interno del modello generale di tutela risarcitoria espresso dall'art. 2395 c.c., sulla base di un'operazione di autointegrazione che <orienti> l'interpretazione del principio, secondo un criterio di proporzionalità, agli effettivi <valori> da esso tutelati*”³⁵¹. Sulla base di tale argomento, il danno diretto di cui all'art. 2395 è stato definito come il pregiudizio che non comporta l'applicazione del regime vincolistico del patrimonio di impresa e può, quindi, essere risarcito direttamente in favore del socio senza che vi sia un “sostanziale” aggiramento delle regole sull'integrità sociale³⁵². Ne consegue che, secondo questa interpretazione, l'unico criterio che deve essere utilizzato per verificare se un danno subito dal socio sia solamente “riflesso” è valutare se per effetto del comportamento illecito si sia prodotta una riduzione (o un mancato incremento) della massa patrimoniale, e quindi un danno patrimoniale in senso stretto. Le implicazioni sono che: da un lato, si configura come “danno diretto” non solo quello personale che incide sul patrimonio del singolo socio in contrapposizione con gli altri, ma anche quello diffuso nella compagine azionaria, che incida in misura eguale sulla sfera di tutti i soci o su gruppi omogenei di soci, senza interessare il patrimonio sociale; dall'altro, in presenza di condotte plurioffensive, al danno diretto del socio potrebbe affiancarsi un danno riflesso, determinando il concorso tra

³⁵⁰ Così V. PINTO, *La tutela risarcitoria dell'azionista fra <danno diretto> e <danno riflesso>*, cit., p. 103.

³⁵¹ Così *ivi*, p. 108.

³⁵² Così V. PINTO, *La responsabilità degli amministratori per <danno diretto> agli azionisti*, cit., p. 937.

l'azione di cui al 2393 e quella di cui all'art. 2395³⁵³. Da questo angolo visuale è stato affermato che mentre non costituisce danno diretto la semplice riduzione del valore della partecipazione, sarebbe possibile qualificare come tale il pregiudizio consistente nella riduzione del “prezzo di mercato” delle azioni, nella misura in cui questo, come avviene nell'ipotesi di quotazione, acquisti una sua autonomia rispetto al valore intrinseco della partecipazione azionaria³⁵⁴. In conclusione, si può affermare che nell'interpretazione dell'art. 2395, l'avverbio “direttamente”, non solo è volto ad escludere la risarcibilità del danno riflesso: *“Ma deve anche ulteriormente precisarsi che l'avverbio in questione sta ad indicare non tanto l'assenza di un danno al patrimonio sociale (non possono infatti escludersi anche in questo settore condotte plurioffensive), quanto la lesione con l'atto compiuto dall'amministratore di un interesse rilevante di cui il socio è individualmente, perciò direttamente, portatore (e di cui quindi non sia portatrice la società)”*³⁵⁵.

Alla luce delle considerazioni svolte, si può vagliare se e in che misura si possa tollerare la destinazione individuale del risarcimento di danni *ex art. 2395*, nell'ipotesi di operazioni con parti correlate che pregiudichino i soci di minoranza al di fuori del contesto di gruppo. L'operazione con parte correlata compiuta in violazione delle regole di correttezza formale e sostanziale produce un danno che tendenzialmente non è né collettivo, né individuale, bensì un danno selettivo. Nella maggior parte dei casi, infatti, la parte correlata è il socio di maggioranza e il danno viene selettivamente allocato in capo ai soci di minoranza. Occorre domandarsi se tale danno selettivo possa essere qualificato come danno diretto ai soci di minoranza e pertanto risarcibile *ex art. 2395*. Per dare una risposta, appare utile illustrare quello che la dottrina specialistica considera un tipico esempio di operazione con parte

³⁵³ Così V. PINTO, *La tutela risarcitoria dell'azionista fra <danno diretto> e <danno riflesso>*, cit., pp. 112-113.

³⁵⁴ Così *ivi*, pp. 114-115.

³⁵⁵ Così E. LA MARCA, *op cit.*, p. 288. Cfr. anche M. CASSOTTANA, *Sulla nozione di “danno diretto” e sui rapporti tra l'art. 2395 e l'art. 1223*, in *Giur. comm.*, 1983, II, p. 539 ss.

correlata con cui vengono realizzati trasferimenti “espropriativi” di ricchezza in danno degli azionisti di minoranza della società da cui le risorse vengono distratte³⁵⁶. Compratore s.p.a. è una società che opera nel settore alimentare, quotata in borsa. Essa produce e distribuisce in proprio tutti i suoi prodotti. Mr. James è il socio di controllo di Compratore s.p.a. (possiede il 60% delle azioni della società), è membro del c.d.a. e ha eletto due dei cinque membri dello stesso (oltre a se stesso). Mr. James possiede anche il 90% delle azioni di Venditore s.p.a., società che possiede una catena di negozi di utensileria. Venditore s.p.a. ha chiuso di recente molti dei suoi punti vendita, pertanto la sua flotta di automezzi non è al momento utilizzata. Mr. James propone che Compratore s.p.a. acquisti la flotta pagando un prezzo superiore al suo valore. L'utilità per Mr. James di realizzare un'operazione oggettivamente depauperativa del patrimonio di Compratore s.p.a. (e con esso, indirettamente, del proprio patrimonio personale, per effetto della diminuzione di valore della sua partecipazione) discende dal fatto che tale decremento di valore risulta più che compensato (in valore assoluto) dall'incremento di valore della partecipazione posseduta in Venditore s.p.a., con l'effetto di un accrescimento netto del patrimonio personale a scapito degli azionisti di minoranza della prima società. Pertanto *“attraverso operazioni di questo genere chi controlla la società riesce ad appropriarsi in maniera esclusiva — e cioè più che proporzionale rispetto a quanto gli spetterebbe sulla base della partecipazione detenuta — di una frazione di ricchezza sociale altrimenti destinata pro rata a tutti gli azionisti”*³⁵⁷. Emerge evidente come si tratti di un danno selettivamente allocato in capo ai soci di minoranza, ma non di un danno che questi subiscono direttamente. Il danno colpisce anzitutto la società, seppure è realizzato d'intesa o comunque nell'interesse del socio ovvero del gruppo di comando: la parte correlata risente del danno in qualità di socio, ma può neutralizzare il pregiudizio subito attraverso il vantaggio individualmente ottenuto dall'operazione. La conclusione non può che essere che l'art. 2395, nonostante le interpretazioni estensive che ne sono state date, non viene di regola in

³⁵⁶ L'esempio è tratto da S. DJANKOV-R. LA PORTA-F. LOPEZ DE SILANES-A. SHLEIFER, *op. cit.*, p. 433. Si veda anche la traduzione italiana in S. GILOTTA, *Interesse di gruppo e nuove regole sulle operazioni con parti correlate*, cit., p. 254 ss.

³⁵⁷ Così S. GILOTTA, *Interesse di gruppo e nuove regole sulle operazioni con parti correlate*, cit., p. 254 ss.

rilievo nell'ambito delle operazioni con parti correlate proprio per la necessità che si produca un danno diretto³⁵⁸. Una conferma in tal senso sembra derivare dalla giurisprudenza di merito in materia di operazioni con parti correlate, che ha definito il danno prodotto da un'operazione abusiva (seppur intragruppo) come diretto al patrimonio della società e solo indiretto per i suoi soci³⁵⁹.

2.5. Judicial standard of review *delle operazioni con parti correlate*

La mancata osservanza delle regole procedurali prescritte dal Regolamento Consob si traduce nella violazione di un preciso *standard* di comportamento diligente che è sufficiente, in caso di operazione pregiudizievole, ad affermare la responsabilità degli amministratori³⁶⁰. Pur in assenza di automatismi, infatti, si ritiene che a fronte di tali violazioni “*molto difficilmente*” gli amministratori saranno nella condizione di poter fornire la prova positiva della propria diligenza³⁶¹.

La questione problematica si ha nell'ipotesi in cui le procedure prescritte dal Regolamento Consob vengano rispettate: si discute se nel riesame giudiziale dell'operazione con parte correlata debba trovare applicazione la *business judgement rule* ovvero il parametro più severo della correttezza.

³⁵⁸ Sotto questo profilo, conservano attualità le considerazioni svolte da Ragusa Maggiore in riferimento all'impossibilità di applicare l'art. 2395 in materia di conflitto di interessi tra amministratore e società. Cfr. G. RAGUSA MAGGIORE, *La responsabilità individuale degli amministratori*, cit., p. 111: “*Perché sussista responsabilità individuale dell'amministratore ex art. 2395, è necessario che il pregiudizio del socio e del terzo non sia una conseguenza del pregiudizio subito dal patrimonio sociale: occorre dunque una attività esercitata nella funzione (e non nell'interesse personale) o che risulti di vantaggio alla società o che comunque l'amministratore compia con la presunzione che sia vantaggiosa per l'ente, anche se in concreto il vantaggio non si realizzi ed anzi l'ente venga pregiudicato. In mancanza di tale presupposto, e perciò ove l'atto venga compiuto con lo scopo di un utile personale, non si potrà discutere di applicazione dell'art. 2395, cod. civ.*”.

³⁵⁹ Cfr. Trib. Milano, 20 febbraio 2015, in www.giurisprudenzadelleimprese.it.

³⁶⁰ G. GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, cit., p. 185.

³⁶¹ M. VENTORUZZO, *Commento sub art. 2391-bis*, cit., p. 588.

Secondo un primo orientamento “*in tutta la disciplina delle operazioni con parti correlate non vi è spazio per un’applicazione della business judgment rule, quantomeno se si vogliono chiamare le cose con il loro corretto nome*”³⁶². Le operazioni con parti correlate dovrebbero essere sempre scrutinate attraverso il criterio della correttezza, mentre il rispetto del regime procedurale determinerebbe solo una presunzione relativa di conformità dell’operazione a tale criterio³⁶³. Tale

³⁶² Così A. MAZZONI, *op. cit.*, p. 206.

³⁶³ *Ibidem*; D. REGOLI, *Gli amministratori indipendenti: alcune condizioni per un più efficace funzionamento di questo strumento di governance nel sistema dei controlli sulla gestione*, in P. Abbadessa (a cura di), *Dialogo sul sistema dei controlli nelle società*, Torino, 2015, p. 62 ss.; in modo più sfumato si veda anche A. POMELLI, *La disciplina Consob delle operazioni con parti correlate*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2010, 6, p. 1391 e ss. Sembra essere anche la tesi avallata della giurisprudenza di merito sinora formatasi sull’argomento, seppur precisando che si tratta di decisioni rese nell’ambito di procedimenti sommari e in cui si è riscontrato il mancato rispetto delle procedure per l’approvazione delle operazioni con parti correlate. Così per il caso Parmalat: Trib. Parma, 29 marzo 2013 (decr.), in *Giur. comm.*, 2014, II, pp. 95 ss., nel quale si afferma (p. 110) che “*l’operazione in questione rispondeva, in parte, a un interesse terzo rispetto a quello della società oggetto del controllo giudiziale e va pertanto esclusa l’invocabilità del limite al sindacato giurisdizionale costituito dal merito delle scelte gestorie*”; successivamente Trib. Parma, 11 novembre 2013 (decr.); in sede di reclamo, App. Bologna, 26 maggio 2014 (decr.), entrambe in *Giur. comm.*, 2015, II, pp. 1012 ss. Per il caso del gruppo Fondiaria-Sai s.p.a. precedente alla sua fusione con Unipol Assicurazioni s.p.a., si veda Trib. Milano, 20 dicembre 2013 (ord.), in www.giurisprudenzadelleimprese.it, p. 16: “*la regola della business judgment rule, che normalmente presidia lo spazio di discrezionalità gestoria nell’ambito della valutazione giudiziale dell’operato degli amministratori, qui assume una valenza ben diversa e ben più ristretta: l’operazione risulta legittima solo se gli amministratori l’abbiano motivatamente ritenuta, ovviamente ex ante, opportuna e conveniente per la società. Essa dunque non può dirsi legittima sol che non sia palesemente irrazionale od arbitraria o che sia compiuta previa diligente istruttoria, sicché lo stesso ambito di discrezionalità degli amministratori ne risulta corrispondentemente compresso. E parimenti il Giudice sarà tenuto, nella valutazione della legittimità della decisione, a sindacare la diligenza con cui gli amministratori hanno espresso il giudizio di opportunità e convenienza, non limitandosi dunque a verificare che non siano stati varcati i confini dell’azzardo, dell’avventatezza o del rischio ingiustificato. Lo stesso può dirsi con riferimento all’art. 2391 bis c.c., che, con riferimento alle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, impone quali requisiti di legittimità delle operazioni con parti correlate, il rispetto di regole che ne <assicurano la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale>*”. Le considerazioni svolte si trovano pressoché integralmente riproposte

tesi fa leva, tra l'altro, sul tenore letterale delle norme in esame³⁶⁴, le quali fanno espresso riferimento al criterio della correttezza. Poiché, come detto, tanto il legislatore all'art. 2391-*bis* quanto la Consob nell'elaborazione del Regolamento si sono ispirati al modello statunitense, si ritiene non potessero ignorare la differenza tra *business judgement rule* ed *entire fairness*.

L'orientamento dottrinale maggioritario, per converso, ritiene che in presenza di un parere positivo del Comitato parti correlate, che rappresenta la sintesi dell'osservanza del regime procedurale, debba trovare applicazione la *business judgement rule*³⁶⁵: la

in Trib. Milano, 20 febbraio 2015 (ord.), nonché in sede di reclamo contro il primo provvedimento, Trib. Milano, 20 marzo 2014 (ord.), tutte reperibili in www.giurisprudenzadelleimprese.it.

³⁶⁴ Cfr. A. MAZZONI, *op. cit.*, p. 207.

³⁶⁵ P. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate: questioni sistematiche e problemi applicativi*, in *Rivista del diritto commerciale*, cit., p. 73, con riguardo agli amministratori indipendenti: “*perché gli amministratori indipendenti, proprio perché indipendenti, e non correlati, sono un presidio di neutralità e di imparzialità di valutazione e, per definizione, non sono in <conflitto di interessi>: la decadenza dal <beneficio> della business judgment rule non trova fondamento*”. Con riguardo al consiglio come plenum “*la loro decisione è vincolata dal parere degli indipendenti e quindi assistita e protetta da un presidio rafforzato di correttezza, sostanziale appunto, ma essendo la decisione ultima, e l'apprezzamento nel merito, di competenza del consiglio, non si vede quale fondamento abbia l'aggravamento di responsabilità degli amministratori che potrebbero allora essere chiamati in responsabilità anche in caso di scelta sfortunata*”; E. PUCCI, *Il parere degli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate: profili funzionali*, cit., p. 336 ss.: “*Una volta che gli amministratori che compongono il comitato abbiano correttamente e diligentemente svolto la funzione loro attribuita e, nel rispetto delle condizioni procedurali fissate dal regolamento, abbiano rilasciato un parere favorevole all'operazione, tenendo conto delle interazioni fra interessi della parte correlata e interessi della società al compimento dell'operazione, alcun rilievo può essere mosso loro in termini di responsabilità per essersi espressi favorevolmente sull'interesse della società al compimento di un'operazione, anche laddove la stessa sia poi risultata non vantaggiosa per la società. Più in generale, la libertà di giudizio dovrebbe restare inalterata, pur in presenza di interessi in conflitto, se i relativi profili di rischio sono stati depotenziati attraverso la realizzazione di un complesso regime procedimentale che riconduce l'operazione nell'alveo della correttezza sostanziale e procedurale. La presenza di un parere positivo del comitato rappresenta la sintesi dell'osservanza di tale regime e costituisce, dunque, l'elemento di garanzia al compimento dell'operazione da parte del consiglio di amministrazione, funzionale alla successiva applicazione della business judgment rule*”; M. MIOLA, *Le operazioni con parti correlate*, cit., p. 650 secondo cui le regole di correttezza sostanziale e procedurale costituiscono “*una specificazione del dovere di diligenza, in particolare sotto il profilo delle cautele da adottare sul piano dell'informazione, dell'istruttoria e della*

valutazione della convenienza dell'operazione è affidata alla discrezionalità degli amministratori e non sindacabile sul terreno della responsabilità se non nel limite della manifesta e palese irrazionalità³⁶⁶.

Infine, si registra un terzo orientamento, espresso in un recente contributo di Semeghini³⁶⁷, che in qualche modo prescinde dall'alternativa tra l'applicazione della *business judgement rule* ovvero della *fairness*. Secondo l'Autore il *focus* dell'organo giudicante dovrebbe risiedere nelle procedure di approvazione delle operazioni con parti correlate, compensando un maggior rigore nel controllo sulle procedure con un minor rigore del controllo sulla convenienza dell'operazione. In particolare, qualora l'*iter* procedimentale che ha condotto all'approvazione risulti inattaccabile, chi agisce dovrà dimostrare che nessuna persona razionale avrebbe giudicato conveniente l'operazione, con una prova quindi equivalente a quella richiesta in sede di *business judgement rule*. Viceversa, se emergono delle carenze nel procedimento, torna ad espandersi il vaglio sulla convenienza dell'operazione, fino ad esigere dai convenuti la dimostrazione del carattere vantaggioso, seppur *ex ante*, dell'affare³⁶⁸.

Tutti e tre gli orientamenti si ispirano, seppur in misura e con modalità diverse, alle soluzioni elaborate dalla giurisprudenza statunitense e in particolare del Delaware.

ponderazione della decisione, e dunque, in sostanza, delle condizione per poter beneficiare, anche nella fattispecie in questione ed in specie alla luce delle scelte operate dalla riforma del diritto societario, della business judgment rule"; G. GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, cit., p. 187: "mi sembra che, non diversamente da quel che avviene per tutti gli atti di gestione, anche per le operazioni con parti correlate la responsabilità degli amministratori non possa essere tout court affermata in ragione di una minore convenienza dell'operazione isolatamente considerata rispetto ad operazioni analoghe, ovvero in ragione del mero fatto che i suoi esiti non si siano in concreto rivelati in concreto quelli attesi, dal momento che questi ultimi proprio perché si inseriscono nell'ambito di una più complessa attività imprenditoriale, scontano inevitabilmente le alee ad essa caratteristiche"; G. LIACE, *op. cit.*, pp. 165-168.

³⁶⁶ Così E. PUCCI, *Il parere degli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate: profili funzionali*, cit., p. 336 ss.; G. LIACE, *op. cit.*, p. 107.

³⁶⁷ Si tratta di D. SEMEGHINI, *Valutazioni preventive e retrospettive sulle operazioni con parti correlate: spunti dalla comparazione con la giurisprudenza del Delaware*, cit.

³⁶⁸ Cfr. D. SEMEGHINI, *Valutazioni preventive e retrospettive sulle operazioni con parti correlate: spunti dalla comparazione con la giurisprudenza del Delaware*, cit., p. 166.

La prima tesi si basa sulla tradizionale distinzione tra *business judgement rule* e *fairness*. I due principi, entrambi di matrice statunitense, hanno diversi fondamenti giuridico-razionali che li rendono tendenzialmente incompatibili³⁶⁹. La *business judgement rule* risponde all'esigenza di evitare che gli amministratori siano giudicati responsabili per i risultati negativi per il patrimonio sociale che possono fisiologicamente scaturire dal rischio cui l'attività di impresa è ineludibilmente esposta³⁷⁰. L'applicazione di tale principio, tuttavia, presuppone l'assenza di un conflitto di interesse con la società³⁷¹, giustificandosi solo nella misura in cui le scelte gestionali siano adottate “*in good faith and in the honest belief that the action taken was in the best interest of the company*”³⁷². Laddove, invece, vi sia il rischio che le decisioni gestorie siano condizionate da scopi estranei all'interesse sociale, occorre abbandonare la *business judgement rule* e applicare il più rigido parametro della *fairness*³⁷³: “*entire fairness, Delaware's most onerous standard, applies when the board labors under actual conflict of interest*”³⁷⁴. D'altra parte, tale criterio non mira a proteggere la libera scelta di opportunità imprenditoriali, bensì ad ancorare a dati esterni al soggetto la valutazione che questo è tenuto a compiere³⁷⁵. Ne discende che le operazioni con parti correlate, diversamente da quelle con soggetti terzi indipendenti coperte dalla *business judgement rule*, dovrebbero essere sindacate *ex post* alla stregua della loro conformità o non conformità al parametro della correttezza³⁷⁶. In particolare, in ipotesi di violazione delle prescrizioni regolamentari,

³⁶⁹ Cfr. A. MAZZONI, *op. cit.*, p. 206.

