

Luiss
Libera Università
Internazionale
degli Studi Sociali
Guido Carli

Tesi del dottorato di ricerca in Diritto degli Affari
Ciclo XX

Le operazioni con parti correlate

Relatori
Ch.mo Prof. Lorenzo De Angelis
Ch.mo Prof. Antonio Blandini

Candidato
dott. Gianfranco Liace

INDICE

Introduzione

CAPITOLO I LE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE

1. L'ambito di applicazione dell'art. 2391 *bis*: *la nozione di parti correlate*
2. La struttura e la portata della disciplina delle operazioni con parti correlate
3. La nozione di operazioni
4. La disciplina delle operazioni con parti correlate e le regole sulla trasparenza
5. L'art. 2391 *bis* c.c.. Osservazioni sulla redazione tecnica della norma
6. Le regole volte ad assicurare la correttezza procedurale e sostanziale dell'operazione
7. L'informazione sulle operazioni con parti correlate nei principi contabili internazionali: IAS 24
8. Operazioni con parti correlate e direzione e coordinamento di società
9. Inosservanza dell'art. 2391 *bis* e delle disposizioni Consob. Conseguenze sul piano giuridico

CAPITOLO II LE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE NEL REGOLAMENTO EMITTENTI E NEL TUB

1. La disciplina dell'informazione al mercato sulle operazioni con parti correlate prevista dal t.u.i.f. e dal Regolamento emittenti
2. La nozione di *parti* correlate nella disciplina dell'informazione al mercato
3. La nozione di *operazione* con parti correlate nella disciplina dell'informazione al mercato

4. Gli obblighi di *disclosure* previsti dalla disciplina dell'informazione al mercato
5. La disciplina dei rapporti bancari con i c.d. soggetti correlati
6. Le obbligazioni degli esponenti bancari

CAPITOLO III I CODICI DI AUTODISCIPLINA

1. Le operazioni con parti correlate nel Codice di Autodisciplina delle società quotate
2. Le operazioni con parti correlate nel Codice di Autodisciplina delle società quotate che richiedono l'assistenza di esperti indipendenti
3. Gli interessi degli amministratori nella disciplina delle operazioni con parti correlate prevista dal codice di autodisciplina delle società quotate

CAPITOLO IV IL CONFINE TRA IL CONFLITTO DI INTERESSI E OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE

1. Le operazioni poste in essere dagli amministratori interessati. L'obbligo di informazione
2. Gli organi di controllo e le operazioni con parti correlate
3. Il rapporto tra la disciplina prevista dall'art. 2391 *bis* e l'art. 2391

Bibliografia

INTRODUZIONE

Il tema delle operazioni con parti correlate è ormai riconosciuto essere uno degli argomenti maggiormente significativi del sistema di *corporate governance*¹ adottato da ciascuna società e, peraltro, si attiene a due problematiche distinte: da un lato, le modalità con le quali gli amministratori assumono le decisioni riguardanti le operazioni con parti correlate; dall'altro, le modalità di rappresentazione in bilancio di tali operazioni e, più in generale, dei rapporti intrattenuti con parti correlate. Il secondo aspetto si inquadra in quello più generale della trasparenza informativa delle operazioni con parti correlate, oggetto della regolamentazione Consob. L'evoluzione normativa prevede l'adozione di regole che assicurino la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate da parte degli organi di amministrazione delle società quotate, e in attesa che la Consob indichi i principi generali, le società quotate si sono dotate di "linee guida", le quali stabiliscono le regole finalizzate ad agevolare la

¹ La Banca d'Italia, in data 4 marzo 2008, ha emanato le nuove *Disposizioni di vigilanza in tema di organizzazione e governo societario delle banche*, ed in particolare a pag. 4 (Sistemi di amministrazione e controllo e progetto di governo societario. Linee applicative, lett. b), precisa che il progetto di governo societario deve: <<descrivere le specifiche scelte attinenti alla struttura organizzativa (compiti, poteri e composizione degli organi aziendali; sistema delle deleghe; regime di controllo contabile; sistemi di incentivazione e remunerazione; flussi informativi), ai diritti degli azionisti (in materia di recesso, quorum deliberativi dell'assemblea e per l'impugnativa delle delibere assembleari e consiliari, rappresentanza, etc.), alla struttura finanziaria (categorie di azioni e limiti alla loro circolazione, strumenti finanziari partecipativi, patrimoni destinati, etc.), alle modalità di gestione dei conflitti di interesse (ad esempio, **operazioni con parti correlate**, obbligazioni degli esponenti aziendali, etc.).

raccolta delle informazioni atte a dare una corretta rappresentazione in bilancio delle operazioni e dei rapporti con parti correlate.