³⁷⁰ D. SEMEGHINI, *Il dibattito statunitense sulla business judgment rule: spunti per una rivisitazione del tema*, in *RDS*, 2, 2013 p. 207.

³⁷¹ M. A. EISENBERG-J. D. COX, *Business Organizations Cases and Materials*, University Casebook Series, 2014, pp. 471-472.

³⁷² Così nel caso *Aronson*, 473 A.2d at 812.

³⁷³ D. SEMEGHINI, *Valutazioni preventive e retrospettive sulle operazioni con parti correlate: spunti dalla comparazione con la giurisprudenza del Delaware*, cit., p. 146: “*nel diritto del Delaware la business judgment rule assume una precisa fisionomia proprio in contrappunto alle ipotesi in cui un'operazione si presenti condizionata da un potenziale conflitto di interessi*”.

³⁷⁴ *In re Trados Incorporated Shareholder Litigation*, Court of Chancery of Delaware, 2013, 73 A.3d 17.

³⁷⁵ Cfr. A. MAZZONI, *op. cit.*, p. 208.

³⁷⁶ Cfr. *ivi*, p. 211.

ai convenuti spetterà il compito di dimostrare tanto la correttezza procedurale quanto quella sostanziale. Per converso, il parere favorevole da parte degli amministratori indipendenti potrebbe determinare uno spostamento dell'onere probatorio in capo a chi agisce³⁷⁷.

Il secondo e il terzo orientamento, invece, prendono le mosse dalla tendenza della giurisprudenza statunitense a espandere l'applicazione della *business judgment rule* al fine di evitare il riesame delle operazioni in conflitto sulla base del rigido criterio dell'*entire fairness*³⁷⁸. È in particolare Semeghini ad aver individuato due tipologie di operazioni in cui il *trend* risulta particolarmente evidente e significativo: le *going private transactions* e le operazioni intragruppo³⁷⁹. Le *going private transactions* sono operazioni con cui la controllante cerca di fondere la società controllata con se stessa o con altra controllata e liquida le partecipazioni degli azionisti di minoranza³⁸⁰. Si tratta di rilevanti operazioni con parti correlate, poiché possono tradursi in comportamenti abusivi a danno degli azionisti di minoranza la cui partecipazione viene liquidata senza il loro consenso³⁸¹. Si distinguono due modalità

³⁷⁷ D. SEMEGHINI, *Valutazioni preventive e retrospettive sulle operazioni con parti correlate: spunti dalla comparazione con la giurisprudenza del Delaware*, cit., p. 146: "qualora l'operazione sia stata preventivamente approvata da uno special committee composto da amministratori indipendenti, oppure dal voto maggioritario dei soci privi di interessi in conflitto, le Corti concedono solo uno spostamento dell'onere probatorio su chi agisce ma il criterio di giudizio rimane l'*entire fairness* dell'operazione".

³⁷⁸ Cfr. *ivi*, p. 150; A. MAZZONI, *op. cit.*, p. 207.

³⁷⁹ Più precisamente D. SEMEGHINI, *Valutazioni preventive e retrospettive sulle operazioni con parti correlate: spunti dalla comparazione con la giurisprudenza del Delaware*, cit., p. 155 fa riferimento alle operazioni tra socio di controllo e soci di minoranza, ma le esemplificazioni fornite concernono soprattutto operazioni che tra la capogruppo e una sua controllata.

³⁸⁰ Cfr. *ivi*, p. 159. D'altra parte, si veda L. HERZEL-D. COLLING, *Squeeze-Out Mergers in Delaware – The Delaware Supreme Court Decision in Weinberger v. UOP*, 7, *Corp. L. Rev.* 195, 1984, p. 196: "The ability to squeeze out minority shareholders and thus obtain 100 percent of the equity of a corporation is a basic condition of the current market for corporate control".

³⁸¹ J. H. CHOPER-J. C. COFFEE-R. J. GILSON, *Cases and materials on corporations*, cit., p. 1067: "The development of standards governing whether and by what means minority shareholders can be eliminated from further participation in the corporate enterprise without their consent has been one of the most interesting stories in corporate law, representing an uneasy tension between principle and practical litigation strategy".

con cui vengono strutturate tali operazioni: *freeze-out mergers* e *two-step freeze-outs*. La *freeze-out merger* è una fusione tra controllata e controllante (o altra controllata) in cui gli azionisti di minoranza ricevono denaro in cambio delle proprie azioni³⁸². In uno *two-step freeze out* vi è prima un'offerta pubblica d'acquisto della controllante direttamente rivolta agli azionisti di minoranza della controllata: se l'offerta consente di raggiungere la soglia di partecipazioni richiesta dalla legge, si effettua una *short-form merger*, ovverosia una fusione semplificata tra controllante e controllata sempre mediante pagamento in denaro agli azionisti di minoranza, ma con significative semplificazioni procedurali³⁸³. Con riguardo alle *freeze-out mergers* la giurisprudenza del Delaware si è consolidata nell'affermare che, trattandosi di *self-dealing transactions*, si debba applicare l'*entire fairness standard of review*³⁸⁴. L'approvazione da parte degli amministratori indipendenti o della maggioranza degli azionisti disinteressati può unicamente spostare l'onere della prova in capo all'attore³⁸⁵, qualora l'operazione sia stata accompagnata da adeguata e non

³⁸² J. H. CHOPER-J. C. COFFEE-R. J. GILSON, *Cases and materials on corporations*, cit., p. 1067.

³⁸³ *Ivi*, p. 1091: "The idea was to use a tender offer to increase the controlling shareholder's ownership to over 90 percent, and then effect the final freeze-out through a short-form merger under Del. §253". Si veda anche D. SEMEGHINI, *Valutazioni preventive e retrospettive sulle operazioni con parti correlate: spunti dalla comparazione con la giurisprudenza del Delaware*, cit., p. 159, nt. 40 laddove spiega come la più significativa semplificazione procedurale sia costituita dalla non necessità di ottenere l'approvazione da parte degli amministratori e degli azionisti della società controllata.

³⁸⁴ Il *leading case* è *Weinberger v. UOP*, 7, *Corp. L. Rev.* 195, 1984, p. 196.

³⁸⁵ *V. Kahn v. Lynch Communication Systems*: "the <approval of a merger, as here, by an informed vote of a majority of the minority stockholders, while not a legal prerequisite, shifts the burden of proving the unfairness of the merger entirely to the plaintiffs>. Entire fairness remains the proper focus of judicial analysis in examining an interested merger, irrespectively of whether the burden of proof remains upon or is shifted away from the controlling or dominating shareholder, because the unchanging nature of the underlying <interested> transaction requires careful scrutiny. The controlling stockholder relationship has the potential to influence, however subtly, the vote of [ratifying] minority stockholders in a manner that is not likely to occur in a transaction with a noncontrolling party. Consequently, in a merger between the corporation and its controlling stockholder – even one negotiated by disinterested, independent directors – no court could be certain whether the transaction terms fully approximate what truly independent parties would have achieved in an arm's length negotiation".

fuorviante informativa³⁸⁶. Per gli *two-step freeze outs*, invece, la stessa giurisprudenza ritiene non applicabile lo standard della *fairness*, a condizione che l'offerta non sia stata presentata forzando la volontà degli azionisti di minoranza ovvero presentando informazioni false o fuorvianti³⁸⁷.

³⁸⁶ V. Kahn v. Lynch Communication Systems: “*The same policy rationale which requires judicial review of interested cash-out mergers exclusively for entire fairness also mandates careful judicial scrutiny of a special committee’s real bargaining power before shifting the burden of proof on the issue of entire fairness. A recent decision from the Court of Chancery articulated a two-part test for determining whether burden shifting is appropriate in an interested merger transaction [...]. First, the majority shareholder must not dictate the terms of the merger. [...] Second, the special committee must have real bargaining power that it can exercise with the majority shareholder on an arm’s-length basis. p. 110 “Court of Chancery erred in shifting the burden of proof with regard to entire fairness to the contesting Lynch shareholder-plaintiff Kahn. The record reflects that the ability of the Committee effectively to negotiate at arm’s-length was compromised by Alcatel’s threats to proceed with a hostile tender offer”.*”

³⁸⁷ In particolare si è giunti a tale conclusione dopo che l’applicazione della *fairness* è stata esclusa con riferimento ai due step, singolarmente considerati, dell’operazione. Il primo step è stato affrontato nella pronuncia Solomon v. Pathe Communications, 672 A.2d 35 (Del. 1995), laddove si afferma che per le *tender offers* non si applica il criterio della *fairness*: “*shareholder with voting control over 89.5 percent of a corporation’s outstanding stock owed no obligation with respect to the fairness of the price offered in a tender offer for the stock of the controlled corporation, unless the offer was structurally coercive or disclosure concerning the offer was inadequate*” (così spiegato da J. H. CHOPER-J. C. COFFEE-R. J. GILSON, *Cases and materials on corporations*, cit., p. 1091). Con riguardo al secondo step, è nel caso Glassman v. Unocal Exploration 777 A.2d 242 (Del. 2001) che si è affermato che nemmeno la *short-form merger* è soggetta all’*entire fairness review*: “*the court held that the appraisal is the exclusive remedy for allegation of price unfairness in a short-form merger. The new transaction form entirely eliminates entire fairness review for a freeze-out, a complete end run around Weinberger*” (così J. H. CHOPER-J. C. COFFEE-R. J. GILSON, *Cases and materials on corporations*, cit., p. 1092). La stessa soluzione è stata applicata per la prima volta a un’operazione di *two-steps freeze-out* nel caso *In re Siliconix Incorporated Shareholders Litigation* 2001 WL 716787 (Del. Ch. 2001): “*In this case, a controlling shareholder lost patience with a special committee and made an exchange offer for the minority shares without the committee’s approval rather than raise the price. The plaintiffs, in turn, claimed that the exchange offer should be subject to entire fairness review. Reading Solomon broadly, the court held that a controlling shareholder had no obligation to demonstrate the entire fairness of a proposed freeze-out tender offer*” (così J. H. CHOPER-J. C. COFFEE-R. J. GILSON, *Cases and materials on corporations*, cit., p. 1092).

Tuttavia, questa disparità di trattamento tra le due forme di *going private transactions* ha iniziato a destare perplessità tra gli interpreti, poiché tali operazioni appaiono identiche con riguardo agli effetti e soprattutto al rischio di abusi da parte dell'azionista di controllo a danno dei soci di minoranza³⁸⁸. A seguito dei dubbi sollevati dagli stessi giudici e dai commentatori³⁸⁹, la Court of Chancery³⁹⁰ ha

³⁸⁸ In primo luogo, in un *obiter dictum* di *Pure Resources* (Del. Ch. 2002 vedi come citarlo) la Court of Chancery ha rilevato come “tender offers are subject to the Solomon standards, rather than the Lynch entire fairness standard, but the court is troubled by the imbalance in Delaware law exposed by the *Solomon/Lynch* lines of cases, since many of the concerns that justify the Lynch standard are implicated by tender offers initiated by controlling stockholders”. In secondo luogo, in dottrina R. J. GILSON-J. GORDON, *Controlling Controlling Shareholders*, 152 U. Pa. L. Rev. 785, 2003, hanno suggerito un diverso approccio al fine di armonizzare il trattamento di *freeze-out mergers* e *freeze-out tender offers*: “We share the Pure court’s conclusion that a fully empowered special committee, including the Pure litany and the right to say no, is sufficient process that entire fairness review in a freeze out merger can be eliminated. Where independent directors have the power to block a freeze out merger, it is fair to assume that the process sufficiently tracks an arm’s length negotiation that shareholders are fairly relegated to their appraisal remedy. To this extent we favor revisiting Kahn I. [...] If the controlling shareholder seeks to override the special committee’s veto, the process no longer matches an arm’s length transaction: the minority shareholders lose the protection of its bargaining agent and, unlike in a hostile tender offer, the protection of the market for corporate control is not available. Under these circumstances, the transaction remains a Sinclair-like interested transaction, and entire fairness protection is appropriate [...]. In summary, this dual reconsideration means that if the Pure litany is met and the special committee with power to “say no” approves, then the business judgment rule applies to the freeze out transaction and minority shareholders are limited to statutory appraisal. If the controlling shareholder chooses to go forward without the special committee’s approval, then the transaction is subject to entire fairness review, and minority shareholders have a class based appraisal remedy”. In terzo luogo nel caso *In re Cox Communication* (trova modo di citarlo) in *obiter dictum* il Vice Chancellor ha raccomandato questo approccio di armonizzazione alla *Delaware Supreme Court*.

³⁸⁹ L. ENRIQUES, *Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges*, cit., p. 13 nt. 52 sottolinea il ruolo fondamentale che ha avuto la dottrina in questo processo: “Legal scholars’ criticism of the Delaware’s bifurcated approach to such pair of transactions was instrumental to the Court’s acknowledgment of their functional equivalence. [...] The role legal academics had in such evolution in Delaware case law illustrates how sophisticated, functionally-minded legal scholars may sometimes be as important as sophisticated courts to ensure that the law in action works effectively to protect minority shareholders”.

³⁹⁰ Si tratta della decisione *In re CNX Gas Corporation Shareholders Litigation*.

assunto la seguente posizione poi recepita dalla Supreme Court³⁹¹: non solo per i *two-step freeze-outs*, ma anche per le *freeze-out mergers* si applica il *business judgement standard of review* se la fusione è congiuntamente subordinata, sin dall'inizio, sia all'approvazione del comitato degli amministratori indipendenti, sia al voto maggioritario dei soci di minoranza³⁹². In presenza di tale duplice condizione, la valutazione giudiziale non si spinge a valutare l'*entire fairness* dell'operazione ma si limita a verificare da un lato che il comitato: sia stato formato con amministratori realmente indipendenti, abbia ricevuto pieni poteri di valutare e anche respingere la proposta di fusione del socio di maggioranza, abbia svolto il proprio compito con diligenza; dall'altro, che il voto degli azionisti di minoranza sia stato pienamente informato e non condizionato da elementi coercitivi³⁹³.

In riferimento alle operazioni intragruppo, la regola generale dovrebbe essere che: “A *controlling or dominant shareholder standing on both sides of a transaction, as in a parent-subsidiary context, bears the burden of proving its entire fairness*”³⁹⁴. Ciononostante, le operazioni tra capogruppo e controllata costituiscono un'area in cui risulta particolarmente visibile il tentativo delle Corti del Delaware di limitare i casi in cui possa trovare applicazione il criterio della *fairness*. La *case law* del Delaware è espressione della tendenza a confinare tale applicazione solo nei casi in cui sia

³⁹¹ Condivisa dalla *Supreme Court* nel giudizio di appello, *Kahn v. M & F Worldwide Corp.*, in 88 A.3d 635 ss. (Del. 2014), pp. 642-645.

³⁹² *In re CNX Gas Corporation Shareholders Litigation*: “I apply the unified standard for reviewing controlling stockholder freeze-outs described in *In re Cox Communications, Inc. Shareholders Litigation*, 879 A.2d 604 (Del. Ch. 2005). Under that standard, the BJR applies when a freeze-out is conditioned on both the affirmative recommendation of a special committee and the approval of a majority of the unaffiliated stockholders. Because the special committee did not recommend in favor of the tender offer, the transaction at issue in this case will be reviewed for entire fairness. Although the lack of an affirmative recommendation is sufficient to trigger fairness review under *Cox Communications*, the plaintiffs also have shown that the special committee was not provided with the authority to bargain with the controller on an arms' length basis. The plaintiffs similarly have established a reasonable basis to question the effectiveness of the majority-of-the-minority tender condition”.

³⁹³ Cfr. D. SEMEGHINI, *Valutazioni preventive e retrospettive sulle operazioni con parti correlate: spunti dalla comparazione con la giurisprudenza del Delaware*, cit., p. 159.

³⁹⁴ *Kahn v. Lynch Communication Systems, Inc.*, Supreme Court of Delaware, 1994, 638 A.2d 1110.

ravvisabile un *self-dealing* in senso formale, ovverosia quando entrambe le controparti di un'operazione siano riconducibili al socio di controllo³⁹⁵. Nel *leading case* in materia, *Sinclair Oil Corp. v. Levien*³⁹⁶, la Delaware Supreme Court ha affermato 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*”. Di conseguenza, alla capogruppo sarà richiesto di dimostrare la *fairness* dell'operazione solo qualora “*the parent receives something from the subsidiary to the exclusion of, and detriment to, the minority stockholders of the subsidiary*”. Per converso, se la controllante non ottiene un vantaggio ad esclusione o a detrimento dei soci di minoranza, allora trova applicazione la *business judgment rule*. Il ragionamento della Corte nel caso *Sinclair* è che “*neither the fiduciary duty that the parent clearly owes to its subsidiary, nor the fact that the parent is on both sides of a transaction with its subsidiary, is enough to dislodge the business judgment rule*”³⁹⁷. Contrariamente al caratteristico approccio delle Corti del Delaware che sono solite privilegiare la “*substance over the form*”, nel contesto di queste operazioni si ravvisa un tendenziale rifiuto a disapplicare la *business judgment rule* dinnanzi a operazioni che conducono a un trattamento dei soci diseguale nella sostanza ma non sul piano formale³⁹⁸.

³⁹⁵ Cfr. D. SEMEGHINI, *Valutazioni preventive e retrospettive sulle operazioni con parti correlate: spunti dalla comparazione con la giurisprudenza del Delaware*, cit., p. 155.

³⁹⁶ 280 A.2d 717 (Del. 1971). For earlier examples see *Case v. New York Cent. RiR*, 204 N.E. 643, 646-47 (N.Y. 1965); *Getty Oil Co. v. Skelly Oil Co.*, 267 A.2d 883 (Del. 1970).

³⁹⁷ M. SIEGEL, *The Erosion of the Law of Controlling Shareholders*, 24 *Del. J. Corp. L.*, 1999, p. 27.

³⁹⁸ Cfr. N. DE LUCA, *Unequal Treatment and Shareholders' Welfare Growth: "Fairness" v. "Precise Equality"*, 34 *DEL J. CORP. L.*, 2009, p. 853; nonché D. SEMEGHINI, *Valutazioni preventive e retrospettive sulle operazioni con parti correlate: spunti dalla comparazione con la giurisprudenza del Delaware*, cit., p. 155 nt. 31 spiega come nel caso *Sinclair* sia “*stato escluso che ricorresse una situazione equi- parabile a self-dealing in una costante distribuzione di elevati dividendi, in misura anche superiore ai profitti del periodo corrispondente, scelta che era diretta a soddisfare le esigenze di liquidità della controllante e però aveva impedito alla controllata, secondo la tesi attorea, di sviluppare la propria attività*”.

Dopo aver illustrato le premesse su cui si fonda il dibattito tra gli interpreti, nonché gli esiti cui si perviene, si ritiene utile svolgere alcune ulteriori considerazioni, seppur non risolutive della questione.

In primo luogo, se da un lato non è contestabile il *trend* della giurisprudenza statunitense nelle *going private transactions* e nelle operazioni intragruppo, dall'altro si rendono necessarie delle precisazioni con riguardo a entrambe le categorie di operazioni. Con riguardo alle *going private transactions* è opportuno enfatizzare che le Corti del Delaware applicano la *business judgement rule* solo se l'operazione è approvata sia da un comitato di amministratori indipendenti sia dalla maggioranza degli azionisti non correlati. La logica della soluzione è chiara: si crea un *safe harbour* per gli amministratori solo se al parere positivo dei consiglieri indipendenti si affianca l'approvazione da parte dei soggetti che più sarebbero pregiudicati dall'operazione abusiva. Tuttavia, il Regolamento Consob non solo non richiede la combinazione del parere del Comitato Parti Correlate con l'approvazione degli azionisti non correlati, ma anzi fa venire in rilievo l'approvazione di questi ultimi "solo in una prospettiva esattamente opposta: non come ulteriore conferma del parere positivo degli amministratori non correlati, bensì come modalità per superare l'ostacolo costituito dal loro parere contrario"³⁹⁹. Poiché non si realizzano le due condizioni poste alla base dell'orientamento giurisprudenziale in esame, non si ritiene possibile applicare nel nostro ordinamento la soluzione elaborata dalla *case law* del Delaware, in quanto i modelli non paiono equiparabili⁴⁰⁰.