Nella prassi i rapporti fra parti correlate sono molto frequenti, rilevato che le imprese svolgono parte della loro attività attraverso società controllate o collegate ed acquisiscono partecipazioni in altre imprese a scopo di investimento o per ragioni commerciali. I rapporti con parti correlate possono avere un effetto sulla situazione patrimoniale-finanziaria e sui risultati operativi dell'impresa, in quanto possono essere effettuate operazioni a corrispettivi differenti da quelli intercorrenti fra imprese indipendenti, od operazioni che società indipendenti non effettuerebbero. I risultati operativi e la situazione patrimoniale-finanziaria dell'impresa, quindi, possono essere influenzati da rapporti con controparti correlate anche nel caso in cui non si verificano operazioni con le stesse. La semplice esistenza del rapporto può essere sufficiente per influire sulle operazioni dell'impresa con altre parti, ad esempio, una controllata può interrompere i propri rapporti con una controparte commerciale a partire dal momento dell'acquisizione da parte della capogruppo di un'altra controllata che svolge la stessa attività della precedente controparte.

Il legislatore con il d. lgs. 28 dicembre 2004, n. 310, ha introdotto nel codice civile la disciplina delle operazioni con parti correlate che, in passato, era prevista solo nella normativa secondaria della Consob e nei Codici di autodisciplina delle società quotate. Si tratta di una disciplina

volta ad individuare situazioni di possibile “*pericolo*”, in quanto *inquinata*² dal sospetto che le operazioni con parti correlate possano essere ispirate da interessi non esclusivamente sociali, tanto che sotto un profilo sistematico, la norma va collocata accanto alla disciplina del conflitto di interessi.

Il legislatore della riforma non offre però una definizione di “*parti correlate*” né tanto meno di “*operazioni con parti correlate*”³. Occorre pertanto far capo alle fonti secondarie che regolamentano la materia e, a tal proposito, si indicano: le Comunicazioni Consob del 30 settembre 2002 e del 10 aprile 2003, il Regolamento Consob del 14 maggio 1999, n. 11071, art. 71 *bis*, nonché i principi contabili internazionali.

Per quanto concerne l'individuazione degli elementi che integrano la previsione di operazioni con parti correlate, il richiamo al principio contabile internazionale fa riferimento a qualsiasi trasferimento di risorse od obbligazioni fra parti correlate, indipendentemente dal fatto che sia stato pattuito un corrispettivo. Se sono state effettuate operazioni classificabili come operazioni con parti correlate, il principio contabile prevede che per il bilancio di esercizio debba essere indicata la natura dei rapporti dell'impresa con tali parti e in particolare: a) il volume delle operazioni, in valore assoluto o percentuale; b) il valore

² L'espressione è di P. FERRO-LUZZI, *Le innovazioni alla disciplina societaria: obbligazioni e operazioni con parti correlate*, in *Bancaria*, 2004, p. 47.

³ C. SOTTORIVA, *Commento al d. lgs. 28 dicembre 2004, n. 310*, in *Società*, 2005, p. 208; R. MORO VISCONTI, *Operazioni con parti correlate*, in *Impresa c.i.*, 2003, p. 1535; F. DI SABATO, *Diritto delle società*, Milano, 2005, p. 569; A. BLANDINI, *Società quotate e società diffuse*, in *Tratt. di diritto civile del CNN*, diretto da P. Perlingieri, vol. V, 10, Napoli, 2005, p. 318.

assoluto o percentuale dei saldi di bilancio; c) le politiche dei prezzi adottati con riferimento a tali operazioni. Sulla base delle previsioni dello IAS 24, se, quindi, da un lato, si può presumere che le operazioni oggetto di informazione – ai sensi dell’art. 71 *bis* – assumono rilevanza anche ai fini del bilancio, dall’altro occorre considerare che esse non necessariamente esauriscono il novero delle operazioni con parti correlate da rappresentare nel bilancio stesso. L’esigenza di includere in tale documento informazioni, seppure in forma aggregata, su ulteriori rapporti con parti correlate può ravvisarsi, in particolare, anche ove tali rapporti individualmente non influiscono significativamente sui risultati operativi e sulla posizione finanziaria dell’impresa, ma determinano nel loro complesso effetti rilevanti.

I principi contabili internazionali non disciplinano la correttezza sostanziale dell’operazione, né le modalità con le quali l’operazione viene decisa, ma si occupano solo delle informazioni che gli emittenti sono tenuti a fornire in una prospettiva diversa da quella qui considerata.

Le disposizioni Consob si occupano della sola trasparenza delle operazioni in relazione al mercato; invece il Codice di comportamento delle società quotate prevede che le regole di governo societario siano frutto di un’autoregolamentazione; regole che non sembrano adatte a garantire un adeguato livello di protezione per gli azionisti di minoranza. La dottrina ha evidenziato la scarsa efficacia di sanzioni di tipo reputazionale; mentre si sarebbe potuto imporre espressamente l’inserimento negli statuti delle regole interne, dettate in materia, al fine

di rendere le violazioni più facilmente sanzionabili da parte dell'autorità giudiziaria⁴. Inoltre, le nozioni di correttezza “sostanziale” e “procedurale” non trovano nel Codice una puntuale definizione.

Le operazioni con parti correlate, a seguito della legge 28 dicembre 2005, n. 262, hanno trovato ingresso nel t.u.b., ed in particolare agli artt. 53 e 136⁵. L'interesse del legislatore per i rapporti tra banche e

⁴ L. ENRIQUES, *Codici di corporate governance, diritto societario e assetti proprietari: alcune considerazioni preliminari*, in *Banca Impresa e Società*, 2003, p. 97 ss. Il sistema tedesco, invece, dedica numerose previsioni legislative alla disciplina delle operazioni con parti correlate, anche se poi non fornisce agli azionisti gli strumenti necessari per l'applicazione delle stesse. Sembra quasi che le previsioni della legge tedesca ambiscano più ad avere la portata dei canoni etici e che siano state concepite non tanto per essere applicate nei tribunali quanto per costituire il fondamento di sanzioni reputazionali.

⁵ Le nuove disposizioni dettate dalla Banca d'Italia, richiamate alla nt. 1, inoltre, precisano (alla Sez. 2.1. Organi con funzioni di supervisione strategica e di gestione) che: <<tenuto conto della disciplina civilistica in tema di interessi degli amministratori per i sistemi tradizionale e monistico (artt. 2391 e 2409-noviesdecies, comma 1, c.c.), le banche adottano, nell'ipotesi di attribuzione al consiglio di sorveglianza della funzione di supervisione strategica, idonee disposizioni statutarie che assicurino adeguata trasparenza e sostanziale correttezza nell'assunzione delle deliberazioni riguardanti operazioni per le quali i consiglieri di sorveglianza abbiano interessi, per conto proprio o di terzi. In tali circostanze i consiglieri devono dare notizia di tale interesse, precisandone la natura, i termini, l'origine e la portata. La deliberazione deve inoltre adeguatamente motivare le ragioni e la convenienza per la società dell'operazione>>. Resta ferma l'applicazione della disciplina delle obbligazioni degli esponenti bancari e delle attività di rischio verso soggetti collegati di cui, rispettivamente, agli artt. 136 e 53 del t.u.b.. Alla Sez. 2.2. rubricata “Organo con funzione di controllo”, si precisa che: <<nell'ambito dei controlli sulla corretta amministrazione, l'organo di controllo verifica e approfondisce cause e rimedi delle irregolarità gestionali, delle anomalie andamentali, delle lacune degli assetti organizzativi e contabili. Particolare attenzione andrà rivolta al rispetto della regolamentazione concernente i conflitti di interesse>>; inoltre <<si richiamano al riguardo sia le disposizioni codicistiche di cui agli artt. 2391 e 2391 bis, sia le specifiche previsioni per le banche riguardanti le attività di rischio verso soggetti collegati e le obbligazioni degli esponenti bancari, di cui rispettivamente agli artt. 53 e 136 del TUB. Assumono rilievo inoltre le disposizioni sui conflitti di interesse nella prestazione di attività e servizi di investimento contenute nel Regolamento attuativo dell'art. 6, comma 2 bis, del t.u.i.f.>>.

soggetti collegati sorge in diretta connessione con le risultanze dell'*Indagine sui rapporti tra il sistema delle imprese, i mercati finanziari e la tutela del risparmio*⁶, che tende ad assoggettare le transazioni societarie, ed in particolare quelle bancarie, a disposizioni idonee a garantire la trasparenza e la correttezza, soprattutto se vi è un conflitto di interessi, o la controparte sia in grado di esercitare un'indebita influenza sul processo decisionale. Le Commissioni parlamentari ritennero che occorresse: *<<...promuovere e, se necessario, imporre la trasparenza dei rapporti di partecipazione al capitale bancario e dei rapporti di finanziamento che legano reciprocamente le banche e le imprese loro azioniste, ed eliminare il conflitto di interesse nel quale versa l'imprenditore che, azionista della banca, sia anche prenditore di credito da parte della stessa, precludendo a tale soggetto, quando l'esposizione debitoria ecceda una data soglia rilevante, la possibilità di esercitare qualsiasi influenza sulle decisioni riguardanti le scelte d'indirizzo e la gestione della società bancaria>>*. L'art. 53 t.u.b. ha ad oggetto la disciplina delle esposizioni capaci di generare un rischio di carattere creditizio nei confronti di controparti in grado di condizionare i processi decisionali della banca o del gruppo o, infine, dei soggetti ad essi collegati. La norma testé richiamata, quindi, consente, secondo parte della dottrina, di poter affermare che essa costituisce una specificazione del comma 1, lett. *b*), dello stesso articolo, che permette alle autorità di controllo di

⁶ Il documento sopra richiamato è stato approvato dalle Commissioni riunite Finanza (VI) e attività produttive, commercio e turismo (X) della Camera dei Deputati il 18 marzo 2004.

emanare disposizioni in materia di contenimento del rischio nelle sue diverse configurazioni⁷.

Il profilo oggettivo dell'art. 53 t.u.b. è rappresentato dall'assunzione delle "attività di rischio", pertanto, non sono compresi i rapporti che non rientrano nel predetto profilo, pur determinando per la banca l'assunzione di un rischio, come ad esempio l'impegno assunto dall'ente creditizio a garantire il capitale investito in una gestione patrimoniale, o nel caso di rapporti di natura non finanziaria come i rapporti tra parti correlate. Le dette fattispecie potranno essere regolate dall'art. 53, comma 4 *quater* t.u.b., che disciplina i conflitti di interesse tra le banche e i soggetti indicati dal comma 4 della medesima norma⁸. L'art. 136 t.u.b., invece, nel regolamentare le obbligazioni assunte dagli esponenti bancari, prevede che le operazioni compiute con il denaro, i beni o la garanzia della banca o società del gruppo a vantaggio dei titolari di poteri di amministrazione, direzione o controllo sulle stesse, ovvero di soggetti ai medesimi collegati, siano sottoposte ad una specifica valutazione degli organi di amministrazione e di controllo della banca, al fine di prevenire il conflitto che potrebbe sussistere tra