Con riguardo alle operazioni tra controllante e controllata, conviene sottolineare che il ragionamento della giurisprudenza statunitense si basa, tra l'altro, sul riconoscimento che si tratta di operazioni estremamente frequenti all'interno dei

³⁹⁹ Cfr. D. SEMEGHINI, *Valutazioni preventive e retrospettive sulle operazioni con parti correlate: spunti dalla comparazione con la giurisprudenza del Delaware*, cit., p. 167.

⁴⁰⁰ Per la stessa ragione si condivide con D. SEMEGHINI, *Valutazioni preventive e retrospettive sulle operazioni con parti correlate: spunti dalla comparazione con la giurisprudenza del Delaware*, cit., p. 168 la tesi dell'applicabilità della *business judgement rule* nei casi di deliberazioni di competenza assembleare in cui al parere favorevole del comitato degli amministratori indipendenti (ex art. 11, comma 1 e 2, del Regolamento) si accompagna il voto favorevole non solo dell'intera assemblea ma anche della maggioranza dei soci non correlati. In questa ipotesi, infatti, si realizzerebbero condizioni analoghe a quelle su cui si fonda la giurisprudenza del Delaware richiamata.

gruppi di società. Di conseguenza “*if control were sufficient to invoke the fairness test, courts would be extremely busy reviewing the fairness of a multitude of transactions*”⁴⁰¹. D'altra parte, le operazioni con parti correlate all'interno del gruppo costituiscono un'ipotesi fisiologica, l'efficienza della struttura di gruppo dipende anche da simili operazioni e queste sono spesso ripetute, con la conseguenza che una revisione giudiziale delle singole operazioni intragruppo risulterebbe incompatibile con la stessa forma del gruppo⁴⁰². In aggiunta, come spiegato *supra*, le operazioni intragruppo se da un lato costituiscono una tipica modalità con cui porre in essere diversioni di ricchezza in danno degli azionisti di minoranza, dall'altro producono numerosi incrementi di efficienza. Per tali ragioni diversi ordinamenti, tra cui il nostro, preferiscono applicare degli *standard of review* meno stringenti quando l'operazione con parte correlate viene realizzata all'interno del gruppo⁴⁰³. Di conseguenza, si condivide l'idea di non applicare il rigido criterio dell'*entire fairness* alle operazioni intragruppo, tuttavia, alla luce delle loro peculiarità, non si ritiene che queste possano essere utilizzate per affermare l'applicabilità della *business judgement rule* a tutte le operazioni con parti correlate.

Spostandosi dalle due categorie di operazioni con parti correlate sinora menzionate, è interessante prendere in considerazione una ulteriore pronuncia del Delaware: *In re Ezcorp Inc. Consulting Agreement Derivative Litigation*⁴⁰⁴. Nel caso di specie la Court of Chancery del Delaware ha affermato che *l'entire fairness* costituisce lo standard applicabile quando un azionista contesta un contratto di consulenza tra la società e un soggetto correlato all'azionista di controllo⁴⁰⁵. Scendendo nel dettaglio, tuttavia, emerge come la Corte consenta al socio di maggioranza di beneficiare dello

⁴⁰¹ M. SIEGEL, *The Erosion of the Law of Controlling Shareholders*, cit.

⁴⁰² L. ENRIQUES, *Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges*, cit.

⁴⁰³ *Ibidem*: “*Different standards of review may apply to different RPTs within the same jurisdiction. Notably, corporate law in many countries, including France and Italy, provide for more lenient standards when RPTs also qualify as intra-group transactions*”.

⁴⁰⁴ *In re Ezcorp Inc. Consulting Agreement Derivative Litigation*, in 2016 WL 301245 (Del. Ch. 2016).

⁴⁰⁵ W. JORDAN, *Entire Fairness Test Applies When Shareholder Challenges Agreements Between Public Company And Entities Affiliated With Controlling Shareholder*, 41 No. 3 Professional Liability Reporter NL 19, March 2016.

standard della *business judgement rule* qualora subordini l'operazione a entrambi i seguenti requisiti: "(i) the affirmative recommendation of a sufficiently authorized board committee composed of independent and disinterested directors and (ii) the affirmative vote of a majority of the shares owned by stockholders who are not affiliated with the controller"⁴⁰⁶. Gli interpreti hanno evidenziato come la decisione "serves as a reminder that the court generally will review claims alleging fiduciary breach relating to agreements between a corporation and its controller under the "entire fairness" framework (rather than the more deferential business judgment rule). This will be the case even for agreements that relate to business transactions other than a squeeze-out merger and even when the agreements have been approved by independent and disinterested directors through a board-established process for the consideration of related party transactions"⁴⁰⁷. Alla luce del complesso della giurisprudenza analizzata, mi sembra più accurato affermare che – fatta eccezione per le operazioni intragruppo che presentano caratteristiche particolari e anche nel nostro ordinamento ricevono un trattamento differenziato – la tendenza delle Corti del Delaware sia quella di applicare lo standard meno rigoroso quando l'operazione con parte correlata sia approvata dagli azionisti di minoranza. In altre parole: "As the Delaware Supreme Court has recently articulated in the freezeout context, the purpose is not to extend entire fairness review, but rather to encourage the procedural protection of approval from the unaffiliated shares"⁴⁰⁸. Nell'ipotesi in cui in sede di recepimento della Direttiva venisse introdotto un meccanismo di *whitewash* alla stregua di quello proposto *supra*, si ritiene ragionevole ispirarsi ai risultati raggiunti nella giurisprudenza del Delaware: qualora l'operazione di maggiore rilevanza riceva sia il parere positivo del Comitato Parti Correlate, sia l'approvazione della maggioranza dei soci non correlati, si verrebbe a creare un *safe*

⁴⁰⁶ W. JORDAN, *Entire Fairness Test Applies When Shareholder Challenges Agreements Between Public Company And Entities Affiliated With Controlling Shareholder*, cit.

⁴⁰⁷ G. WEINSTEIN-P. RICHTER-S. EPSTEIN-W. DE WIED-F. FRANK, *In re EZCORP: Entire Fairness Framework and Independent Boards*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, April 21, 2016.

⁴⁰⁸ G. SUBRAMANIAN, *Deal Process Design in Management Buyouts*, 130 *HARV. L. REV.*, 2016, p. 590.

harbour per gli amministratori, non nel senso dell'immunità, ma nel senso dell'applicazione del criterio meno stringente della *business judgment rule*.

Infine, si ritiene utile svolgere un'ultima riflessione che esula dalla scelta dello standard applicabile. Il riesame giudiziale delle operazioni con parti correlate, infatti, richiede innanzitutto notevoli esperienze ed *expertise* da parte dell'organo giudicante⁴⁰⁹. Caratteristiche altamente sviluppate nelle Corti del Delaware, dove: “*First, a substantial number of the judges are drawn from the very world at issue, that is, they are experienced and respected practitioners of Delaware corporate law. Second, the Delaware courts have traditionally been characterized by a very high degree of collegiality among the judges, so that even those judges who did not practice in the area are socialized into the peculiar practices after joining the court*”⁴¹⁰. Per converso, i nostri giudici non hanno ancora sviluppato una conoscenza analoga che consenta loro di pervenire a una puntuale comprensione e valutazione della correttezza delle operazioni con parti correlate⁴¹¹. D'altra parte, solo attraverso la revisione di un numero significativo di casi diviene possibile sviluppare la c.d. “*smell*” necessaria per distinguere le operazioni efficienti da quelle abusive⁴¹².

2.6 Sistemi di enforcement e recepimento della Direttiva

⁴⁰⁹ R. J. GILSON, *A Model Company Act and a Model Company Court*, cit., p. 357.

⁴¹⁰ E. B. ROCK, *Saints and Sinners: How Does Delaware Corporate Law Work?*, 44 *UCLA Law Review*, 1997, p. 1002.

⁴¹¹ A. POMELLI, *Related-Party Transactions and the Intricacies of Ex Post Judicial Review: The Parmalat/Lactalis Case*, cit., p. 76, il quale evidenzia come l'analisi di L. ENRIQUES, *Do Corporate Law Judges Matter? Some Evidence from Milan*, 3 *European Business Organization Law Review* 765, 2002, pp. 795–801, metta in luce che “*Italian courts: are reluctant to second-guess solvent companies' business decisions, even when tainted by conflicts of interest; often adduce very formalistic arguments; seem to not care about what signals they send and what incentives they provide to corporate actors*”.

⁴¹² C. M. YABLON, *On the Allocation of Burdens of Proof in Corporate Law: An Essay on Fairness and Fuzzy Sets*, 13 *Cardozo L. Rev.* 497, 502 n. 16, 1991: “*The proverbial "smell test" used in Delaware proceeds upon the theory that if the terms of the underlying transaction stink badly enough, the courts will find a way to abrogate any procedural protections supplied by the business judgment rule*”.

Come si è visto, una delle principali critiche mosse alla disciplina sulle operazioni con parti correlate contenuta nella Direttiva è la mancata previsione di meccanismi di *enforcement*. Tuttavia, l'art. 14 *ter* prevede che “Gli Stati membri stabiliscono le norme relative alle misure e alle sanzioni applicabili in caso di violazione delle disposizioni nazionali adottate in attuazione della presente direttiva e adottano tutti i provvedimenti necessari per assicurarne l'applicazione. Le misure e le sanzioni previste sono efficaci, proporzionate e dissuasive”. Non vi è stato, quindi, un intervento europeo di armonizzazione sotto il profilo dell'*enforcement* che taluno aveva auspicato⁴¹³, ma il legislatore italiano dovrà dare attuazione alle istanze comunitarie di un apparato sanzionatorio effettivamente dissuasivo. Come è stato sottolineato, infatti, nel nostro ordinamento le maggiori problematiche non risiedono nella disciplina sostanziale delle operazioni con parti correlate, bensì nei meccanismi di *enforcement* della stessa⁴¹⁴.

Sarà necessaria una combinazione di *public* e *private enforcement*. Con riguardo al *public enforcement*, si ritiene preferibile che la Consob in materia di *corporate governance* utilizzi misure di *soft law*, dirette a sollecitare miglioramenti nella redazione delle procedure interne, nella composizione del Comitato Parti Correlate,

⁴¹³ Si tratta in particolare di P. MARCHETTI, *Il crescente ruolo delle autorità di controllo nella disciplina delle società quotate*, cit., p. 45. Ma altri autori da tempo sottolineano le difficoltà che risiedono nella creazione di autorità sovranazionali. Si veda R. RORDORF, *TUF e sistema legislativo*, cit., p. 298 ss.: “Da gran tempo e da più parti s’invoca, per poter regolare gli eccessi del capitalismo finanziario, la creazione di autorità di vigilanza sovranazionali dotate di strumenti giuridici effettivamente in grado di realizzare il loro scopo; ma sono fin troppo evidenti le enormi difficoltà di dare ad una simile costruzione un radicamento giuridico internazionale sufficientemente solido”; nonché G. ROSSI, *Il conflitto epidemico*, cit., p. 111 secondo il quale “le prospettive a breve (e anche a medio) periodo di una regolamentazione sovranazionale dei conflitti (e dei conflitti di interesse) hanno più o meno le stesse possibilità di realizzazione del progetto kantiano per una pace perpetua”.

⁴¹⁴ G. FERRARINI-P. GIUDICI, *Financial Scandals and the Role of Private Enforcement: The Parmalat Case*, in *ECGI*, 40/2005, p. 56: “the problem does not lie with the substantive rules concerning corporate governance and gatekeepers’ standards of behaviour. The Italian system has been influenced by corporate governance debates and has sought to respond to the demands of modernization by acting on substantive rules. The problem is that there was no serious effort to reshape the enforcement system. The result is under-enforcement”.

nella riconsiderazione di alcune decisioni⁴¹⁵. L'obiettivo deve essere quello di realizzare *enforcement* efficaci ma non invasivi della gestione⁴¹⁶.

Tuttavia, gli standard comunitari di effettività, proporzionalità e dissuasività dell'apparato sanzionatorio non si possono raggiungere in mancanza di un'adeguata fruibilità della tutela civilistica⁴¹⁷. Allo stato, dall'analisi svolta è emerso come l'art. 2497 costituisca un rimedio efficace nell'ambito delle operazioni con parti correlate intragruppo. Per converso, al di fuori del contesto di gruppo, i limiti che caratterizzano l'azione di cui all'art. 2393-*bis*, nonché le difficoltà a interpretare estensivamente l'art. 2497 (per applicarlo al di fuori dell'attività di direzione e coordinamento) ovvero l'art. 2395 (per applicarlo anche ai fini della risarcibilità di un danno "riflesso"), rendono insufficienti gli strumenti di tutela in capo agli azionisti di minoranza.

SEZIONE III: SOCIETÀ CHIUSE

1. Operazioni con parti correlate nelle società chiuse

Nelle società chiuse il monitoraggio sulle operazioni con parti correlate è previsto unicamente in sede di rendicontazione, quando occorre redigere il capitolo della nota integrativa dedicato. In particolare il d.lgs. 3 novembre 2008, n. 173 (di attuazione della Direttiva 2006/46/CE) ha introdotto nel codice civile all'art. 2427, comma 1, n. 22-*bis*⁴¹⁸ la disciplina delle operazioni con parti correlate nell'ambito

⁴¹⁵ Cfr. M. BIANCHI, *La regolamentazione Consob sulle operazioni con parti correlate: un primo bilancio in chiaroscuro*, cit., che come esempi individua "*request for disclosure, request to explain, individual or general recommendations*".

⁴¹⁶ Cfr. P. MARCHETTI, *Il crescente ruolo delle autorità di controllo nella disciplina delle società quotate*, cit., p. 45.

⁴¹⁷ Cfr. P. M. SANFILIPPO, *I codici di autodisciplina societaria: i nuovi profili di enforcement*, cit., p. 350.

⁴¹⁸ Successivamente, il presente numero è stato modificato dall'art. 6, comma 9, lett. h), d.lgs. 18 agosto 2015, n. 139, a decorrere dal 1° gennaio 2016 e applicabile ai bilanci relativi agli esercizi finanziari aventi inizio a partire da tale data, ai sensi di quanto disposto dall'art. 12, comma 1, del medesimo d.lgs.

dell'informativa da fornirsi nella nota integrativa del bilancio di tutte le società di capitali: “le operazioni realizzate con parti correlate, precisando l'importo, la natura del rapporto e ogni altra informazione necessaria per la comprensione del bilancio relativa a tali operazioni, qualora le stesse non siano state concluse a normali condizioni di mercato. Le informazioni relative alle singole operazioni possono essere aggregate secondo la loro natura, salvo quando la loro separata evidenziazione sia necessaria per comprendere gli effetti delle operazioni medesime sulla situazione patrimoniale e finanziaria e sul risultato economico della società”. Il successivo articolo 2435-*bis*, comma 6 precisa che le società che redigono il bilancio in forma abbreviata possono limitare l'informativa richiesta ai sensi dell'art. 2427, comma 1, n. 22-*bis*, alle operazioni realizzate direttamente o indirettamente con i loro maggiori azionisti ed a quelle con i membri degli organi di amministrazione e controllo, nonché con le imprese in cui la società stessa detiene una partecipazione⁴¹⁹. Tuttavia, è evidente che la verifica effettuata nell'ambito della rendicontazione non è mai preventiva e che quindi risulta non adeguata e soprattutto non efficace per impedire o comunque vigilare su operazioni aventi una finalità espropriativa.

Per converso, l'art. 2391-*bis* è dettato unicamente con riguardo alle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio e allo stesso modo il Regolamento Consob si applica alle “società italiane con azioni quotate in mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell'Unione Europea e con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante” (art. 2, comma 1 Regolamento Consob)⁴²⁰. La *ratio* risiede nella convinzione che solo nelle società quotate, o comunque facenti appello al mercato del capitale di rischio, le operazioni con parti correlate possano causare significativi pregiudizi agli investitori, con potenziali ricadute negative sull'intero mercato

⁴¹⁹ Sul tema si veda CONSIGLIO NAZIONALE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI ESPERTI CONTABILI, *Le informazioni sulle operazioni con parti correlate: problematiche applicative e casi pratici. Il nuovo art. 2427, comma 1, n. 22-bis del codice civile*, 17 marzo 2010.

⁴²⁰ È stato tuttavia opportunamente precisato che vi sono peculiari ipotesi in cui il Regolamento Consob “*spiega efficacia anche nei confronti di società per azioni chiuse e di società a responsabilità limitata: l'art. 2391-bis, comma 2°, c.c. stabilisce, difatti, che i principi emanati in sua attuazione trovano applicazione anche alle operazioni realizzate dalle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio per il tramite di società controllate, a prescindere dalla forma che queste ultime assumano*”. Così M. HOUBEN, *op. cit.*, p. 447 ss.

finanziario⁴²¹. Viceversa nelle società chiuse si ritiene opportuno non imporre oneri procedurali e informativi eccessivi, alla luce delle loro dimensioni tendenzialmente ridotte, ma soprattutto per la mancanza di investitori in senso proprio. In tali società si considerano preponderanti esigenze di flessibilità e personalizzazione rispetto a quelle di tutela delle minoranze.

Invero, la scelta del legislatore di escludere dal perimetro applicativo della regolamentazione in materia di parti correlate le società chiuse, nonché le s.r.l., non è immune da rilievi critici. Difatti, tanto nelle società chiuse, quanto nelle s.r.l. (di cui si dirà *infra*), se da un lato non si pone un problema di tutela del mercato, dall'altro la questione della tutela dei soci di minoranza si manifesta in modo forse più significativo rispetto alle società aperte⁴²². Come detto, la disciplina delle operazioni con parti correlate in società caratterizzate da una proprietà concentrata è diretta in particolare a impedire l'estrazione di benefici privati a favore del socio di controllo in danno degli azionisti di minoranza, fenomeno che si realizza con maggiore frequenza nelle società chiuse⁴²³. Dinanzi a simili rischi, per le società chiuse possono non essere sufficienti né l'art. 2391 c.c., né la disciplina di cui agli artt. 2497 e ss. c.c. Può accadere, infatti, che l'organo amministrativo sia composto in maggioranza da amministratori non soci e non legati da relazioni qualificate al socio di controllo. Ugualmente, le norme in materia di attività di direzione e coordinamento, come si è visto, non sempre trovano applicazione. Basti pensare all'ipotesi in cui il controllo sia riferibile a una persona fisica: secondo

⁴²¹ M. VENTORUZZO, *Commento sub art. 2391-bis*, cit., p. 502.

⁴²² S. POLI, *op. cit.*, p. 139 ss. sottolinea come nelle società chiuse (in particolare quelle a carattere familiare, molto diffuse nel tessuto economico italiano), in cui le compagini sociali sono non solo più ristrette, ma anche più omogenee, il più importante assetto di interessi che l'ordinamento deve contemperare è quello tra azionisti di maggioranza e di minoranza. Cfr. anche M. CERA, *I controlli nelle società di capitali "chiuse" fra modelli legali ed evoluzione della realtà*, in *Giur. comm.*, 2006, p. 354 ss.

⁴²³ G. GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, cit., p. 96; anche D. ARCIDIACONO, *Le deliberazioni di scioglimento anticipato e di aumento di capitale lesive degli interessi dei soci di minoranza*, in *Giur. comm.*, 2010, p. 1156 ss. sottolinea come siano soprattutto le società "chiuse" ad offrire "occasione per la realizzazione di abusi della maggioranza a danno della minoranza".

l'orientamento largamente maggioritario la *holding* persona fisica non può incorrere in responsabilità *ex art.* 2497, comma 1⁴²⁴.