⁷ R. BASSO, *La vigilanza sulle banche*, in *Diritto delle banche e degli intermediari finanziari*, a cura di E. Galanti, *Trattato di diritto dell'economia*, vol. V, diretto da E. Picozza e E. Gabrielli, Padova, 2008, p. 559. L'A., inoltre, sostiene che la disciplina dettata dall'art. 53, 4° co., t.u.b. non sia applicabile solo alla vigilanza sui grandi fidi, ma anche nell'ipotesi in cui l'esposizione nei confronti di un soggetto collegato non sia di ammontare tale da creare pericoli di un'eccessiva concentrazione dell'attivo verso il medesimo soggetto o un gruppo di soggetti connessi.

⁸ R. BASSO, *op. cit. ibidem*. L'A. osserva che, sebbene anche questa disposizione abbia per oggetto il pericolo di inquinamento del processo decisionale, tale rischio non è in relazione all'assunzione di rischi creditizi concernenti l'attivo della banca ma, più in generale, all'esigenza di salvaguardare la sana e prudente gestione della banca.

l'interesse della banca o società del gruppo e il diverso interesse del quale l'esponente aziendale può essere portatore. Alla luce di tale *ratio*, le operazioni che rientrano nell'ambito di applicazione della norma sono costituite dai rapporti contrattuali nei quali assume rilevanza la qualità soggettiva della controparte e sussiste, anche solo in astratto, la possibilità di conflitto con l'interesse della banca che la norma intende evitare. L'art. 136 t.u.b., a differenza dell'art. 53, richiama espressamente gli obblighi previsti dal codice civile in materia di interessi degli amministratori e di operazioni con parti correlate.

Le elencate disposizioni si limitano ad evidenziare le caratteristiche delle operazioni, ma in nessuno di esse abbiamo una norma definitoria.

Sotto un profilo ricostruttivo della fattispecie possiamo richiamare, altresì, l'art. 98, comma 3, lett. b) del T.u.i.r. (d.p.r. 22 dicembre 1986, n. 917) in tema di *thin capitalization*, secondo cui <<*si considerano parti correlate del socio qualificato le società da questi controllate ai sensi dell'art. 2359 c.c. e se persona fisica anche i familiari di cui all'art. 5, comma 5 del T.u.i.r.*>>. E' evidente anche nella definizione testé richiamata un rinvio alle nozioni civilistiche, ma in ogni caso anche il legislatore fiscale ha individuato una nozione "vicina" a quelle previste nella normativa primaria e secondaria.

Nonostante la formulazione poco convincente della norma codicistica, e l'assenza di un intervento regolamentare da parte della Consob, possiamo affermare che è possibile ricavare una definizione di operazioni con parti correlate mediante la conduzione ad unitarietà di tutti i principi esistenti nelle diverse disposizioni normative. Ogni

norma esaminata evidenzia un aspetto particolare della disciplina delle operazioni con parti correlate, consentendo, quindi, la ricostruzione di una definizione, ma soprattutto di una regolamentazione di tipo unitario, rilevato che norme di settori speciali (come il t.u.b.) contengono espressi richiami alla disciplina codicistica in tema di operazioni con parti correlate, così come i principi generali ivi espressi (correttezza, trasparenza, dovere di informazione ecc.) consentono di ricondurre ad unità la nozione di operazioni con parti correlate. Le operazioni con parti correlate, dunque, evidenziano due aspetti fondamentali, che possono essere sintetizzati nella trasparenza informativa nei confronti del mercato e nelle regole del governo societario attinenti alle condizioni sostanziali alle quali le operazioni sono concluse.

CAPITOLO I

LE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE

Sommario: 1. L'ambito di applicazione dell'art. 2391 *bis*: la nozione di parti correlate. – 2. La struttura e la portata della disciplina delle operazioni con parti correlate. – 3. La nozione di operazioni. – 4. La disciplina delle operazioni con parti correlate e le regole sulla trasparenza. – 5. L'art. 2391 *bis* c.c.. Osservazioni sulla redazione tecnica della norma. – 6. Le regole volte ad assicurare la correttezza procedurale e sostanziale dell'operazione. – 7. L'informazione sulle operazioni con parti correlate nei principi contabili internazionali: IAS 24. – 8. Operazioni con parti correlate e direzione e coordinamento di società. – 9. Inosservanza dell'art. 2391 *bis* e delle disposizioni Consob. Conseguenze sul piano giuridico.