Alla luce di tali considerazioni, appare utile un'indagine ricostruttiva che ricavi interpretativamente le forme di tutela configurabili per le società chiuse e per le s.r.l. con riferimento alle operazioni con parti correlate.

Primariamente è stata indagata la possibilità che i principi delineati dalla normativa primaria e secondaria in materia di operazioni con parti correlate possano avere una qualche capacità espansiva che ne imponga l'osservazione anche da parte degli organi amministrativi delle società chiuse. Tale ipotesi è stata ritenuta ammissibile, sebbene solamente con riguardo a profili limitati⁴²⁵.

In particolare, in primo luogo si fa riferimento all'importanza che assume l'informativa preconsiliare in tutte le società per azioni, come dimostra l'art. 2381 c.c. che impone al presidente del consiglio di amministrazione di provvedere "affinché adeguate informazioni sulle materie iscritte all'ordine del giorno vengano fornite a tutti i consiglieri". Ne viene fatto discendere che una *full disclosure* sull'operazione con parte correlata, che individui la correlazione, le caratteristiche dell'operazione, le ragioni che la rendono opportuna, l'impatto sugli azionisti di minoranza e che sia fornita con congruo anticipo (quindi, un'informazione dettagliata sulla falsariga dell'art. 5 del Regolamento Consob) sarebbe obbligatoriamente dovuta, poiché la sua assenza costituirebbe un profilo di potenziale illegittimità della delibera⁴²⁶.

In secondo luogo, si ritiene che anche per le società chiuse sia necessario che le operazioni con parti correlate siano adeguatamente motivate, coerentemente con un'interpretazione sistematica che evidenzia come il legislatore richieda l'adozione di una decisione congruamente motivata ogni qual volta vi sia il rischio che le valutazioni degli amministratori siano influenzate da interessi altri rispetto a quello sociale (il riferimento va in particolare all'art. 2391 c.c. che in presenza di un

⁴²⁴ Come si è spiegato più ampiamente *supra*.

⁴²⁵ Si tratta di G. GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, cit., p. 100.

⁴²⁶ *Ibidem*; G. LIACE, *op. cit.*, p. 169. È in particolare G. ZAMPERETTI, *Il dovere di informazione degli amministratori nella governance della società per azioni*, Milano, 2005, p. 360 ss. ad annoverare la carenza di informazione tra le cause di potenziale invalidità della delibera consiliare ai sensi dell'art. 2388 c.c.

interesse dell'amministratore stabilisce che "la deliberazione del consiglio di amministrazione deve adeguatamente motivare le ragioni e la convenienza per la società dell'operazione"; nonché all'art. 2497-ter⁴²⁷ in base al quale: "Le decisioni delle società soggette ad attività di direzione e coordinamento, quando da questa influenzate, debbono essere analiticamente motivate e recare puntuale indicazione delle ragioni e degli interessi la cui valutazione ha inciso sulla decisione"⁴²⁸. Anche in tal caso, quindi, si sostiene che la mancanza o l'inadeguatezza della motivazione renderebbero la delibera impugnabile ai sensi dell'art. 2388 c.c. (oltre, all'evidenza, a costituire fonte di responsabilità per l'amministratore per violazione dell'obbligo di agire diligentemente di cui all'art. 2392 c.c.)⁴²⁹.

Appare evidente come tale forza espansiva non garantisca una protezione sufficiente per contrastare le operazioni abusive, ma al contempo si dubita dell'opportunità di estendere ulteriormente l'applicazione del Regolamento Consob. Una riflessione in questo senso è ispirata dalla regolamentazione delle operazioni con parti correlate predisposta per le società non quotate in un mercato regolamentato: AIM Italia. AIM Italia è un sistema multilaterale di negoziazione (*Multilateral Trading Facility* o MTF) dedicato primariamente alle piccole e medie imprese e alle società con alto potenziale di crescita, regolamentato e gestito da Borsa Italiana s.p.a. sul modello

⁴²⁷ Cfr. P. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate tra efficienza gestionale nei gruppi e rischi di conflitti di interessi: quale disciplina?*, cit., p. 145 secondo cui l'art. 2497-ter si collega a un principio generale e sistematico di trasparenza. L'A. sottolinea inoltre l'importanza dell'obbligo di motivazione, in quanto "l'individuazione delle motivazioni può essere questione estremamente importante nel momento della ricostruzione di eventuali profili di responsabilità: la responsabilità degli amministratori si ricostruisce in base a documenti, informazioni, dichiarazioni; l'obbligo di motivazione si traduce in strumento preciso di <tracciabilità> delle decisioni".

⁴²⁸ G. GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, cit., p. 101. Sul punto si veda A. SCANO, *Premesse a uno studio sulla motivazione delle decisioni societarie: spunti dal diritto europeo*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, n. 3/2016, p. 16, il quale ritiene che nelle operazioni con parti correlate "la motivazione costituisca uno strumento determinante di tutela diretta (per le ricadute di trasparenza, verificabilità, razionalità e incentivo di cui prima ho discusso) e di tutela indiretta, cioè quale meccanismo funzionale a un più efficace esercizio in concreto delle altre tutele tipiche dell'azionista".

⁴²⁹ G. GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, cit., p. 101.

dell'AIM inglese dedicato alle *small&medium caps*⁴³⁰. Tale mercato, pertanto, non è regolamentato ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. *w-ter* del t.u.f. e non è sottoposto alla vigilanza della Consob. AIM Italia è stato concepito per consentire alle piccole e medie imprese di “*di accedere in modo efficiente ad una platea selezionata di investitori focalizzati sulle small cap*”⁴³¹. Per realizzare questo obiettivo, da un lato si prevede un percorso più rapido e flessibile alla quotazione, dall'altro si mantengono le misure dirette a tutelare gli investitori⁴³². La disciplina delle operazioni con parti correlate nel mercato AIM è allineata alle disposizioni del Regolamento Consob. Più nel dettaglio, il Regolamento Emittenti dell'AIM all'art. 13 prevede che: “Per le operazioni con parti correlate si applica la disciplina di cui all'articolo 10 del regolamento Consob adottato con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 come previsto per determinate tipologie di società, anche quando non si tratti di emittenti diffusi”⁴³³. Sulla base di tale disposizione, la Borsa Italiana ha emanato delle “Disposizioni in tema di Parti correlate” che “*dettano i principi ai quali le società AIM Italia si attengono ai sensi dell'articolo 13 del Regolamento Emittenti*” e che ricalcano il Regolamento Consob. La soluzione del Regolamento Emittenti AIM, quindi, è quella di prevedere una estensione dell'applicazione del Regolamento Consob anche per questa tipologia di società, ma solo con riguardo agli obblighi informativi e alla procedura per le operazioni di minore rilevanza. Per converso, attraverso il richiamo all'art. 10 del Regolamento Parti Correlate si consente agli emittenti di evitare la rigorosa procedura prevista dall'art. 8 per le operazioni di maggiore rilevanza, potendo applicare a queste ultime le procedure previste per le operazioni di minore rilevanza. La scelta pare sensata e induce più in generale a riflettere sull'opportunità di cercare per le società chiuse un'applicazione del Regolamento Consob. Non bisogna dimenticare, infatti, che una regolamentazione

⁴³⁰ BORSA ITALIANA S.P.A., *AIM Italia – Mercato Alternativo del Capitale*, 2012. AIM Italia ha iniziato la sua attività già nel dicembre 2008, ma nel marzo 2012 ha avuto luogo l'accorpamento unificazione del mercato AIM Italia con il Mercato Alternativo dei Capitali (MAC).

⁴³¹ BORSA ITALIANA S.P.A., *AIM Italia*, 2012.

⁴³² BORSA ITALIANA S.P.A., *AIM Italia – Mercato Alternativo del Capitale*, 2012.

⁴³³ Cfr. AIM ITALIA/MERCATO ALTERNATIVO DEL CAPITALE, *Regolamento Emittenti*, 4 luglio 2016, art. 13.

analoga a quella prevista per le società quotate comporta per le società chiuse dei costi notevoli, che rischiano di superare i benefici che ne potrebbero derivare⁴³⁴.

Si può allora riflettere sulla disciplina delle operazioni con parti correlate da una diversa angolatura, valutando se ed entro quali limiti l'autonomia privata riconosciuta ai soci consenta loro di adottare regole di *governance* modellate sulla base del Regolamento Consob⁴³⁵. Di particolare importanza risulta l'introduzione di meccanismi decisori che, alla stregua dell'art. 8 del Regolamento Consob, mirino a neutralizzare o quantomeno ridurre per le operazioni di maggiore rilevanza il peso degli amministratori espressione del socio di controllo⁴³⁶.

Non destano problemi le clausole che: impediscano alla maggioranza di nominare l'interno consiglio (garantendo la presenza di almeno un amministratore di minoranza); richiedano agli amministratori (o ad alcuni di essi) requisiti di indipendenza rispetto ai soci; ovvero prevedano per simili operazioni un parere vincolante degli amministratori indipendenti non correlati⁴³⁷. Per converso, rilievi critici sono stati sollevati in riferimento alle clausole che impongano maggioranze qualificate per l'adozione di delibere aventi ad oggetto operazioni di maggiore rilevanza, nonché a quelle che *ex art. 2364, n. 5 c.c.* demandino all'assemblea di autorizzare il compimento di simili operazioni⁴³⁸.

Le clausole che rafforzano i *quorum* deliberativi consiliari contrasterebbero con l'orientamento secondo cui nelle società per azioni non sarebbe possibile subordinare il funzionamento del consiglio di amministrazione al principio unanimitario⁴³⁹. Lo

⁴³⁴ L. ENRIQUES-G. HERTIG-H. KANDA-M. PARGENDLER, *Related-Party Transactions*, cit.

⁴³⁵ G. GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, cit., pp. 96-97; G. LIACE, *op. cit.*, p. 170.

⁴³⁶ G. GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, cit., p. 97.

⁴³⁷ Cfr. G. LIACE, *op. cit.*, p. 170.

⁴³⁸ G. GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, cit., p. 97.

⁴³⁹ B. LIBONATI, *Il governo del consiglio di amministrazione di società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, p. 32 ss.; L. NAZZICONE, *Art. 2388*, in L. Nazzicone-S. Providenti, *Amministrazione e controlli nella società per azioni*, Milano, 2010, p. 131; M. FRANZONI, *Della società per azioni. Dell'amministrazione e del controllo. Disposizioni generali. Degli amministratori*, in *Comm. Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 2008, p. 306; G. D. MOSCO, *sub. Art. 2388*, in *Comm. Niccolini-Stagno d'Alcontres*, II, Napoli, 2004, p. 629 e nt. 11 il quale non ammette un *quorum* deliberativo unanime eccetto per "una serie ridotta e predeterminata di operazioni eccezionali".

stesso vale per le clausole che formalmente preservano il principio maggioritario, ma sostanzialmente conducono al medesimo esito. Seguendo tale interpretazione, simili clausole, nonostante l'inserimento nello statuto, non acquisirebbero efficacia reale e non sarebbero pertanto idonee a condizionare la legittimità dell'azione societaria. Si potrebbe riconoscere loro unicamente l'efficacia obbligatoria propria dei patti parasociali, che vincolano gli aderenti ma non la società e la cui violazione consente unicamente il ricorso a rimedi di tipo risarcitorio⁴⁴⁰. È opportuno però evidenziare che una parte consistente e autorevole della dottrina ammette invece la liceità di *quorum* deliberativi unanimi⁴⁴¹. Si ritiene in particolare che il pericolo di disfunzioni deliberative derivanti da simili *quorum* sia neutralizzato dalle discipline della revoca degli amministratori: l'assemblea può rimuovere l'amministratore che con il proprio voto ostacoli l'adozione della delibera⁴⁴². Dall'angolo visuale di questo diverso orientamento sarebbe quindi possibile introdurre nello statuto di una società chiusa, una clausola che, con efficacia reale, subordinasse l'adozione delle operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza al voto unanime del consiglio di amministrazione. Se una previsione di questo tenore venisse combinata con una clausola che impedisca alla maggioranza la nomina dell'intero consiglio, si otterrebbe una tutela analoga e forse maggiore per gli azionisti di minoranza rispetto a quella prevista dal Regolamento Consob.

Allo stesso modo è stato messo in discussione che le clausole che prevedano l'autorizzazione assembleare delle operazioni con parti correlate siano idonee a prevenire il rischio di operazioni distrattive a favore di alcuni soci. L'autorizzazione

⁴⁴⁰ G. GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, cit., p. 97.

⁴⁴¹ Cfr. G. MINERVINI, *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, 1956, p. 388 ss.; O. CAGNASSO, *L'amministrazione collegiale e la delega*, in *Tratt. Colombo-Portale*, Torino, 1991, p. 261 ss.; M. VENTORUZZO, *Commento sub art. 2388*, in *Amministratori (artt. 2380-2396)*, in F. Ghezzi (a cura di), *Commentario Marchetti*, Milano, 2005, p. 306; F. BONELLI, *Gli amministratori di s.p.a. dopo la riforma delle società*, cit., p. 117; N. ABRIANI-P. MONTALENTI, *L'amministrazione: vicende del rapporto, poteri, deleghe e invalidità delle deliberazioni*, in N. Abriani-S. Ambrosini-O. Cagnasso-P. Montalenti, *Le società per azioni*, in *Tratt. Cottino*, IV, I, Padova, 2010, p. 642; G. GUERRIERI, *sub art. 2388*, in *Comm. Maffei-Alberti*, I, Padova, 2005, p. 732, nt. 32.

⁴⁴² In particolare, F. BARACHINI-V. PINTO, *sub art. 2388*, in *Comm. Gabrielli*, Utet, 2015, p. 249; V. PINTO, *Art. 2388*, in D'Alessandro (diretto da), *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, II, 2, Padova, 2011, p. 89 ss.

di cui all'art. 2364, n. 5 c.c., infatti, assumerebbe unicamente un valore di orientamento che non andrebbe ad impedire una differente determinazione da parte degli amministratori, i quali rimarrebbero liberi di compiere l'operazione⁴⁴³. Tuttavia, tale interpretazione dell'autorizzazione assembleare non è l'unica che si è affermata tra gli interpreti. Infatti, se da un lato è pacifico che gli amministratori non siano vincolati a compiere l'operazione nell'ipotesi in cui venga autorizzata; dall'altro, autorevole dottrina ritiene che la negazione dell'autorizzazione equivalga ad un divieto per gli amministratori al compimento dell'operazione⁴⁴⁴. In ogni caso è condivisibile la considerazione per cui l'introduzione di una simile clausola nello statuto non determini un significativo ampliamento dello spazio di tutela del socio di minoranza. Nell'ipotesi in cui la delibera di autorizzazione di un'operazione con parte correlata sia assunta invalidamente (ad esempio perché adottata con il voto determinante del socio beneficiario dell'operazione), l'impugnazione e l'eventuale caducazione della delibera non realizzerebbero un'efficace protezione dell'azionista di minoranza, *“attesa l'indipendenza delle sorti dell'operazione una volta compiuta rispetto alla questione della validità/invalidità dell'autorizzazione assembleare”*⁴⁴⁵. Da un lato, quindi, sembra che i soci di società chiuse nell'esercizio dell'autonomia privata possano adottare delle regole che ricalchino i meccanismi previsti dal

⁴⁴³ G. GUIZZI, *Riflessioni intorno all'art. 2380-bis*, cit.; nonché, G. GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, cit., p. 98.

⁴⁴⁴ Si veda in particolare, G.B. PORTALE, *Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, cit., pp. 25-26, secondo il quale *“viene molto sottovalutato il significato da attribuire al potere autorizzatorio concesso per legge o per statuto all'assemblea”*. L'Autore sottolinea che: *“la negazione dell'autorizzazione corrisponde, in realtà, ad un Vetorecht (come dicono gli scrittori svizzeri e tedeschi), che comporta una penetrante ingerenza in senso ostativo al potere gestorio dell'organo amministrativo: dal momento che la negazione equivale ad un divieto, per gli amministratori, di compiere l'operazione, mentre essi non sono vincolati a porla in essere nel caso di sua concessione”*; in senso conforme F. GALGANO, *Diritto commerciale. Le società*, Zanichelli, Bologna, 2012, p. 267 secondo cui: *“gli amministratori non possono porre in essere l'operazione senza la prescritta autorizzazione assembleare”*; V. PINTO, *Brevi osservazioni in tema di deliberazioni assembleari e gestione dell'impresa nella società per azioni*, in *Riv. dir. impr.*, 2004, p. 448; V. PINTO, *Art. 2388*, cit., p. 89 ss.; P. ABBADESSA, *La competenza assembleare in materia di gestione nella s.p.a.: dal codice alla riforma*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società. Liber amicorum Antonio Piras*, Torino, 2010, p. 12.

⁴⁴⁵ G. GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, cit., p. 99.

Regolamento Consob. Dall'altro, si dubita dell'efficacia di simili clausole statutarie a costituire degli strumenti idonei a tutelare efficacemente le minoranze contro operazioni abusive⁴⁴⁶. Difatti, i soci di minoranza spesso non dispongono di un potere di negoziazione che consenta loro di ottenere meccanismi di protezione quantomeno all'interno di patti parasociali⁴⁴⁷ e in aggiunta tale potere potrebbe comunque non essere sufficiente per impedire successivamente una modifica o una rimozione delle misure di protezione da parte della maggioranza. Tuttavia, alla luce delle considerazioni svolte in punto di rimedi, pare opportuno evidenziare che anche nelle società chiuse – in particolare in presenza di statuti che prevedano dei meccanismi come quelli appena delineati – sarà possibile ricorrere agli strumenti di *private enforcement* delineati per le quotate e *in primis* alle azioni di responsabilità. E quindi: azione sociale della minoranza *ex art. 2393-bis* nell'ipotesi di violazione dello statuto da parte degli amministratori e azione di responsabilità *ex art. 2497* quando l'operazione si colloca in un contesto di gruppo. Con il vantaggio che la violazione dello statuto sembra alleggerire l'onere della prova rispetto alla necessità di dimostrare una violazione del Regolamento Consob. In aggiunta, nonostante la limitata capacità negoziale delle minoranze, il *trend* cui si sta assistendo vede un significativo incremento di investitori stranieri nelle società italiane, con la conseguenza che un modello statutario che preveda una protezione dell'azionista di minoranza contro le condotte abusive del socio di controllo, potrebbe sicuramente risultare più appetibile per tali investitori⁴⁴⁸: “*un diritto societario competitivo permette di incentivare gli investimenti, nazionali ed esteri, in imprese societarie <italiane>*”⁴⁴⁹.

⁴⁴⁶ *Ivi*, p. 98.

⁴⁴⁷ *Ibidem*.

⁴⁴⁸ D. A. SKEEL JR, *Defending the (Delaware) corporate law bastion*, in G. Carcano-C. Mosca-M. Ventrone, *Regole del mercato e mercato delle regole, Atti del convegno internazionale di studi*, Venezia, 13-14 novembre 2015, Milano, 2016, p. 200 sottolinea efficacemente come “*because bylaw authority is almost the only direct power that shareholders enjoy, it has become an essential governance lever*”.

⁴⁴⁹ R. SACCHI, *Il mercato delle regole: condizioni d'uso*, in L. A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari (a cura di), *Diritto, mercato ed etica*, Milano, 2010, p. 468.

Le società chiuse, pertanto, potrebbero costituire un banco di prova per valutare l'efficienza di un "modello a base contrattuale"⁴⁵⁰ proposto in dottrina per la regolamentazione e l'*enforcement* delle operazioni con parti correlate⁴⁵¹. La proposta si basa sull'assunto per cui la disciplina in materia di operazioni con parti correlate non dovrebbe mirare all'eliminazione dei benefici privati di controllo, ma mantenere questi ultimi a un livello accettabile. La normativa dovrebbe quindi stabilire dei principi generali per le procedure in materia di operazioni con parti correlate, con la possibilità di prevedere delle clausole di *opt-out* che dovranno essere negoziate con gli azionisti di minoranza. Le procedure interne frutto delle negoziazioni con i soci di minoranza dovrebbero poi essere considerate in termini prettamente contrattuali, con considerevoli benefici in punto di *enforcement* della disciplina⁴⁵². Si tratta della soluzione che pare più confacente per le piccole e medie imprese, consentendo di adottare un modello di controllo sulle operazioni con parti correlate, ma evitando il rischio di un'eccessiva formalizzazione delle procedure che rallenterebbe i processi decisionali e senza gravare eccessivamente in termini di oneri e costi. L'autonomia contrattuale, infatti, dovrebbe consentire di graduare i presidi da costituire per le operazioni con parti correlate in funzione della tipologia di società, nonché dell'area economica di riferimento, garantendo una sorveglianza maggiormente flessibile.