1. L'ambito di applicazione dell'art. 2391 bis: la nozione di parti correlate.

L'art. 2391 *bis* c.c. si applica alle sole società che fanno ricorso al mercato dei capitali di rischio, quindi vi è una restrizione dei soggetti ai quali detta disciplina è applicabile, in quanto il legislatore ha ritenuto che il mercato sia il bene primario da tutelare, e di conseguenza anche i terzi che vi operano dovranno essere tutelati. Altro aspetto è dato dal fatto che in nessuna delle disposizioni che si andranno ad esaminare (Principi contabili internazionali, Codice di Autodisciplina e Regolamento Consob) si rileva una definizione di operazioni con parti correlate⁹. Le disposizioni sopra indicate evidenziano le diverse caratteristiche delle operazioni con parti correlate, pur presentando alcuni punti di contatto. Il legislatore, però, ha attribuito alla Consob il compito di disciplinare le operazioni con parti correlate, in modo da

⁹ M. DI PACE, *Le problematiche poste dalle operazioni con parti correlate*, in *Consulenza*, n. 43, 2007, p. 38 ss.

semplificare la materia. In questo caso, le soluzioni potrebbero essere diverse, ovvero la Consob potrebbe limitarsi a rinviare alla disciplina prevista dall'art. 71 *bis* del Regolamento Emittenti, o potrebbe introdurre una nuova definizione. La soluzione auspicabile è quella dell'introduzione di una nozione che riconduca ad unitarietà la materia. In questo caso, sotto un profilo applicativo, è opportuno distinguere le operazioni con parti correlate che richiedono semplicemente l'adempimento dei doveri di *disclosure* al mercato da quelle che, invece, necessitano del rispetto dei principi di correttezza sostanziale e procedurale. In quest'ultimo caso la normativa pone dei vincoli maggiormente stringenti all'operatività dell'emittente, in quanto il rapporto di correlazione risulta essere forte, e presenta dei rischi elevati nella prospettiva degli investitori, che sono dati dalla possibilità di influenze reciproche tra i soggetti legati da un rapporto di controllo o collegamento.

Nelle operazioni con parti correlate che presentano un maggior grado di rischio e di correlazione per la società¹⁰, così come per gli

¹⁰ Per correlazione si intende la relazione reciproca esistente fra due o più soggetti. La Comunicazione Consob DEM/2064231 del 30 settembre 2002, nell'indicare le operazioni con parti correlate si riferisce: a) ai soggetti che controllano, sono controllati da, o sono sottoposti a comune controllo con l'emittente; b) agli aderenti, anche in via indiretta, a patti parasociali, aventi per oggetto l'esercizio del diritto di voto, se a tali patti è conferita una partecipazione complessiva di controllo; c) ai soggetti collegati all'emittente ed a quelli che esercitano un'influenza notevole sull'emittente medesimo, d) a coloro ai quali sono attribuiti poteri e responsabilità in ordine all'esercizio delle funzioni di amministrazione, direzione e controllo dell'emittente; e) agli stretti familiari delle persone fisiche ricomprese nelle lettere a), b), c), e d); f) ai soggetti controllati dalle persone fisiche ricomprese nelle lettere b), c) ed e), o sui quali le persone fisiche ricomprese nella lettera a), b), c) ed e) esercitano

investitori, si può ipotizzare l'applicazione di una disciplina “forte”. Le parti correlate, quindi, sono quell'insieme di persone fisiche o giuridiche che intrattengono un rapporto “privilegiato” con una società che emette azioni quotate. Sul punto la dottrina ipotizza una disciplina <<a cerchi concentrici, nei quali gli obblighi di disclosure attinenti le operazioni con parti correlate previsti dall'art. 71 bis del Regolamento emittenti mantengono l'ampio ambito di applicazione attualmente previsto dalla disciplina regolamentare, mentre i casi nei quali tali operazioni debbono adeguarsi a specifici criteri di correttezza procedurale e sostanziale ai sensi dell'art. 2391 bis, siano circoscritti alla sussistenza di rapporti “qualificati”. Una disciplina a geometria variabile potrebbe forse, almeno in certi casi, contemperare le esigenze di tutela degli investitori con quella di efficienza dell'emittente meglio di una regolamentazione appiattita su un'unica definizione di parti correlate>>¹¹. La presente posizione è condivisibile, in quanto consente un'applicazione “elastica” della norma, che ben si attaglierebbe ai molteplici casi pratici che si possono presentare.

un'influenza notevole; g) ai soggetti che hanno in comune con l'emittente la maggioranza degli amministratori.

¹¹ M. VENTORUZZO, *Commento sub art. 2391 bis*, in *Commentario alla riforma delle società*, artt. 2380 – 2396. *Amministratori*, a cura di P. Marchetti – L. A. Bianchi – F. Ghezzi – M. Notari, Milano, 2005, pp. 524 – 525.

2. La struttura e la portata della disciplina delle operazioni con parti correlate.

La nozione di parti correlate, così come contenuta nella Comunicazione Consob del 30 settembre 2002 n. 2064231¹², si distacca solo marginalmente dal modello costituito dal principio contabile internazionale. Da un lato, si è cercato di ricondurre alcune delle espressioni riportate nello IAS 24, di matrice tipicamente contabile, a categorie giuridiche già note all'ordinamento italiano dal contenuto sostanzialmente equivalente; dall'altro, si è provveduto a delineare con maggiore precisione concetti che nel principio contabile in esame si presentavano con contorni non del tutto definiti. L'obiettivo della Consob è quello di fornire all'interprete dei parametri certi per un corretto adempimento degli obblighi posti dall'art. 71 *bis* del Regolamento Emittenti.