2. *Segue. Operazioni con parti correlate nelle s.r.l.*

⁴⁵⁰ Per la contrattualizzazione del diritto societario, si veda G. ROSSI, *Competizione regolamentare e contrattualizzazione del diritto societario*, in G. Carcano-C. Mosca-M. Ventoruzzo, *Regole del mercato e mercato delle regole, Atti del convegno internazionale di studi*, Venezia, 13-14 novembre 2015, Milano, 2016, p. 21 ss.

⁴⁵¹ Si tratta della tesi di M. BIANCHI, *La regolamentazione Consob sulle operazioni con parti correlate: un primo bilancio in chiaroscuro*, cit., il quale ha proposto una "contrattualizzazione" delle operazioni con parti correlate, sulla base del modello e dei principi elaborati da R. J. GILSON-A. SCHWARTZ, *Contracting About Private Benefits of Control*, in *Columbia Law and Economics Research Paper No. 436*, 2013.

⁴⁵² Cfr. M. BIANCHI, *La regolamentazione Consob sulle operazioni con parti correlate: un primo bilancio in chiaroscuro*, cit.

Brevi cenni, sulla scorta della riflessione effettuata per le società chiuse, possono essere fatti anche con riferimento alle interferenze che potrebbero esservi tra le operazioni con parti correlate e le s.r.l.

Con riguardo in particolare alle operazioni intragrupo, è opportuno evidenziare che a seguito della riforma del diritto societario la s.r.l. si presta ad essere utilmente impiegata in una struttura di gruppo come società eterodiretta⁴⁵³. In particolare è stato osservato che “*lo <statuto organizzativo del socio di controllo> in una s.r.l. è declinato dal legislatore in modo tale da consentire – attraverso un adeguato utilizzo dell’autonomia statutaria – un’efficiente trasmissione ed esecuzione delle <direttive> della capogruppo*”⁴⁵⁴. Le ragioni risiedono soprattutto nel fatto che la riforma ha lasciato ampio spazio ad una competenza decisionale dei soci di s.r.l. in materia di gestione⁴⁵⁵. Si pensi all’art. 2479, comma 1, che consente di attribuire alla “decisione dei soci” la competenza della gestione dell’impresa, ovvero all’art. 2468, comma 3, che prevede la possibilità che l’atto costitutivo assegni a “singoli soci” particolari “diritti riguardanti l’amministrazione della società”⁴⁵⁶.

Ne discende che anche con riferimento alle s.r.l. si pone una questione di tutela dei soci di minoranza. Sotto questo profilo, si rileva come nel modello legale previsto per le s.r.l. la tutela delle minoranze risulti rafforzata rispetto alle s.p.a. In particolare, emerge un sistema di tutela delle minoranze che privilegia la posizione individuale del socio rispetto a quella delle minoranze qualificate tipica della s.p.a.⁴⁵⁷. Alcuni esempi si riscontrano proprio con riferimento agli strumenti rimediali utilizzati avverso le operazioni con parti correlate realizzate abusivamente, che sono stati precedentemente esaminati. Si fa riferimento in particolare: al diritto del singolo socio di esperire l’azione di responsabilità contro gli amministratori e, in caso di gravi irregolarità, di chiedere in via cautelare la revoca degli amministratori (art. 2476 c.c., comma 3); al diritto dei soci estranei all’amministrazione di ricevere dagli

⁴⁵³ G. SCOGNAMIGLIO, *La nuova s.r.l. e i gruppi di società*, in G. Cian (a cura di), *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, Padova, 2004, p. 337.

⁴⁵⁴ Così U. TOMBARI, *Diritto dei gruppi di imprese*, cit., p. 128.

⁴⁵⁵ G. SCOGNAMIGLIO, *La nuova s.r.l. e i gruppi di società*, cit., p. 337.

⁴⁵⁶ U. TOMBARI, *Diritto dei gruppi di imprese*, cit., p. 130.

⁴⁵⁷ G. ZANARONE, *La tutela dei soci di minoranza nella nuova S.r.l.*, in G. Cian (a cura di), *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, Padova, 2004, p. 344.

amministratori notizie sullo svolgimento degli affari sociali e di consultare i libri sociali ed i documenti relativi all'amministrazione (art. 2476 c.c., comma 2). Con riferimento all'azione sociale della minoranza per le s.p.a. di cui all'art. 2393-bis, infatti, tanto la fissazione di un'aliquota minima, quanto la mancata previsione di ipotesi di accesso alle informazioni da parte dei soci, costituiscono disincentivanti ostacoli all'esperimento dell'azione.

Si può allora demandarsi se anche con riferimento alle s.r.l. sia possibile introdurre statutariamente regole di *governance* modellate sulla base del Regolamento Consob per disciplinare le operazioni con parti correlate. Le clausole di cui si è detto con riferimento alle società chiuse e con riferimento alle quali sono stati sollevati alcuni dubbi, potrebbero certamente essere inserite nello statuto di una s.r.l., la quale si caratterizza per l'ampio spazio assegnato all'autonomia statutaria⁴⁵⁸. In particolare, non può essere messa in discussione l'ammissibilità di clausole che impongano all'organo amministrativo maggioranze qualificate per l'adozione di delibere aventi ad oggetto operazioni di maggiore rilevanza. Si rammenta, infatti, che nelle s.r.l. l'atto costitutivo può prevedere che gli amministratori operino congiuntamente, all'unanimità, come nelle società di persone (art. 2475, comma 3). Con riguardo alle clausole che richiedano ai soci di autorizzare il compimento di operazioni con parti correlate, invece, viene invece in rilievo la disposizione di cui all'art. 2468, comma 3, c.c., che consente all'atto costitutivo di prevedere "l'attribuzione a singoli soci di particolari diritti riguardanti l'amministrazione della società o la distribuzione degli utili". Il contenuto che possono assumere i diritti particolari riguardanti l'amministrazione può essere il più vario, alla luce della "*formulazione della norma ampia e generica, volutamente destinata a fornire ai soci uno strumento quanto mai duttile e flessibile*"⁴⁵⁹. Ai fini che qui interessano, si evidenzia comunque la possibilità di farvi rientrare il riconoscimento ad uno o più soci del potere di decidere, approvare, autorizzare, opporsi al compimento di determinati atti,

⁴⁵⁸ Cfr. M. BIONE, *La nuova società a responsabilità limitata: cenni introduttivi*, in M. Bione-R. Guidotti-E. Pederzini (a cura di), *La nuova società a responsabilità limitata*, Padova, 2012.

⁴⁵⁹ Così E. PEDERZINI, *L'amministrazione e la rappresentanza*, in M. Bione-R. Guidotti-E. Pederzini (a cura di), *La nuova società a responsabilità limitata*, Padova, 2012, p. 299.

qualificati per categoria, natura, importanza qualitativa o quantitativa, ovvero sulla base di una sollecitazione degli amministratori⁴⁶⁰.

In aggiunta, la s.r.l. si presta, ancor più della società chiusa, ad un modello contrattuale per la disciplina e l'*enforcement* delle operazioni con parti correlate. In dottrina, infatti, è stata valutata la possibilità di ricondurre il lavoro del legislatore della riforma di ridefinizione del tipo s.r.l. alla *nexus of contracts theory*⁴⁶¹. In particolare, la Relazione alla riforma dimostrerebbe come in materia di s.r.l. il legislatore abbia recepito tale teoria e quindi l'idea che la società sarebbe costituita da un reticolo di contratti⁴⁶². L'elemento caratterizzante del tipo s.r.l. sarebbe, quindi, quello di essere costituito da una rete di contratti che legano i soci tra loro, i soci e i creditori, amministratori e soci, nonché amministratori e creditori⁴⁶³.

Si potrebbe obiettare che con riguardo alle s.r.l. l'utilità di una contrattualizzazione delle operazioni con parti correlate sarebbe significativamente ridimensionata dalla mancata esigenza di attrarre investitori stranieri. Tale assunto, tuttavia, potrebbe mutare con il decreto legge 50/2017, convertito con legge 96/2017, recante la "manovrina" o manovra correttiva di bilancio per il 2017. L'art. 57 del decreto estende molte delle deroghe al diritto al societario che erano previste esclusivamente per le s.r.l. *start up* innovative a tutte, indistintamente, le s.r.l. qualificabili come PMI. In particolare, ai fini che qui interessano, si evidenzia come sia stato esteso a tutte le s.r.l. qualificabili come PMI il comma 5 dell'art. 26, d.l. 179/2012, che prevede che le quote possano costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche attraverso i portali internet per la raccolta di capitali.

⁴⁶⁰ Così *ivi*, p. 300.

⁴⁶¹ Così *ivi*, p. 322.

⁴⁶² R. MANGANO, *La responsabilità degli amministratori di Srl*, Giuffrè, Milano, 2011, p. 35.

⁴⁶³ *Ivi*, p. 37.

BIBLIOGRAFIA

ABBADESSA P., *Assemblea e operazioni con parti correlate*, in V. Cariello (a cura di) *Le operazioni con parti correlate*, Giuffrè, Milano, 2011;

ABBADESSA P., in *Parere del collegio dei docenti del dottorato in diritto commerciale interno ed internazionale*, Università Cattolica di Milano, in *Riv. soc.*, 2002;

ABBADESSA P., *La responsabilità della società capogruppo verso la società abusata: spunti di riflessione*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008;

ABBADESSA P., MIRONE A., *Le competenze dell'assemblea nella s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2010;

ABRIANI N., *Il "pungolo gentile" dell'assemblea "mite" tra attivismo degli azionisti e nuova governance societaria. Prime riflessioni sull'attuazione in Italia della Direttiva 2007/36*, in *Scritti in onore di Marcello Foschini*, Cedam, Padova, 2011;

ABRIANI N., *Il ruolo del collegio sindacale nella governance del nuovo millennio*, in M. Vietti (diretto da), *La governance nelle società di capitali*, Milano, 2013;

ABRIANI N., *Sui presupposti della postergazione dei crediti derivanti da finanziamenti infragruppo a favore della società di tesoreria accentrata*, in *Riv dir. impr.*, 2014, 101 ss.;

ABRIANI N., MONTALENTI P., *L'amministrazione: vicende del rapporto, poteri, deleghe e invalidità delle deliberazioni*, in N. Abriani, S. Ambrosini, O. Cagnasso, P. Montalenti, *Le società per azioni*, in *Tratt. Cottino*, IV, I, Padova, 2010;

ADIUTORI A. R., *Funzione amministrativa e azione individuale di responsabilità*, Giuffrè, Milano, 2000;

ALVARO S., LUPINI B., *Le linee di azione della Commissione europea in materia di corporate governance e i riflessi sull'ordinamento italiano*, in Consob, *Quaderni Giuridici*, n. 3, 2013;

AMBROSINI S., *I poteri del collegio sindacale*, in P. Abbadessa-G. B. Portale (diretto da), *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum Gian Franco Campobasso, Vol. 3, Torino, 2007;

BIBLIOGRAFIA

AMBROSINI S., *La responsabilità degli amministratori*, in G. Cottino (diretto da), *Trattato di diritto commerciale*, Vol. IV, *Le società per azioni*, Padova, 2010;

ANGELICI C., *Attività e organizzazione. Studi di diritto delle società*, Torino, 2007;

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

ANGELICI C., *La società per azioni e gli "altri"*, in AA. VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli «stakeholders»*, Giuffrè, Milano, 2010;

ANGELICI C., *La società per azioni. Principi e problemi*, in A. Cicu, F. Messineo, L. Mengoni (diretto da), *Trattato di diritto civile e commerciale*, Milano, 2012;

ANGELICI C., *Note minime sull'«interesse sociale»*, in *Banca, borsa, tit. credito*, 2014;

ANGELICI C., *Noterelle quasi metodologiche in materia di gruppi di società*, in *Riv. dir. comm.*, 2013;

ANNUNZIATA F., *Regole di comportamento degli intermediari e riforma dei mercati mobiliari*, Milano, 1993;

ANTUNES J. E ALTRI, *Response to the European Commission's Action Plan on Company Law and Corporate Governance*, in *ECFR*, n. 3/2013;

ARCIDIACONO D., *Le deliberazioni di scioglimento anticipato e di aumento di capitale lesive degli interessi dei soci di minoranza*, in *Giur. comm.*, 2010

ARDIZZONE L., DACCÒ A., MUSURACA A., *Gruppi societari, responsabilità e cash pooling come possibile strumento di abuso di dominio alla luce della novella tedesca Moming*, in *Il nuovo diritto delle Società*, 2010;

ARDIZZONE L., *I contratti di «cash pooling» infragruppo*, in G. Gitti-M. Maugeri-M. Notari (a cura di), *I contratti per l'impresa*, II, *Banca, mercati, società*, Bologna, 2012;

ARMOUR J., ENRIQUES L., HANSMANN H., KRAAKMANN R., *The Basic Governance Structure: The Interests of Shareholders as a Class*, in *ECGI Law Working Paper*, n. 337/2017;

ASCARELLI T., *Interesse sociale e interesse comune nel voto*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1951;

ASQUINI A., *I battelli del Reno*, in *Scritti*, III, Cedam, Padova, 1961;

ASSONIME EMITTENTI TITOLI, *La corporate governance in Italia e le operazioni con parti correlate*, 2011;

BIBLIOGRAFIA

- ATANASOV V., BLACK B., CICCOTELLO C.S., *Law And Tunneling*, in *Journal of Corporation Law*, n. 37, 2011;
- AUDINO A., *Art. 2395*, in A. Maffei Alberti (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, Volume I, Cedam, Padova, 2005;
- AULETTA F., *Commento sub art. 2393-bis*, in M. Sandulli-V. Santoro (a cura di), *La riforma delle società. Commentario del d.lgs. 17 gennaio 2003*, n. 6, vol 2/I, Torino;
- BADINI CONFALONIERI A., VENTURA R., *Commento all'art. 2497*, in Cottino G., Bonfante G., Cagnasso O., Montalenti P. (a cura di), *Il nuovo diritto societario*, a cura di, III, Bologna, 2004;
- BAGLIONI M., GRASSO G., *Parti correlate: l'attività di predisposizione delle nuove procedure interne*, in *Società*, 2010;
- BAINBRIDGE S. M., *Corporate Governance after the Financial Crisis*, New York, 2012;
- BAINBRIDGE S. M., *Dodd-Frank: Quack Federal Corporate Governance Round II*, 95 *Minn. L. Rev.*, 2011;
- BAINBRIDGE S. M., *The New Corporate Governance in Theory and Practice*, New York, 2008;
- BARACHINI F., PINTO V., *sub art. 2388*, in *Comm. Gabrielli*, Utet, 2015;
- BARNARD J.W., *Institutional Investors and the New Corporate Governance*, in *North Carolina Law Review*, 69, 1991;
- BARTOLACELLI A., *Il progetto per un European Model Company Act (EMCA)*, in M. Benedettelli, M. Lamandini (diretto da), *Il diritto societario europeo e internazionale*, Torino, 2016;
- BAUM H., *The Rise of the Independent Director: A Historical and Comparative Perspective*, in *Max Planck Institute for Comparative and International Private Law Research Paper Series*, n. 16/20, 2016;
- BCBS, *Guidelines: Corporate Governance Principles for Banks*, 2015;
- BEBCHUK L. A., FRIED J. M., *Executive compensation as an agency problem*, in *Journal of Economics perspectives*, 2003;
- BEBCHUK L. A., BRAV A., JIANG W., *The Long-term Effects of Hedge Fund Activism*, in 115 *Col. L. Rev.*, 2015;

BIBLIOGRAFIA

- BEBCHUK L. A., FRIED J. M., *Pay without Performance. The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Cambridge, 2004;
- BEBCHUK L. A., FRIED J. M., *Pay without Performances: the Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Cambridge MA-London, Harvard University Press, 2004;
- BEBCHUK L.A., *The Myth That Insulating Boards Serves Long-Term Value*, 113, *COLUM. L. REV.* 1637, 2013;
- BECK L., *The European Model Company Act's Approach to a European Group Law*, in *European Law Reporter*, 2014;
- BELCREDI M., *Amministratori indipendenti, amministratori di minoranza e dintorni*, in *Riv. soc.*, 2005;
- BELCREDI M., *La questione del ruolo "specifico" degli indipendenti nei sistemi di governance*, in M. Bianchini-C. Di Noia (a cura di), *I controlli societari. Molte regole, nessun sistema*, Milano, 2010;
- BENEDETTI L., *La responsabilità "aggiuntiva" ex art. 2497, 2° co., c.c.*, Milano, 2012;
- BENTIVEGNA A. M., *La relazione sulle remunerazioni degli amministratori di società quotate ed il nuovo art. 123-ter T.U.F.*, in *Rivista di diritto dell'impresa*, 2011;
- BERTOLOTTI A., *Le competenze*, in Alpa et al (diretta da), *Nuova giur. comm.*, G. Cavalli (a cura di), *Assemblea e amministratori*, Torino, 2013;
- BHAGAT S., BLACK B., *The Non-Correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance*, 27 *J. Corp. L.* 231, 2002;
- BHAGAT S., BLACK B., *The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance*, 54 *Bus. Law.* 921, 1999;
- BIANCHI L., *Amministratori non esecutivi e amministratori indipendenti tra teoria e prassi*, in *Riv. dott. comm.*, 2007;
- BIANCHI L., *Il TUF e il Consiglio di amministrazione degli emittenti*, in Annunziata F. (a cura di), *Il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, EGEA, Milano, 2015;
- BIANCHI M., CIAVARELLA A., ENRIQUES L., NOVEMBRE V., SIGNORETTI R., *Regulation and self-regulation of related party transactions in Italy. An empirical analysis*, in Consob, *Quaderni di finanza*, 2014;

BIBLIOGRAFIA

- BIANCHI M., CORRADI M.C., ENRIQUES L., *Gli investitori istituzionali italiani e la "corporate governance" delle società quotate dopo la riforma del 1998: un'analisi del ruolo potenziale dei gestori di fondi comuni*, in *Banca Impresa Società*, Fasc. 3, dicembre 2002;
- BIANCHI M., *La regolamentazione Consob sulle operazioni con parti correlate: un primo bilancio in chiaroscuro*, in *Convegno. Diritto societario europeo e operazioni con parti correlate*, Milano, 2014;
- BIONE M., *La nuova società a responsabilità limitata: cenni introduttivi*, in M. Bione, R. Guidotti, E. Pederzini (a cura di), *La nuova società a responsabilità limitata*, Padova, 2012;
- BONELLI F., *Commento sub art. 2391 bis*, in G. Alpa-V. Mariconda (a cura di), *Codice civile commentato*, Milano, 2005;
- BONELLI F., *Conflitto di interesse nei gruppi di società*, in *Giur. comm.*, 1992;
- BONELLI F., *Gli amministratori di s.p.a. dopo la riforma delle società*, Milano, 2004;
- BONELLI F., *Il ruolo degli azionisti-investitori e del consiglio di amministrazione della controllante*, in A. Predieri (a cura di), *Controlli societari e governo dell'impresa*, Torino, 1999;
- BONELLI F., *L'art. 129 legge Draghi: l'azione sociale di responsabilità esercitata dalla minoranza dei soci, e l'assicurazione contro i rischi incorsi nella gestione*, Giuffrè, Milano, 1998;
- BRANCATO C.K., *Institutional Investors and Corporate Governance*, Chicago-London-Singapore, 1997;
- BRAV A., JIANG W., PARTNOY F., THOMAS R., *Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance*, in *The Journal Of Finance*, Vol. LXIII, No. 4, 2008;
- BUONOCORE V., *Le nuove forme di amministrazione nelle società di capitali non quotate*, in *Giur. comm.*, 2003;
- BUSANI A., *Assemblee 2011: passivity rule, parti correlate e Dshr*, in *Società*, 2011;
- BUSANI A., *Parti correlate: modifiche statutarie e nuove procedure decisionali*, in *Società*, 2010,
- BUXBAUM R., *The Relation of the Large Corporation's Structure to the Role of Shareholders and Directors: Some American Historical Perspectives*, in *Law and the Formation of the Big Enterprises in the 19th and early 20th Centuries*, Horn Norbert and Kocka Jürgen. Göttingen, Vandenhoeck & Ruprecht, 1979;
- CAGNASSO O., *L'amministrazione collegiale e la delega*, in *Tratt. Colombo-Portale*, Torino, 1991;

BIBLIOGRAFIA

CAGNASSO O., *La qualificazione della responsabilità per la violazione dei principi di corretta gestione nei confronti dei creditori della società eterdiretta*, nota a Tib. Napoli, 26 maggio 2008, in *Fall.*, 2008;

CAGNASSO O., *Le operazioni con parti correlate di maggiore e minore rilevanza nel regolamento Consob del 12 marzo 2010*, in *Il Nuovo Diritto Societario*, 2010;

CAHAN A., DONALD D. C., *Comparative Company Law*, Cambridge University Press, 2010;

CALANDRA BUONAURA V., *Funzione amministrativa e interesse sociale*, in AA. VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli «stakeholders»*, Giuffrè, Milano, 2010;

CALANDRA BUONAURA V., *Il sistema dei controlli interni nelle società quotate*, in Annunziata F. (a cura di), *Il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, EGEA, Milano, 2015;

CALANDRA BUONAURA V., *Potere di gestione e potere di rappresentanza degli amministratori*, in G.E. Colombo-G.B. Portale (diretto da) *Trattato delle società per azioni*, Band 4: Amministratori - Direttore generale, Utet, Torino, 1991;

CALVOSA L., *Alcune riflessioni sulla figura degli amministratori indipendenti*, in Annunziata F. (a cura di), *Il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, EGEA, Milano, 2015;

CAMMARANO G., *L'attivismo degli investitori istituzionali (Brevi riflessioni sul saggio di M. Bianchi, M.C. Corradi e L. Enriques)*, in *Banca Impresa Società*, Fasc. 3, dicembre 2002;

CAMPOBASSO G. F., *Diritto Commerciale 2. Diritto delle società*, 9 ed., Milano, 2015;

CAMPOBASSO G.F., *Commento sub art. 129*, in G.F. Campobasso (a cura di), *Testo unico della finanza*, vol. 2, Torino, 2002;

CAMPOBASSO M., *Il potere di rappresentanza degli amministratori di società di capitali nella prospettiva dell'unità concettuale delle forme di rappresentanza negoziale ed organica*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*. Liber amicorum Antonio Piras, Torino, 2010;

CARIELLO V., *La compensazione dei danni con i benefici da attività di direzione e coordinamento*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005;

CARIELLO V., *La Comunicazione Consob, 46789 del 20 maggio 2010 sulla qualifica come amministratore indipendente di società controllante quotata di amministratore indipendente di società controllata*, in *RDS*, 2010;

CARIELLO V., *Operazioni con parti correlate e sistema dualistico*, in V. Cariello (a cura di), *Le operazioni con parti correlate*, Giuffrè, Milano, 2011;

BIBLIOGRAFIA

- CARIELLO V., *Operazioni con parti correlate e sistema dualistico*, in *Riv. dir. comm.*, 2010;
- CERA M., *I controlli nelle società di capitali "chiuse" fra modelli legali ed evoluzione della realtà*, in *Giur. comm.*, 2006
- CHANDLER A. D. JR., *The Visible Hand*, Cambridge, Mass: The Belknap Press of Harvard University Press, 1977;
- CHEFFINS B. R., ARMOUR J., *The Past, Present and Future of Shareholder Activism by Hedge Funds*, in *Journal of Corporation Law*, 2012; in *Journal of Corporation Law*, in *University of Cambridge Faculty of Law Research*, Paper No. 38/2011;
- CHEFFINS B. R., *Delaware and the trasformation of corporate governance*, *Delaware Journal of Corporate Law*, 1, 2015-2016;
- CHEFFINS B. R., *The Rise of Corporate Governance in the UK: When and Why*, *Current Legal Problems*, 2015;
- CHEFFINS B. R., THOMAS R. S., *Should shareholders have a greater Say over Executive Pay? Learning from the us experience*, 1 *Journal of Corporate Law Studies*, 2001;
- CHEUNG Y. L., QJ Y., RAU P. R., STOURAITIS A., *Buy high, sell low: How listed firms price asset transfers in related party transactions*, in *Journal of Banking & Finance*, 2009;
- CHIAPPETTA F., *Diritto del governo societario. La corporate governance delle società quotate*, Padova, 3ed., 2013;
- CHIAPPETTA F., *Finanziamento della società per azioni e interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 2006;
- CHIAPPETTA F., *Gli amministratori indipendenti e gli amministratori di minoranza*, in *RDS*, 2009;
- CHIAPPETTA F., *Il gruppo societario*, in *Diritto del governo societario*, Padova, Cedam, 2013;
- CHOPER J. H., COFFEE J. C. JR., GILSON R. J., *Cases and materials on corporations*, Aspen Casebook Series, 2008;
- CHOPER J. H., COFFEE J. C. JR., GILSON R. J., *Cases and materials on corporations*, Aspen Casebook Series, 2013;
- CLYDE P., *Do Institutional Shareholders Police Management?*, in *Managerial and Decision Economics*, 18, 1997;
- COASE R. H., *The Nature of the Firm*, *Economica*, 1937;

BIBLIOGRAFIA

COFFEE J.C. JR., *New Myths and Old Realities: The American Law Institute Faces the Derivative Action*, 48, *Bus. Law*. 1407, 1993;

COFFEE J.C. JR., PALIA D., *The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance*, in *Columbia Law School Working Paper Series*, Working paper no. 521, 2015;

CONAC P. H., *Director's Duties in Groups of Companies – Legalizing the Interest of the Group at the European Level*, in *ECFR*, 2013;

CONAC P. H., ENRIQUES L., GELTER M., *Constraining Dominant Shareholders' Self Dealing: The Legal Framework in France, Germany, and Italy*, in *European Company & Financial Law Review*, Vol. 4, No. 4, 2007;

CONAC P. H., *L'autorité boursière a-t-elle vocation à être le gardien d'une bonne gouvernance (Comparaison franco-américaine)? Has the stock market Authority to be the guardian of good governance (Franco American comparison)?*;

CONAC P. H., *Related Party Transactions in French Company Law*, in *Corporate Finance and Capital Markets Law Review*, 2014;

CONAC P. H., *The Chapter on Groups of Companies of the European Model Company Act (EMCA)*, in *ECFR*, 2016;

CORSI F., *Le nuove società di capitali*, Giuffrè, Milano, 2003;

COSSU M., *L'attivismo degli investitori non istituzionali in Italia*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2017;

COTTINO G., *Contrattualismo e istituzionalismo*, in *Riv. soc.*, 2005

COTTINO V., *Divagazioni sul conflitto di interessi*, in AA. VV., *I gruppi di società. Atti del convegno internazionale di studi, Venezia, 16-17 novembre 1995*, Vol. II, Milano, 1996;

D'ALESSANDRO F., *Il diritto delle società da «i battelli del Reno» alle «navi vichinghe»*, in *Foro it.*, 1988;

DACCÒ A., *I gruppi di società*, in M. Cian (a cura di), *Diritto commerciale*, Volume II, Giappichelli, Torino, 2016;

DACCÒ A., *L'accentramento della tesoreria nei gruppi di società*, Giuffrè, 2002;

DAL SOGLIO P., *Art. 2497*, in A. Maffei Alberti (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, Padova, 2005;

BIBLIOGRAFIA

- DALLAS L., *Short-Termism, the Financial Crisis, and Corporate Governance*, 37 *J. CORP. L.*, 2011;
- DALMOTTO E., *Commento agli articoli 2393 e 2393-bis*, in Cottino G., Bonfante G., Cagnasso O., Montalenti P. (a cura di), *Il nuovo diritto societario*, a cura di, III, Bologna, 2004;
- D'AMICO L., DI CIMBRINI T., *Le aggregazioni di imprese e la formazione dei gruppi*, in L. Marchi-M. Zavani-S. Branciarri (a cura di), *Economia dei gruppi e bilancio consolidato*, Giappichelli, Torino, 2010;
- DAVIES P. L. E ALTRI, *Response to the European Commission's Green Paper "The EU Corporate Governance Framework"*, 22 luglio 2011;
- DAVIES P. L., *Corporate Boards in the United Kingdom*, in P. L. Davies, K. J. Hopt, R. Nowak and G. van Solinge (eds.), *Boards in Law and Practice*, Oxford University Press, 2013;
- DAVIES P. L., *Institutional Investors in the United Kingdom*, in D. D. Prentice-P.R.J. Holland (a cura di), *Contemporary Issues in Corporate Governance*, Oxford, 1993;
- DAVIES P. L., *Introduction to Company Law*, Oxford, 2010;
- DAVIES P. L., *Shareholders in the United Kingdom*, *ECGI*, Law Working Paper no. 280/2015;
- DAVIES P. L., WORTHINGTON S., *Gower & Davies: Principles of Modern Company Law*, part 4, London, 2012;
- DE NICOLA A., *Commento sub art. 2395*, in F. Ghezzi (a cura di), *Commentario alla riforma delle società. Amministratori*, Milano, 2005;
- DE NICOLA A., *Soci di minoranza e amministratori*, Bologna, 2005;
- DEL LINZ M., *Il nuovo caso Parmalat: considerazioni a margine di un decreto "eccessivamente creativo"*, in *Giur. comm.*, 2014;
- DELLA TOMMASINA L., *Dissociazione fra gestione e rappresentanza nelle società per azioni e diritti dei terzi*, in *Rivista delle Società*, 2015;
- DENOZZA F., *"L'amministratore di minoranza" e i suoi critici*, in *Giur. comm.*, 2007;
- DENOZZA F., *L'interesse sociale tra «coordinamento» e «cooperazione»*, in AA. VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli «stakeholders»*, Giuffrè, Milano, 2010;
- DENOZZA F., *Quale "funzione" per gli indipendenti?*, in *Economia e politica industriale*, 2008;

BIBLIOGRAFIA

DENOZZA F., *Quale quadro per lo sviluppo della corporate governance?*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2015;

DENOZZA F., *Rules vs. Standards nella disciplina dei gruppi: l'inefficienza delle compensazioni "virtuali"*, in *Giur. comm.*, 2000;

DI NOIA C., *European Company Law and Related Party Transactions. The EU Regulation*, 2014;

DINE J., *The Governance of Corporate Groups*, Cambridge, 2000;

DJANKOV S., LA PORTA R., LOPEZ DE SILANES F., SHLEIFER A., *The law and economics of self-dealing*, in *Journal of Financial Economics*, 88, 2008;

EISENBERG M. A., COX J. D., *Business Organizations Cases and Materials*, University Casebook Series, 2014;

EISENBERG M. A., COX J. D., *Corporations and Others Business Organizations. Cases and Materials*, 10th ed., 2011;

ENRIQUES L. (a cura di), *Diritto societario comparato*, Bologna, 2006;

ENRIQUES L., *A dieci anni dal Testo Unico della Finanza: il ruolo delle autorità di vigilanza*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 2009;

ENRIQUES L., *Breve commento sulla "natura" e il ruolo degli amministratori indipendenti*, in M. Bianchini-C. Di Noia (a cura di), *I controlli societari. Molte regole, nessun sistema*, Milano, 2010;

ENRIQUES L., *Do Corporate Law Judges Matter? Some Evidence from Milan*, 3 *European Business Organization Law Review*, 2002;

ENRIQUES L., *EC Company Law Directives and Regulations: How Trivial Are They*, 27, *U. Pa. J. Int'l Econ. L.*, 2006;

ENRIQUES L., GARGANTINI M., *Form and Function in Doing Business Rankings: is Investor Protection in Italy Still so Bad?*, in *University of Bologna Law Review*, 2016;

ENRIQUES L., *Gruppi piramidali, operazioni intragrupo e tutela degli azionisti esterni: appunti per un'analisi economica*, in *Giur. comm.*, fasc. 5, 1997;

ENRIQUES L., HERTIG G., KANDA H., PARGENDLER M., *Related-Party Transactions*, in R. Kraakman-J. Armour-P. Davies-L. Enriques-H. Hansmann-G. Hertig-K. Hopt-H. Kanda-M. Pargendler-W. G. Ringe-E. Rock, *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, Oxford University Press, 2017;

BIBLIOGRAFIA

- ENRIQUES L., *Il conflitto d'interessi degli amministratori di società per azioni*, Milano, 2000;
- ENRIQUES L., *Le regole della finanza. Diritto societario e mercato in Italia e in Europa*, 2012;
- ENRIQUES L., MUCCIARELLI F., *L'azione sociale di responsabilità da parte delle minoranze*, in P. Abbadessa-G.B. Portale (diretto da), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, Vol. 2, Torino, 2006;
- ENRIQUES L., *Nuova disciplina delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali: fatti e prospettive alla luce dell'esperienza anglosassone*, in *Giur. comm.*, 1998;
- ENRIQUES L., *Quella multa che colpisce solo gli indipendenti nel Cda*, in *lavoce.info*, 2014;
- ENRIQUES L., *Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges (With a Critique of the European Commission Proposal)*, in *ECGI, Law Working Paper N° 267/2014*;
- ENRIQUES L., *The Law on Company Directors' Self-Dealing: A Comparative Analysis*, in *International and Comparative Corporate Law Journal*, Vol. 2, 2000;
- ENRIQUES L., *Vaghezza e furore. Ancora sul conflitto d'interessi nei gruppi di società in vista dell'attuazione della delega per la riforma del diritto societario*, in Associazione Disiano Preite, *Verso un nuovo diritto societario*, Bologna, 2002;
- ENRIQUES L., ZETZSCHE D., *Quack Corporate Governance, Round III? Bank Board Regulation Under the New European Capital Requirement Directive*, 16, *Theoretical Inquiries in Law*, 2015;
- ENRIQUES L., ZORZI A., *Armonizzazione e arbitraggio normativo nel diritto societario europeo*, in *Rivista delle società*, 2016;
- EREDE M., SANDRELLI G., *Attivismo dei soci e investimento short-term: note critiche sul ruolo degli investitori professionali a margine del dibattito europeo sulla corporate governance*, in *Rivista delle società*, 2013;
- ESPOSITO S., *Le operazioni con parti correlate: regole sulla trasparenza e sul governo societario*, in *Riv. dir. comm.*, 2010;
- FABIANI M., *Società insolvente e responsabilità del socio unico*, Quaderni Giur. Comm., Milano, 1999;
- FARRAR J. H., WATSON S., *Self Dealing, Fair Dealing and Related Party Transactions - History, Policy and Reform*, in *The Journal of Corporate Law Studies*, 2011;
- FAVARO K., *Long-Termism is Just as Bad as Short-Termism*, *Harv. Bus. Rev.*, 2014;

BIBLIOGRAFIA

FERRARINI G., FILIPPELLI M., *Independent directors and controlling shareholders around the world*, in *ECGI Law Working Paper*, n. 258/2014;

FERRARINI G., *Funzione del consiglio di amministrazione, ruolo degli indipendenti e doveri fiduciari*, in M. Bianchini-C. Di Noia (a cura di), *I controlli societari. Molte regole, nessun sistema*, Milano, 2010;

FERRARINI G., GIUDICI P., *Financial Scandals and the Role of Private Enforcement: The Parmalat Case*, in *ECGI*, 40/2005;

FERRARINI G., GIUDICI P., *La legge sul risparmio, ovvero un pot-pourri della corporate governance*, in *Riv. soc.*, 2006;

FERRO-LUZZI P., *Indipendente... da chi; da cosa?*, in *Riv. soc.*, 2008;

FERRO-LUZZI P., *Le innovazioni alla disciplina societaria: obbligazioni e operazioni con parti correlate*, in *Bancaria*, 2004;

FERRO-LUZZI P., *Le operazioni con parti correlate infragruppo*, in V. Cariello (a cura di), *Le operazioni con parti correlate*, Milano, 2011;

FERRO-LUZZI P., *Parti correlate. Il Documento di consultazione; osservazioni*, 2010;

FERRO-LUZZI P., *Per una razionalizzazione del concetto di controllo*, in M. Bianchini, C. Di Noia (a cura di), *I controlli societari. Molte regole, nessun sistema*, Milano, 2010;

FERRO-LUZZI P., *Riflessioni sul gruppo (non creditizio)*, in *Riv. dir. comm.*, 2001;

FISCHER M. O., SWAN P. L., *Does Board Independence Improve Firm Performance? Outcome of a Quasi-Natural Experiment*, 2013;

FLEISCHER H., *Related-Party Transactions in German Stock Corporation Law*, 2016;

FOGEL K., MA L., MORCK R., *Powerful Independent Directors*, in *ECGI Finance Working Paper*, n. 404/2014;

FORTUNA F., *Corporate Governance. Soggetti, modelli e sistemi*, Milano, 2001;

FOSCHINI M., *Le operazioni con parti correlate e l'attuazione dei principi di cui all'art. 2391-bis del codice civile*, in *Studi per Franco Di Sabato*, III, Società, Napoli, 2009;

FRANZONI M., *Della società per azioni. Dell'amministrazione e del controllo. Disposizioni generali. Degli amministratori*, in *Comm. Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 2008;

BIBLIOGRAFIA

- FRANZONI M., *Società per azioni, Tomo III, Dell'amministrazione e del controllo*, in G. De Nova (a cura di), *Commentario del codice civile Scialoja-Branca-Galgano*, Bologna, 2015;
- FRIED J.M., *The Uneasy Case for Favoring Long-Term Shareholders*, 124, *Yale L.J.* 1554, 2015;
- GALATERI DI GENOLA G., *Bilanci e prospettive dell'autodisciplina*, in Annunziata F. (a cura di), *Il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, EGEA, Milano, 2015;
- GALGANO F., *Direzione e coordinamento di società*, in F. Galgano (a cura di), *Commentario del codice civile Scialoja-Branca*, (artt. 2497-2497 septies), Bologna, 2005;
- GALGANO F., *Diritto commerciale. Le società*, Zanichelli, Bologna, 2006;
- GALGANO F., *Diritto commerciale. Le società*, Zanichelli, Bologna, 2012;
- GALGANO F., *I gruppi di società*, in F. Galgano (diretto da), *Trattato*, Torino, 2001;
- GALGANO F., *Lex mercatoria*, Bologna, 2001;
- GAMBINO A., *La disciplina del conflitto di interessi*, in *Riv. dir. comm.*, 1969;
- GARGANTINI M., *Coordinamento (extra-)assembleare dei soci e azione di concerto nella s.p.a. quotata*, in *Società, Banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, Torino, 2014;
- GARILLI C., *Il coinvolgimento di soci e stakeholders nella determinazione delle remunerazioni degli amministratori*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2016;
- GAY S., DENNING S. C., *Corporate Governance Principal-Agent Problem: The Equity Cost of Independent Directors*, 2014;
- GE W., DRURY D. H., FORTIN S., LIU F., TSANG D., *Value relevance of disclosed related party transactions*, in *Advances in Accounting*, 2010;
- GEVURTZ F. A., *The Historical and Political Origins of the Corporate Board of Directors*, in *Hofstra L. Rev.*, 2004;
- GILOTTA S., *Interesse di gruppo e nuove regole sulle operazioni con parti correlate: una convivenza difficile*, in *Giur. comm.*, 2012;
- GILOTTA S., *Interesse sociale, interesse di gruppo e interesse collettivo nella regola sulla responsabilità per abuso di direzione unitaria*, in *Giur. Comm.*, fasc.1, 2014;
- GILSON R. J., *A model Company Act and a Model Company Court*, in *ECFR*, 2016;