In particolare, la nozione di “*controllo*” è stata individuata facendo riferimento a quanto previsto dall'art. 93 del d. lgs. n. 58/98, di generale applicazione nell'ambito della disciplina degli emittenti e il cui contenuto appare peraltro corrispondente alla definizione di controllo fornita dal principio contabile internazionale. In tale nozione sono da ricomprendere anche le società totalitariamente controllate

¹² R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2006, p. 338. L'A. evidenzia come la Consob abbia contribuito a disegnare la disciplina degli organi amministrativi delle società quotate in termini più articolati di quelli previsti per il diritto comune; il che è avvenuto soprattutto per quanto concerne i rapporti fra organi delegati e consiglio di amministrazione e le operazioni con parti correlate, ossia con soggetti che potrebbero trovarsi in una posizione di conflitto di interessi con la società.

dall'emittente, pur trattandosi di entità economicamente riconducibili a quest'ultimo.

Le operazioni con detti soggetti rientrano nell'ambito dell'applicazione dell'art. 71 *bis* solo qualora non siano “*ordinarie*” e cioè nel caso in cui le stesse “*per oggetto, corrispettivo, modalità o tempi di realizzazione*” possano “*avere effetti sulla salvaguardia del patrimonio aziendale o sulla completezza e correttezza delle informazioni, anche contabili, relative all'emittente*”.

I concetti di “*associate*” e di “*significant influence*”, invece, si rifanno alle nozioni di collegamento e di influenza notevole presenti nel codice civile, comportando così un ampliamento della previsione contenuta nello IAS 24 in quanto risultano ricomprese anche le partecipazioni di almeno il 10% del capitale con diritto di voto di una società quotata, mentre la soglia partecipativa minima considerata rilevante dai principi contabili internazionali è del 20%.

L'art. 2391 *bis* c.c. prevede la disciplina delle condizioni sostanziali alle quali le operazioni con parti correlate devono essere concluse, nonché le modalità mediante le quali devono essere decise. La disposizione contenuta nel codice civile è circoscritta a dettare linee “*general*” sulla materia, tant'è che il legislatore si è limitato a stabilire che la Consob dovrà regolamentare le operazioni con parti correlate in termini di competenza decisionale, di motivazione e di documentazione. In realtà ci si attende che la Consob dia vita ad un

quadro generale di riferimento, che permetta alle società, attraverso l'autodisciplina, di completarlo¹³.

Tali funzioni non sono certamente delegabili da parte dell'organo amministrativo, tant'è che la norma si esprime in tal senso, così come non si può ipotizzare, all'interno dell'organo amministrativo, che l'emanazione delle regole sulla trasparenza e sulla correttezza sostanziale delle operazioni con parti correlate siano affidate ad un comitato interno o a un singolo amministratore.

La società può, altresì, adottare le predette regole a livello statutario, in questo caso, però, vi è l'obbligo di rispettare i vincoli legati al sistema pubblicitario. L'unico aspetto negativo è rappresentato dalle eventuali modifiche, poiché si debbono osservare le norme codicistiche, le quali prevedono un meccanismo più complesso rispetto alle eventuali modifiche di un regolamento interno.

3. La nozione di operazioni.

Nell'ambito della disciplina delle operazioni con parti correlate assume una particolare rilevanza la nozione di operazione, in quanto non esiste una definizione giuridica avente contorni ben precisi e delineati; tant'è che la stessa definizione di "*operazione*", nei principi contabili internazionali non risulta essere molto chiara. La nozione di operazione, però, assume una particolare rilevanza nell'ambito della

¹³ F. DI SABATO, *Per una riforma della riforma del diritto societario*, in *Società*, 2006, p. 818.

disciplina dettata dall'art. 2391 c.c., ove il legislatore parla di “*determinate operazioni*”. La dottrina ritiene che questa espressione può interpretarsi in modo restrittivo, individuando così due profili: il primo è relativo solo ad alcune categorie di fatti giuridici, escludendone altre; il secondo, invece, riguarda certune categorie di deliberazioni, determinate secondo il criterio dell'oggetto¹⁴. Si può parlare di operazioni, dunque, anche con riferimento agli atti tecnici, a quelli organizzativi, a quelli negoziali e, infine, a quelli giuridici. La presente nozione è certamente rapportabile a qualsiasi fatto giuridicamente rilevante che si rifletta nella sfera patrimoniale sia della società sia del socio, indipendentemente dalla sua qualificazione sotto il profilo giuridico¹⁵. Rientrano nel concetto di operazione sia i rapporti giuridici bilaterali e sinallagmatici, ma anche gli atti unilaterali, gli atti a titolo gratuito e i contratti associativi; mentre si ritiene che possano essere escluse le operazioni aventi uno scarso valore economico, a condizione che esse non siano parte di un affare complesso che, valutato cumulativamente, assume una particolare valenza¹⁶. La nozione di “operazione”, dunque, comprende tutte quelle da cui può nascere un obbligo giuridico, escludendo le delibere di presa d'atto di situazioni di fatto solo se non

¹⁴ L. ENRIQUES, *Il conflitto d'interessi degli amministratori di società per azioni*, Milano, 2000, p. 199.

¹⁵ V. DI CATALDO, *I contratti tra società a responsabilità limitata unipersonale ed il socio unico. Prime proposte interpretative*, in *Studi in Onore di Cottino*, II, Padova, 1997, p. 1159.

¹⁶ La dottrina ritiene che la stessa fideiussione o altro contratto di garanzia possa rientrare nella nozione di operazione avente un rilievo ai fini dell'applicazione della disciplina sulle operazioni con parti correlate. Così M. VENTORUZZO, *op. cit.*, p. 526.

siano in grado di incidere sul patrimonio dell'emittente e sui rapporti con i terzi. Particolare rilevanza è assunta dai contratti di garanzia stipulati dalla società controllante quotata con un soggetto terzo, che non ha alcun legame con la società controllante, creditore di una società controllata dalla prima, al fine di garantirne l'adempimento. La dottrina, correttamente, ritiene che alla presente operazione debba applicarsi la disciplina dettata in tema di operazioni con parti correlate, dato che gli effetti economici dell'operazione ricadono su un soggetto correlato; inoltre, *<<è il rapporto di correlazione esistente tra controllata e controllante che induce quest'ultima a concedere la propria garanzia e che determina, almeno in parte, le condizioni dell'operazione>>*¹⁷. Il medesimo ragionamento deve essere seguito nell'ipotesi di un contratto a favore del terzo, in quanto rappresenta un'operazione con parte correlata sia se il rapporto di correlazione sussiste tra stipulante e promittente, sia se riguarda il rapporto tra stipulante e terzo beneficiario o, infine, tra promittente e terzo beneficiario. La nozione di operazioni con parti correlate, nella fattispecie in esame, non può coincidere con quella di "rapporti negoziali bilaterali", che non esaurisce la portata di una norma, che riguarda gli effetti economici e sostanziali dell'attività di gruppo.

La nozione di operazione assume una connotazione diversa nell'ambito della disciplina prevista per le operazioni con parti correlate rispetto a quella dettata in tema di conflitto di interessi, poiché in quest'ultimo non sono comprese le sole operazioni poste in essere

¹⁷ M. VENTORUZZO, *op. cit.*, p. 527.

dall'organo amministrativo. L'art. 2391 c.c. ha la funzione di assicurare la correttezza del procedimento decisionale interno al consiglio di amministrazione, in presenza di un componente portatore di interessi confliggenti con quelli della società.

La disciplina delle operazioni con parti correlate, invece, pone l'accento sulle modalità di realizzazione dell'operazione medesima, indipendentemente dal soggetto al quale è attribuita la competenza a deciderne l'esecuzione.

L'art. 2391 *bis* c.c. si riferisce non solo alle operazioni realizzate direttamente da una società facente ricorso al capitale di rischio, ma anche a quelle poste in essere per il tramite di una società controllata, che potrebbe essere altresì una "società chiusa". In merito, la dottrina sostiene che l'operazione con parti correlate, realizzata "tramite" una società controllata, sia soggetta alla disciplina dell'art. 2391 *bis* c.c., poiché è idonea a produrre i suoi effetti economici nella sfera della controllante, anche a seguito di ulteriori atti posti in essere dalla controllata e specificamente diretti a tale fine. La nozione di operazione compiuta "tramite" controllata, dunque, deve essere inclusa anche in tutte quelle ipotesi in cui la società controllata non agisce a favore della controllante in forza di un formale contratto di mandato¹⁸.

¹⁸ M. VENTORUZZO, *op. cit.*, p. 528.

4. La disciplina delle operazioni con parti correlate e le regole sulla trasparenza.

L'organo amministrativo, in applicazione del disposto dell'art. 2391 *bis* c.c., deve assicurare la trasparenza delle operazioni con parti correlate e la correttezza procedurale e sostanziale. L'informazione esterna è garantita dall'applicazione delle disposizioni del t.u.i.f. e dal Regolamento Consob, e precisamente dagli artt. 114 e 71 *bis*; mentre l'art. 2391 *bis* c.c. deve assicurare, in modo prevalente, la trasparenza interna, al fine di preservare una corretta circolazione delle informazioni tra i soggetti chiamati a decidere e a verificare ogni operazione.

Sotto un profilo sistematico la norma si pone tra le regole di *governance* del consiglio di amministrazione, dando così un particolare rilievo e risalto alla completezza dei flussi informativi tra l'organo amministrativo e quello di controllo¹⁹.

Il legislatore ha ritenuto che la sola osservanza delle disposizioni dettate in tema di conflitto di interessi degli amministratori non era sufficiente a garantire un adeguato livello di correttezza procedurale e sostanziale nelle fasi della deliberazione e dell'esecuzione delle operazioni con parti correlate. La dottrina osserva come, in questo tipo

¹⁹ Ai sensi dell'art. 2381, sesto comma, c. c., gli amministratori devono agire in modo informato; pertanto, l'informazione deve essere trasmessa dal soggetto all'oggetto dell'azione, permeandone il contenuto e, trasformando così l'informazione come una semplice modalità dell'azione gestoria; infatti, gli amministratori devono agire "in modo" informato. In questi termini G. M. ZAMPERETTI, *Il dovere di informazione degli amministratori nella governance della società per azioni*, Milano, 2006, pp. 41 – 42.

di operazioni, la presenza di conflitti di interesse sia “*endemica*”, perciò, le probabilità di comportamenti contrari all’interesse sociale per gli azionisti di minoranza sono notevoli²⁰.