BIBLIOGRAFIA

GILSON R. J., *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, in *Harvard Law Review*, 119/2006;

GILSON R. J., GORDON J. N., *Controlling Controlling Shareholders*, 152 U. Pa. L. Rev 785, 2003;

GILSON R. J., KRAAKMAN R., *Reinventing the Outside Director: An Agenda for Institutional Investors*, in *Stanford Law Review*, 1991;

GILSON R. J., SCHWARTZ A., *Contracting About Private Benefits of Control*, in *Columbia Law and Economics Research Paper No. 436*, 2013;

GIORGIANI F., Art. 2384, in F. d'Alessandro (diretto da), *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, II, 2, Padova, 2011;

GIOVANNINI S., *La responsabilità per attività di direzione e coordinamento nei gruppi di società*, Milano, 2007;

GIUDICI P., *L'azione di responsabilità contro gli amministratori esercitata dai soci di minoranza: i problemi di un legal tansplant*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2005;

GIUDICI P., *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Giuffrè, Milano, 2008;

GORDON E. A., HENRY E., PALIA D., *Related Party Transactions and Corporate Governance*, in *Advances in Financial Economics*, Vol. 9, 2004;

GORDON J. N., *The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices*, in *Stanford Law Review*, 59, 2007;

GRASSINI F. A., *C'è un ruolo per gli amministratori indipendenti?*, in *Mercato conc. reg.*, 2004;

GUACCERO A., *L'attivismo azionario: verso una riscoperta del ruolo dell'assemblea(?)*, in *Rivista delle Società*, fasc.02-03, 2016;

GUERRERA F., *"Compiti" e responsabilità del socio di controllo*, in *RDS*, 2009;

GUERRERA F., *"Interessi" degli azionisti e partecipazione "differenziata" ai processi decisionali (considerazioni sul c.d. whitewash nelle società aperte)*, in *RDS*, 1/2015;

GUERRERA F., *La responsabilità <deliberativa> nelle società di capitali*, Giappichelli, Torino, 2004;

GUERRIERI G., *sub art. 2388*, in *Comm. Maffei-Alberti*, I, Padova, 2005;

GUIZZI G., *Eterodirezione dell'attività sociale e responsabilità per "mala gestio" nel nuovo diritto dei gruppi*, in *Riv. dir. comm.*, 2003;

BIBLIOGRAFIA

- GUIZZI G., *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi*, Giuffrè, Milano, 2014;
- GUIZZI G., *Interessi degli amministratori e operazioni con parti correlate*, in M. Vietti (a cura di), *La governance nelle società di capitali. A dieci anni dalla riforma*, EGEA, Milano, 2013;
- GUIZZI G., *Riflessioni intorno all'art. 2380-bis c.c.*, in *Liber amicorum Abbadessa*, in M. Campobasso, V. Cariello, V. Di Cataldo, F. Guerrera, A. Sciarrone Alibrandi (diretto da), Vol. 2, Utet, Torino, 2014;
- HAMDANI A., YAFEH Y., *Institutional Investors As Minority Shareholders*, in *Rev. Fin.*, 2013;
- HANNAH L., *Mergers, Cartels and Concentration: Legal Factors in the U.S. and European Experience*, in *Law and the Formation of the Big Enterprises in the 19th and early 20th Centuries*, Horn Norbert and Kocka Jürgen. Göttingen, Vandenhoeck & Ruprecht, 1979;
- HANSMANN H., KRAAKMAN R., *The Essential Role of Organizational Law*, 110, *Yale Law Journal*, 2000;
- HASNAN S., DAIE M. S., HUSSAIN A. R. M., *Related party transactions and earnings quality: Does Corporate Governance Matter*, in *International Journal of Economics and Management*, 2016;
- HAUDEK W. E., *The Settlement and Dismissal of Stockholders' Action, part 1*, in *22 Southwestern Law. Journal*, 1968;
- HAUSMANN Y., BECHTOLD E., *Corporate Governance of Groups in an Era of Regulatory Nationalism: A Focused Analysis of Financial Services Regulation*, in *ECFR*, 3/2015;
- HAZARD G. C., *Azioni di responsabilità verso gli amministratori di società commerciali nel diritto statunitense*, in *Riv. soc.*, 1994;
- HERBST J., *Management Buy-Out, Cash Pooling, Up-Stream Loans and Guarantees in German Group Companies: Old Concepts – New Developments*, in *German Law Journal*, 2004;
- HOPT K. J., *Comparative Corporate Governance: The State of the Art and International Regulation*, in *The American Journal of Comparative Law*, 2011;
- HOPT K. J., *Corporate Governance in Europe. A Critical Review of the European Commission's Initiatives on Corporate Law and Corporate Governance*, in *ECGI working paper*, 2015;
- HOPT K. J., *Groups of Companies. A Comparative Study on the Economics, Law and Regulation of Corporate Groups*, *ECGI*, 2015;

BIBLIOGRAFIA

HOPT K. J., *The European Company Law Action Plan Revisited: An Introduction*, in K. Geens-K. Hopt, *The European Company Law Action Plan Revisited*, Leuven University Press, 2010;

HOUBEN M., *Operazioni con parti correlate e operazioni con soggetti collegati*, in *Banca Borsa Titoli di credito*, 2014;

IACUMIN L., *I profili processuali dell'azione sociale di responsabilità ex art. 2393 bis c.c. tra tutela delle minoranze, sostituzione e rappresentanza*, in *Rivista di diritto bancario*, 2017;

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 *Il nuovo diritto delle società*, 2010;

JAEGER P. G., *Interesse sociale*, Milano, 1964;

JAEGER P. G., *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)*, in *Giur. comm.*, 2000;

JIAN M., WONG T. J., *Propping through Related Party Transactions*, in *Review of Accounting Studies*, 2010;

JOHNSON S., LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A., *Tunneling*, in *American Economic Review*, Vol. 90, 2000;

JOHNSTON A., MORROW P., BOLD F., *Commentary on the Shareholder Rights Directive*, 2014;

KAHAN M., ROCK E., *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, in *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 155, No. 5, 2007;

KANG M., LEE H. Y., LEE M., PARK J. C., *The association between related-party transactions and control-ownership wedge: Evidence from Korea*, in *Pacific-Basin Finance Journal*, 2014;

KEAY A., *Risk, shareholder pressure and short-termism in financial institutions: does enlightened shareholder value offer a panacea?*, in *Law and Financial Markets Review*, 2011;

KRAAKMAN R., DAVIES P., HANSMANN H., HERTIG G., HOPT K., KANDA H., ROCK E., *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, Oxford University Press, 2004;

KRAAKMAN R., DAVIES P., HANSMANN H., HERTIG G., HOPT K., KANDA H., ROCK E., *Diritto societario comparato: un approccio funzionale*, edizione italiana a cura di Luca Enriques, Il Mulino, Bologna, 2006;

LA MARCA E., *Il danno alla partecipazione azionaria*, Milano, 2012;

BIBLIOGRAFIA

La Relazione di accompagnamento alla riforma del diritto societario, Vietti M., Auletta F., Lo Cascio G., Tombari U., Zoppini A. (a cura di), in *La riforma del diritto societario, Lavori preparatori. Testi e materiali*, Milano, 2006;

LAMANDINI M., *Il gruppo bancario alla luce delle recenti riforme*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, fasc.6, 2016;

LATELLA D., *L'azione sociale di responsabilità esercitata dalla minoranza*, Giappichelli, Torino, 2007;

LEBOVITCH M., VAN KWAWEGEN J., *Of Babies and Bathwater: Deterring Frivolous Stockholder Suits Without Closing the Courthouse Doors to Legitimate Claims*, in 40 Del. J. Corp. L. 491, 2015-2016;

LEMME G., *Il diritto dei gruppi di società*, Il Mulino, Bologna, 2013;

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

LIACE G., *Le operazioni con parti correlate*, Milano, 2016;

LIBERTINI M., *Considerazioni introduttive*, in Breccia-Buscuglia-Busnelli (a cura di), *Il diritto privato nel prisma dell'interesse legittimo*, Torino, 2001;

LIBERTINI M., *Economia sociale di mercato e responsabilità sociale dell'impresa*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2013;

LIBONATI B., *Diritto commerciale. Impresa e società*, Milano, 2005;

LIBONATI B., *Il governo del consiglio di amministrazione di società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2011;

LIBONATI B., *Riflessioni critiche sui sindacati di voto*, in *Scritti giuridici*, I, Milano, 2013;

LIBONATI B., *Riflessioni su "l'interesse sociale" di Pier Giusto Jaeger*, in AA. VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli «stakeholders»*, Giuffrè, Milano, 2010;

LO A. W. Y., WONG R. M. K., FIRTH M., *Can corporate governance deter management from manipulating earnings? Evidence from related-party sales transactions in China*, in *Journal of Corporate Finance*, 2010;

LOPATRIELLO S., PROVIDENTI S., *Commento all'art. 2391-bis del codice civile*, in E. Gabrielli (a cura di), *Commentario al codice civile*, Milano, 2015;

BIBLIOGRAFIA

- LUCIANO A. M., *Amministratori indipendenti e incarichi esecutivi*, in RDS, 2012;
- MACE M. L., *Directors: Myth and Reality*, Boston: Division of Research, Graduate School of Business Administration, Harvard Univ., 1971;
- MACEY J. R., *Corporate Governance. Promises Kept, Promises Broken*, Princeton, 2008;
- MACEY J. R., MILLER G. P., *The Plaintiffs' Attorneys' Role in Class Actions and Derivative Litigation: Economic Analysis and Recommendations for Reform*, 58 U.Chi.L.Rev. 1, 3, 8-11, 1991;
- MALBERTI C., *La proposta di direttiva sulla societas unius personae: una nuova strategia per l'armonizzazione del diritto societario europeo?*, in *Rivista delle società*, 2014,
- MALBERTI C., *The Current Debate on the Proposed Directive on the Encouragement of Long-Term Shareholder Engagement in European Listed Companies in Light of the Recent History of the Initiatives of the European Union Concerning Corporate Governance*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2016;
- MALLIN C., *The Role of Institutional Investors in the Corporate Governance of Financial Institutions: the UK Case*, in M. Balling-E. Hennessy-R. O'Brien (a cura di), *Corporate Governance, Financial Markets and Global Convergence*, Dor-drecht-Boston-London, 1998;
- MANGANO R., *La responsabilità degli amministratori di Srl*, Giuffrè, Milano, 2011;
- MARCHETTI P., *Il crescente ruolo delle autorità di controllo nella disciplina delle società quotate*, in *Rivista delle società*, 2016;
- MARCHETTI P., *L'indipendenza degli amministratori*, in *La corporate governance e il risparmio gestito*, Assogestioni, Milano, 2006;
- MARCHETTI P., *Quale indipendenza per gli amministratori?*, in M. Bianchini-C. Di Noia (a cura di), *I controlli societari. Molte regole, nessun sistema*, Milano, 2010;
- MARCHISIO E., *Il valore del e il valore nel gruppo*, in *Giur. comm.*, 2015;
- MARCHISIO E., *Usi alternativi del gruppo di società*, Napoli, 2009;
- MATERA P., *Azione di minoranza e corporate governance nelle società per azioni*, Salerno, 2005;
- MAUGERI M. (a cura di), *Governo delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali*, Milano, 2015;
- MAUGERI M., *Interesse sociale, interesse dei soci e interesse del gruppo*, in *Giur. comm.*, 2012;

BIBLIOGRAFIA

- MAUGERI M., *Le deliberazioni assembleari "consultive" nella società per azioni*, in *Società, Banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, Torino, 2014;
- MAUGERI M., *Le operazioni con parti correlate nei gruppi societari*, in *Riv. dir. comm.*, 2010;
- MAUGERI M., *Partecipazione sociale e attività di impresa*, Giuffrè, Milano, 2010;
- MAZZONI A., *Operazioni con parti correlate e abusi*, in F. Annunziata (a cura di), *Il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, Egea, Milano, 2015;
- MENGONI L., *Appunti per una revisione della teoria del conflitto di interesse nelle deliberazioni di assemblea delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956;
- MEO G., *Le società di capitali. Le società con azioni quotate in borsa*, in *Trattato Bessone*, vol. XVII, Torino, 2002;
- MICHELIELI N., *Denuncia di gravi irregolarità di gestione e operazioni con parti correlate*, in *giur. comm.*, 2015;
- MICHELIELI N., *Gli amministratori indipendenti nel comitato parti correlate*, in *Giur. Comm.*, fasc. 5, 2014;
- MICHELIELI 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. impr.*, 1986;
- MIGNOLI A., *L'interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 1958;
- MINERVINI G., *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, 1956;
- MINERVINI G., *Sulla tutela dell'«interesse sociale» nella disciplina delle delibere assembleari e di consiglio*, in *Riv. dir. civ.*, I, 1956;
- MIOLA M., *Atti estranei all'oggetto sociale ed autorizzazioni e ratifiche assembleari dal vecchio al nuovo diritto societario*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009;
- MIOLA M., *Le garanzie intragruppo*, Torino, 1993;
- MIOLA M., *Le operazioni con parti correlate*, in AA. VV., *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*, Torino, 2010;
- MIOLA M., *Tesoreria accentrata nei gruppi di società e capitale sociale*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi in onore di Giovanni E. Colombo*, Giappichelli, 2011;

BIBLIOGRAFIA

MONTALENTI P., *Amministrazione e controllo nella società per azioni: riflessioni sistematiche e proposte di riforma*, in *Riv. soc.*, 2013;

MONTALENTI P., BALZOLA S., *La società per azioni quotata*, Bologna, 2014;

MONTALENTI P., *Conflitto di interesse nei gruppi di società e teoria dei vantaggi compensativi*, in *Giur. comm.*, 1995;

MONTALENTI P., *Conflitto di interesse nei gruppi e teoria dei vantaggi compensativi*, in *Giur. comm.*, 1995;

MONTALENTI P., *Corporate governance, sistema dei controlli interni e ruolo della Consob: da garante della trasparenza a presidio della correttezza della gestione?*, in *Rivista delle Società*, fasc.1, 2015;

MONTALENTI P., *Direzione e coordinamento nei gruppi societari: principi e problemi*, in *Riv. soc.*, 2007;

MONTALENTI P., *Il diritto societario dai "tipi" ai "modelli"*, in *Giur. comm.*, 2016;

MONTALENTI P., *Interesse sociale e amministratori*, in AA. VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli «stakeholders»*, Giuffrè, Milano, 2010;

MONTALENTI P., *La società quotata*, in *Trattato Cottino*, IV, Padova, 2004;

MONTALENTI P., *L'attività di direzione e coordinamento: dottrina, prassi, giurisprudenza*, in *Giur. comm.*, 2016;

MONTALENTI P., *Le operazioni con parti correlate tra efficienza gestionale nei gruppi e rischi di conflitti di interessi: quale disciplina?*, in *Atti del Convegno di studio su "La crisi finanziaria: banche, regolatori, sanzioni"*, Courmayeur, 25-26.9.2009;

MONTALENTI P., *Le operazioni con parti correlate*, in *Giur. comm.*, 2011;

MONTALENTI P., *Le operazioni con parti correlate: questioni sistematiche e problemi applicativi*, in *Rivista del diritto commerciale*, 2015;

MONTALENTI P., *Nuovo Diritto delle Società*, n. 12/2010;

MONTALENTI P., *Operazioni infragruppo e vantaggi compensativi: l'evoluzione giurisprudenziale*, in *Giur.it*, 1999;

MONTALENTI P., *Sistemi di controllo interno e corporate governance: dalla tutela delle minoranze alla tutela della correttezza gestoria*, in *Riv. dir. comm.*, 2012;

BIBLIOGRAFIA

- MONTALENTI P., *Tutela delle minoranze, interesse sociale e sistemi di controllo*, in *RDS*, n. 3/2015;
- MONTANARO F., *Impacto Azul: la Corte afferma la compatibilità della normativa portoghese in materia di gruppi di società con l'art. 49 TFUE*, in *Dir. comm. int.*, 2013;
- MOSCARIELLO N., *Le operazioni tra "parti correlate" nella comunicazione d'azienda*, Cedam, Padova, 2007;
- MOSCO G. D., *sub. Art. 2388*, in *Comm. Niccolini-Stagno d'Alcontres*, II, Napoli, 2004;
- MOSSA L., *Trattato del nuovo diritto commerciale*, IV, *Società per azioni*, Cedam, Padova, 1957;
- MUCCIARELLI F. M., *L'azione sociale di responsabilità contro gli amministratori di società quotate*, in *Giur. comm.*, 2000;
- MUELLER-KAHL M. I., WANG L., WU J., *Board Structure: An Empirical Study of Firms in Anglo-American Governance Environments*, in *Managerial Finance*, Vol. 40, Issue 7, 2014;
- MULA L., *La revisione della Direttiva sui Diritti degli Azionisti: un nuovo approccio dell'UE alla corporate governance delle società quotate*, in *Rivista di Diritto Bancario*, giugno 2017;
- MYERS M., *The Perils of Shareholders Voting on Executive Compensation*, in *36 Del. J. Corp. Law* 418, 2011;
- NAHARRO M. F., *El contrato de "cash pooling"*, in *Revista de derecho mercantil*, n. 231, 2014;
- NAZZICONE L., *Art. 2388*, in L. Nazzicone, S. Providenti, *Amministrazione e controlli nella società per azioni*, Milano, 2010;
- NOTARI M., *Diritti di voice degli azionisti e tutela delle minoranze*, in Annunziata F. (a cura di), *Il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, EGEA, Milano, 2015;
- NOTARI M., *La "sterilizzazione" del voto nelle società per azioni: appunti in tema di "whitewash" e dintorni*, in *Riv. dir. comm.*, 2011;
- NOTARI M., *Diritti di voice degli azionisti e tutela delle minoranze*, in Annunziata F. (a cura di), *Il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, 2015, Egea, Milano;
- OECD, *Related Party Transactions and Minority Shareholder Rights*, 2012;
- OLIVIERI G., *Amministratori "indipendenti" e "di minoranza" nella legge sulla tutela del risparmio*, in *AGE*, 2006;

BIBLIOGRAFIA

PACCES A. M., *Hedge Fund Activism and the Revision of the Shareholder Rights Directive*, in *ECGI, Law Working Paper No. 353/2017*;

PACCES A. M., *Rethinking Corporate Governance: The Law and Economics of Control Powers*, Routledge Research In Corporate Law, 2012;

PALMITER A. R., *Corporations*, New York, 2015;

PALMITER A. R., *Incompleteness of Agency Theory: Dark Matter in the US Corporation*, in *Corporate Governance and Control Systems in the Public Corporation*, Firenze, 2012;

PAVONE LA ROSA A., *Nuovi profili della disciplina dei gruppi societari*, in *Rivista delle società*, 2003;

PEDERZINI E., *La nuova disciplina dei diritti degli azionisti*, Commentario a cura di G. Guerrieri, *sub artt. 2366, 2367, 2368. 2370 c.c., 127 t.u.f.*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2011;

PEDERZINI E., *L'amministrazione e la rappresentanza*, in M. Bione-R. Guidotti-E. Pederzini (a cura di), *La nuova società a responsabilità limitata*, Padova, 2012;

PEDERZINI E., *Percorsi di diritto societario europeo*, Giappichelli, Torino, 2016;

PENITO A., *La fallibilità dell'holder persona fisica*, in *Fallimento*, 2, 2009;

PENNISI R., *La legittimazione della società diretta all'azione di responsabilità per abuso di direzione e coordinamento*, in *Società, banche crisi di impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, Torino, 2014;

PERASSI M., *Consiglieri indipendenti e di minoranza*, in *AGE*, 2007;

PERICU A., *Il ruolo degli amministratori indipendenti nei paesi dell'Europa continentale*, in *Analisi giuridica dell'economia*, n. 1, 2003;

PERRINO M., *Il gruppo di società tra fatto e contratto*, in *Foro it.*, 2009;

PETRAZZINI B., *Commento art. 2364*, in G. Cottino e al. (a cura di), *Il nuovo diritto societario*, Vol. 1, Zanichelli, Bologna, 2004;

PICCIAU A., *Commento sub art. 2393, 2393-bis, 2394*, in F. Ghezzi (a cura di), *Commentario alla riforma delle società. Amministratori*, Milano, 2005;

PICCIAU A., *Commento sub. art. 129*, in *La disciplina delle società quotate. Commentario Marchetti-Bianchi*, Milano, 1999;

BIBLIOGRAFIA

PINTO V., *Art. 2388*, in D'Alessandro (diretto da), *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, II, 2, Padova, 2011;

PINTO V., *Brevi osservazioni in tema di deliberazioni assembleari e gestione dell'impresa nella società per azioni*, in *Riv. dir. imprese*, 2004;

PINTO V., *La responsabilità degli amministratori per <danno diretto> agli azionisti*, in P. Abbadessa-G.B. Portale (diretto da), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, Vol. 2, Torino, 2006;

PINTO V., *La tutela risarcitoria dell'azionista fra <danno diretto> e <danno riflesso>*, Pisa University Press, Pisa, 2012;

PISANI MASSAMORMILLE A., *Appunti sugli amministratori indipendenti*, in *Riv. dir. soc.*, 2008;

PIZZO M., *Related party transactions under a contingency perspective*, in *Journal of Management & Governance*, Vol. 17, No. 2, 2013;

PLATTNER L., *Indipendenti nel CDA? Sì ma sul serio*, in *lavoce.info*, 2008;

POLI S., *L'evoluzione della governance delle società chiuse*, Milano, 2010;

POMELLI A., "Delisting" di società quotate tra interesse dell'azionista di controllo e tutela degli azionisti di minoranza, in *Riv. soc.*, 2009;

POMELLI A., *Commento all'art. 2391-bis del codice civile (Operazioni con parti correlate)*, in A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Commentario breve al Diritto delle Società*, Padova, 2005;

POMELLI A., *Commento all'art. 2391-bis del codice civile (Operazioni con parti correlate)*, in A. Maffei Alberti (a cura di), *Commentario breve al Diritto delle Società*, Cedam, Padova, 2015;

POMELLI A., *Related-Party Transactions and the Intricacies of Ex Post Judicial Review: The Parmalat/Lactalis Case*, in *ECFR*, 1/2016;

PORTALE G. B., *La parabola del capitale sociale nella s.r.l. (dall'« importanza quasi-sacramental » al ruolo di « ferro vecchio »?)*, in *Rivista delle Società*, fasc. 5, 2015;

PORTALE G. B., *Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in P. Abbadessa-G. B. Portale (diretto da), *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum Gian Franco Campobasso, Utet, Torino, 2006;

PORTALE G.B., *Un nuovo capitolo del governo societario tedesco: l'adeguatezza del compenso dei Vorstandsmitglieder*, in *Riv. soc.*, 2010;

BIBLIOGRAFIA

- PREITE D., *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nelle società per azioni*, in G. E. Colombo-G. B. Portale (a cura di), *Trattato delle società per azioni*, Utet, III, Torino, 1993;
- PRENTICE D.D., *Groups of Companies: The English Experience*, in K. J. Hopt (ed.), *Groups of Companies in Europe*, 1982;
- PRESTI G., MACCABRUNI F. F., *Gli amministratori indipendenti: mito e realtà nelle esperienze anglosassoni*, in *Analisi giuridica dell'economia*, n. 1, 2003;
- PUCCI E., *Disciplina degli amministratori indipendenti*, in *Dir. e pratica società*, fasc. 3, 2007;
- PUCCI E., *Il parere degli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate: profili funzionali*, in *Rivista delle Società*, 2014;
- RAMMELOO S., *The Judgment in CJEU C-186/12 (Impacto Azul): Company Law, Parental Liability and Article 49 TFEU - A Plea for a 'Soft Law' Oriented EU Law*, in *European Company Law*, 2014;
- REBOA M., *Il monitoring board e gli amministratori indipendenti*, in *Giur. comm.*, 2010;
- REGOLI D., *Gli amministratori indipendenti e i codici di autodisciplina*, in M. Vietti (diretto da), *La governance nelle società di capitali. A dieci anni dalla riforma*, Milano, 2013;
- REGOLI D., *Gli amministratori indipendenti tra fonti private e fonti pubbliche e statuali*, in *Riv. soc.*, 2008;
- REGOLI D., *Gli amministratori indipendenti*, in P. Abbadessa, G.B. Portale (diretto da), *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum Gian Franco Campobasso, Vol. 2, Torino, 2006;
- REPENNING N. P., HENDERSON R.M., *Making the Numbers? "Short-Termism" & The Puzzle of Only Occasional Disaster*, *Harv. Bus. Sch.*, Working Paper No.11-033, 2011;
- REYNISSON K., *Related Party Transactions: Analysis of Proposed Article 9c of Shareholders' Rights Directive*, in *European Company Law*, Vol. 13, 2016;
- RIMINI E., *Brevi note sulla responsabilizzazione degli amministratori indipendenti alla luce del nuovo regolamento Consob sulle operazioni con parti correlate*, in *Il nuovo diritto delle società*, 2010;
- ROCK E. B., *Institutional Investors in Corporate Governance*, in J. N. Gordon-W. Ringe (a cura di), *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, Oxford University Press, 2015;
- ROCK E. B., *Saints and Sinners: How Does Delaware Corporate Law Work?*, 44 *UCLA Law Review*, 1997;

BIBLIOGRAFIA

- ROE M. J., *Corporate Short-Termism In the Boardroom and in the Courtroom*, 68 *BUS.LAW.*, 2013;
- ROMANO R., *The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance*, 114, *Yale L. J.*, 2005;
- ROMANO R., *The Shareholder Suit: Litigation Without Foundation?*, in *J. Law Econ. & Org.*, 7, 1991;
- RONDINELLI M., *Il sistema di amministrazione e controllo nella società per azioni tedesca*, in E. Pederzini (a cura di), *Percorsi di diritto societario europeo*, Torino, 2016;
- RONDINELLI M., *L'armonizzazione nel diritto delle società: evoluzione e prospettive*, in E. Pederzini, *Percorsi di diritto societario europeo*, Giappichelli, Torino, 2016;
- RONDINONE N., *Società (gruppi di)*, voce del *Digesto delle discipline privatistiche, Sezione commerciale*, Aggiornamento, Torino, 2009;
- RORDORF R., *I gruppi nella recente riforma del diritto societario*, in *Società*, 2004;
- RORDORF R., *Gli amministratori indipendenti*, in *Giur. comm.*, 2007;
- RORDORF R., *TUF e sistema legislativo*, in Annunziata F. (a cura di), *Il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, EGEA, Milano, 2015;
- ROSA A., *Responsabilità limitata e partecipazione sociale nella nuova s.p.a.*, Volume 395 di Quaderni di Giurisprudenza commerciale, Milano, 2016;
- ROSSI A., *sub art. 129*, in A. Maffei Alberti (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, Padova, 2001;
- ROSSI A., *sub art. 2393-bis*, in A. Maffei Alberti (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, I, Padova, 2005;
- ROSSI G., *Competizione regolamentare e contrattualizzazione del diritto societario*, in G. Carcano, C. Mosca, M. Ventoruzzo, *Regole del mercato e mercato delle regole*, *Atti del convegno internazionale di studi*, Venezia, 13-14 novembre 2015, Milano, 2016;
- ROSSI G., *Il conflitto epidemico*, Milano, 2003;
- ROSSI M., *Responsabilità e organizzazione dell'esercizio dell'impresa di gruppo*, in *Riv. dir. comm.*, 2007;
- ROSSI S., COLOMBO R., *Commento sub art. 2408*, in E. Gabrielli (a cura di), *Commentario al codice civile*, Milano, 2015;

BIBLIOGRAFIA

RUSSO R., *La società unipersonale in argentina: un confronto con l'Italia*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2015;

SABATELLI E., *Questioni in tema di legittimazione dell'esercizio dell'azione sociale di responsabilità da parte della minoranza*, in *Banca borsa, titoli di credito*, 2001;

SACCHI R., *Il mercato delle regole: condizioni d'uso*, in L. A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari (a cura di), *Diritto, mercato ed etica*, Milano, 2010;

SACCHI R., *Sulla responsabilità da direzione e coordinamento nella riforma delle società di capitali*, in *Giur. comm.*, 2003;

SALAFIA V., *Le operazioni con parti correlate*, in *Le Società*, 2010;

SALANITRO N., *Nozione e disciplina degli amministratori indipendenti*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008;

SALANITRO N., *Nozione e disciplina degli amministratori indipendenti*, in AA. VV., *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*. Liber amicorum Antonio Piras, Torino, 2010;

SALTER M. S., *How Short-Termism Invites Corruption... And What to Do About It*, 16 19, *Harv. Bus. Sch.*, Working Paper No.12-094, 2012;

SAMBUCCI L., *Commento all'art. 2395*, in G. Niccolini, A. Stagno d'Alcontres (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, Napoli, 2004;

SAMBUCCI L., *Commento all'art. 2393-bis del codice civile*, in E. Gabrielli (a cura di), *Commentario al codice civile*, Milano, 2015;

SAMBUCCI L., *sub art. 2391-bis*, in N. Abriani-M. Stella Richter Jr. (a cura di), *Codice commentato delle società*, Torino, 2010;

SANFILIPPO P. M., *Gli amministratori*, in M. Cian (a cura di), *Diritto commerciale*, Volume II, Giappichelli, Torino, 2016;

SANFILIPPO P. M., *I codici di autodisciplina societaria: i nuovi profili di enforcement*, in V. Di Cataldo, P. M Sanfilippo (a cura di), *Le fonti private del diritto commerciale*, Milano, 2008;

SANTORO V., *I poteri delle minoranze*, in A. Patroni Griffi-M. Sandulli-V. Santoro (a cura di), *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, Torino, 1999;

SANTOSUOSSO D. U., *I compensi dei componenti degli organi sociali e degli altri dirigenti con responsabilità strategiche*, in V. Cariello (a cura di) *Le operazioni con parti correlate*, Milano, 2011;

BIBLIOGRAFIA

- SANZO S., *Denuncia al collegio sindacale e al tribunale*, in *Giur. it.*, 2013;
- SAVOLDI C., *Una prima decisione in tema di recesso e gruppi di società: l'inizio e la cessazione dell'attività di direzione e coordinamento*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2016;
- SBISÀ G., *Art. 2497*, in G. Sbisà (a cura di), *Direzione e coordinamento di società*, in *Commentario alla riforma delle società*, P. Marchetti-L. A. Bianchi-F. Ghezzi-M. Notari (diretto da), Milano, 2012;
- SBISÀ G., *Responsabilità della capogruppo e vantaggi compensativi*, in *Contr. impr.*, 2003;
- SCANO A., *Premesse a uno studio sulla motivazione delle decisioni societarie: spunti dal diritto europeo*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, n. 3/2016;
- SCHIANO DI PEPE G., *Gruppi di imprese e conflitto d'interessi. Una storia infinita*, in *Corr. Giur.*, 1991;
- SCOGNAMIGLIO G., *"Clausole generali", principi di diritto e gruppi di società*, in *Riv. dir. priv.*, 2011;
- SCOGNAMIGLIO G., *Autonomia e coordinamento nella disciplina dei gruppi di società*, Giappichelli, Torino, 1996;
- SCOGNAMIGLIO G., *Interesse sociale e interesse di gruppo*, in AA.VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders. In ricordo di Pier Giusto Jaeger. Atti del convegno, Milano, 9 ottobre 2009*, Milano, 2010;
- SCOGNAMIGLIO G., *La nuova s.r.l. e i gruppi di società*, in G. Cian (a cura di), *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, Padova, 2004;
- SCOGNAMIGLIO G., *Poteri e doveri degli amministratori nei gruppi di società dopo la riforma del 2003*, in G. Scognamiglio (a cura di), *Profili e problemi dell'amministrazione nella riforma delle società*, Milano, 2003;
- SCOGNAMIGLIO G., *Prospettive di tutela dei soci esterni*, in *EAD.*, *Autonomia e coordinamento nella disciplina dei gruppi di società*, Torino, 1996;
- SCOGNAMIGLIO G., *Danno sociale e azione individuale nella disciplina della responsabilità da direzione e coordinamento*, in P. Abbadessa-G.B. Portale (diretto da), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, Vol. 3, Torino, 2007;
- SCOTTI CAMUZZI S., *I gruppi fra diritto delle società e diritto dell'impresa*, in AA. VV., *I gruppi di società, Atti del convegno internazionale di studi*, Venezia, 16-17-18 novembre 1995, Vol. 2, Milano, 1996;

BIBLIOGRAFIA

SEMEGHINI D., *Il dibattito statunitense sulla business judgment rule: spunti per una rivisitazione del tema*, in *RDS*, 2, 2013;

SEMEGHINI D., *Valutazioni preventive e retrospettive sulle operazioni con parti correlate: spunti dalla comparazione con la giurisprudenza del Delaware*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, fasc. 1, gennaio 2016;

SEMINARA L., *L'informazione c.d. «esterna» sulle operazioni con parti correlate infragruppo*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 1/2013;

SHORT H., KEASEY K., *Institutional Shareholders and Corporate Governance in the United Kingdom*, in K. Keasey-S. Thompson-M. Right, *Corporate Governance. Economic, Management, and Financial Issues*, Oxford, 1997;

SKEEL D. A. JR., *Defending the (Delaware) corporate law bastion*, in G. Carcano, C. Mosca, M. Ventoruzzo, *Regole del mercato e mercato delle regole*, Atti del convegno internazionale di studi, Venezia, 13-14 novembre 2015, Milano, 2016;

SMITH M.P., *Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS*, in *Journal of Finance*, 51, 1996;

SØRENSEN K. E., *Group of Companies in the Case Law of the Court of Justice of the European Union*, in *EBLR*, 2016;

SOTTORIVA C., *Commento al d.lg. 28 dicembre 2004, n. 310*, in *Soc.*, 2005;

SPOLIDORO M. S., *La tutela dei soci di minoranza e dei creditori della holding nella nuova disciplina delle società di capitali*, in *Scritti in onore di Vincenzo Buonocore*, III, t. 3, Milano, 2005;

STELLA RICHTER M. JR., *Alcune riflessioni sulla disciplina dell'amministrazione delle società quotate*, in Annunziata F. (a cura di), *Il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, EGEA, Milano, 2015;

STESURI A., *Il conflitto di interessi*, Milano, 1999;

STRAND T., *Short-termism in the european union*, 22 *Colum. J. Eur. L.* 15, 2015-2016;

STRINE L. E. JR., *One Fundamental Corporate Governance Question We Face: Can Corporations Be Managed for the Long-Term Unless Their Powerful Electorates Also Act and Think Long-Term?*, 66 *BUS. LAW.* 1, 2010;

TARDE A., *Related Party Transactions in the Revised Shareholder Rights Directive*, in *OBLB*, 2017;

BIBLIOGRAFIA

- TEDESCHI C., *“Potere di orientamento” dei soci nelle società per azioni*, Milano, 2005;
- TEUBNER G., *Unitas Multiplex: Corporate Governance in Group Enterprises*, in D. Sugarman-G. Teubner (a cura di), *Regulating Corporate Groups in Europe*, Baden-Baden, Nomos, 1990;
- THOMAS R. S., *Improving Shareholder Monitoring of Corporate Management by Expanding Statutory Access to Information*, in 38 *Arizona Law Rev.*, 1996;
- THOMPSON R. B., THOMAS R. S., *A Theory of Representative Shareholder Suits and its Application to Multijurisdictional Litigation*, in *Northwestern University Law Review*, Vol. 106, No. 4, 2012;
- THOMPSON R. B., THOMAS R. S., *The Public and Private Faces of Derivative Lawsuits*, in R. Romano, *Foundations of Corporate Law*, (2d ed.), 2010;
- TINA A., *L'esonero da responsabilità degli amministratori di s.p.a.*, Milano, 2008;
- TOMASI T., *Commento sub art. 2393-bis*, in A. Maffei Alberti (a cura di), *Commentario breve al diritto delle società*, 2015;
- TOMBARI U., *Amministratori indipendenti, “sistema dei controlli” e corporate governance: quale futuro?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, fasc. 5, 2012;
- TOMBARI U., *Diritto dei gruppi di imprese*, Giuffrè, Milano, 2010;
- TOMBARI U., *Il “diritto dei gruppi”: primi bilanci e prospettive per il legislatore comunitario*, in *Rivista di diritto commerciale*, 2015;
- TOMBARI U., *La tutela dei soci nel gruppo di società*, in *Riv. dir. soc.*, 2016;
- TOMBARI U., *Riforma del diritto societario e gruppo di imprese*, in *Giur. comm.*, 2004;
- TRÖGER T. H., *Corporate Groups, A German's European Perspective*, SAFE Working Paper No. 66, 2014;
- VALZER A., *Le responsabilità da direzione e coordinamento di società*, Torino, 2011;
- VAN DER ELST C., *Empowering the Audit Committee and the Auditor in Related Party Transactions*, in *ECGI*, 2016;
- VAN DER ELST C., VERMEULEN E. P. M., *Europe's Corporate Governance Green Paper: Rethinking Shareholder Engagement*, in H. S. Birkmose-M. Neville-K. E. Sørensen, *The European Financial Market in Transition*, Wolters Kluvers, 2012;

BIBLIOGRAFIA

VENTORUZZO M., *Commento sub art. 2388*, in *Amministratori (artt. 2380-2396)*, in F. Ghezzi (a cura di), *Commentario Marchetti*, Milano, 2005;

VENTORUZZO M., *Commento sub art. 2391-bis*, in *Amministratori (artt. 2380-2396)*, in F. Ghezzi (a cura di), *Commentario Marchetti*, Milano, 2005;

VENTORUZZO M., *Responsabilità da direzione e coordinamento e vantaggi compensativi futuri*, in *Riv. soc.*, 2016;

VENTRELLA T., *L'azione di responsabilità da direzione e coordinamento di società*, in *Giur. Comm.*, fasc. 3, 2016;

VIETTI M., AULETTA F., LO CASCIO G., TOMBARI U., ZOPPINI A., *La riforma del diritto societario, Lavori preparatori. Testi e materiali*, Milano, 2006;

VIETTI M., *Linee guida della riforma del diritto societario*, in *Società*, 2003;

WELLER M. P., BAUER J., *Europäisches Konzernrecht: vom Gläubigerschutz zur Konzernleitungsbefugnis via Societas Unius Personae*, in *ZEuP*, 2015;

WERLAUFF E., *Group and Community – the European Court's Development of an Independent Community Law Concept of the Group and its Significance for National Company Law*, in *European Company Law*, 2007;

WERLAUFF E., *One stop group law shop?*, in *European Company Law*, 2012;

WIEDEMANN H., *Die Unternehmensgruppe im Privatrecht [The Corporate Group in Private Law]*, 1988;

WIEDEMANN H., *The German Experience with the Law of Affiliated Enterprises*, in *Groups of Companies in European Laws* 59, Berlin, New York, 1982;

WOLF S. E., *Oversight of Related Party Transactions: A Discussion of Best Processes*, in *The Corporate Governance Advisor*, 2012;

YABLON C. M., *On the Allocation of Burdens of Proof in Corporate Law: An Essay on Fairness and Fuzzy Sets*, 13 *Cardozo L. Rev.* 497, 502 n.16, 1991;

YAFEH V. Y., KHANNA T., *Business Groups and Risk Sharing around the World*, in *www.ssrn.com*, 2002;

ZAMPERETTI G., *Il dovere di informazione degli amministratori nella governance della società per azioni*, Milano, 2005;

BIBLIOGRAFIA

ZANARONE G., *La tutela dei soci di minoranza nella nuova S.r.l.*, in G. Cian (a cura di), *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, Padova, 2004;

ZATTONI A., *Assetti proprietari e corporate governance*, Milano, *EGEGA*, 2006;

ZHAO Y., *Corporate Governance and Directors' Independence*, Alphen aan den Rijn, 2011;

ZOPPINI A., *Note sull'amministratore indipendente di gruppo*, in *Riv. not.*, 2010;