Ruolo altrettanto importante è quello del collegio sindacale o del consiglio di sorveglianza, in caso di applicazione del sistema dualistico, che deve vigilare sull’osservazione di tali regole e ha l’obbligo di riferire all’assemblea, nell’apposita relazione annuale, sui risultati dell’attività di controllo²¹.

La dottrina ritiene, in modo condivisibile, che il principio di correttezza nella gestione sociale debba essere espressamente collocato quale limite esterno al potere della maggioranza, con evidente riferimento all’operato dei gestori, ma anche a quello della maggioranza assembleare; per di più, il predetto principio è richiamato dall’art. 2391 *bis* c.c., in tema di trasparenza delle operazioni poste in essere dalla società con parti correlate²².

L’art. 2391 *bis* c.c., infine, precisa che gli organi di amministrazione devono rendere note, nella relazione di gestione, le norme che adottano per garantire la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate. La relazione di

²⁰ A. POMELLI, *Commento sub art. 2391 bis*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, Padova, 2004, p. 784.

²¹ A. BLANDINI, *op. cit.*, p. 543. L’A. precisa che, per tutte le società aperte, l’organo di controllo sarà tenuto a riferire all’assemblea, nell’ambito della propria relazione, circa gli esiti dell’attività di vigilanza espletata sull’osservazione delle regole adottate in merito alle operazioni con parti correlate, ai sensi dell’art. 2391 *bis* c.c.. Nello stesso senso G. FERRI, *Manuale di diritto commerciale*¹², a cura di C. Angelici e G. B. Ferri, Torino, 2006, p. 356.

²² M. COSSU, *Società aperta e interesse sociale*, Torino, 2006, pp. 297 – 298.

gestione, dunque, deve caratterizzarsi per un'analisi fedele, equilibrata ed esauriente della situazione della società e, nel suo complesso dell'andamento e del risultato di gestione²³. La predetta relazione, sostanzialmente, adempie ad una funzione di *disclosure* che è rivolta non solo alla tutela dei soci ma anche ai soggetti terzi che hanno rapporti con la società.

5. *L'art. 2391 bis c.c.. Osservazioni sulla redazione tecnica della norma.*

La dottrina, pur condividendo la *ratio* della disciplina delle operazioni con parti correlate, che viene individuata nella necessità di tutelare la società contro le operazioni compiute dagli amministratori in potenziale conflitto di interesse, critica però la tecnica legislativa adottata²⁴.

In merito alla correttezza sostanziale delle operazioni con parti correlate, così come alla competenza a decidere, il codice civile rinvia alle norme sull'amministrazione delle società; quindi, non si comprende perché il legislatore, invece, abbia voluto attribuire alla Consob il potere di stabilire una disciplina specifica ed, eventualmente, anche derogatoria delle previsioni codicistiche sulla correttezza e sulla competenza a decidere le operazioni compiute con parti correlate. Il legislatore non precisa quale sia il grado di dettaglio cui la Consob

²³ L. DE ANGELIS, *Elementi di diritto contabile*, Milano, 2008, p. 30.

²⁴ F. BONELLI, *Commento sub art. 2391 bis*, in *Codice Civile Commentato*, a cura di G. Alpa – V. Mariconda, Milano, 2005, pp. 1225-1226.

dovrà attenersi nel definire i principi generali che è chiamata ad elaborare ai sensi del primo comma dell'art. 2391 *bis* c.c.. Nel momento in cui si utilizza l'espressione "*principi generali*", si fa riferimento ad un concetto molto ampio, così che la Consob potrebbe introdurre delle disposizioni che lascerebbe maggior spazio all'autoregolamentazione degli organi di amministrazione.

La Consob dovrà elaborare i principi generali ai sensi del primo comma dell'art. 2391 *bis*; mentre il secondo comma prevede che la disciplina delle operazioni avvenga in termini di <<*competenza decisionale, di motivazione e di documentazione*>>. In merito, però, possono presentarsi due distinte serie di problemi: *a)* il primo problema è rappresentato dalla mancanza di una clausola generale basata sulla *ratio* della norma, la quale potrebbe lasciare fuori casi potenzialmente in conflitto che non rientrano in una delle elencazioni fatte dalla Consob; *b)* il secondo è dato dall'applicazione o meno delle regole dettate dalla Consob alle società aperte non quotate. Nel caso in cui si sostenga la non applicabilità dei principi generali indicati dalla Consob in tema di operazioni con parti correlate alle società aperte non quotate, dovrà necessariamente attendersi, successivamente all'entrata in vigore dell'art. 2391 *bis*, che la Commissione per la borsa detti regole *ad hoc*, visto che ad esse non si applicano neppure le regole dettate dal Codice Preda²⁵. A tal proposito ritengo che la normativa in esame sia applicabile anche alle società aperte non quotate, in quanto il legislatore

²⁵ L. BONZANINI – A. MARTELLONI, *Le operazioni con <<parti correlate>> di società <<aperte>>*, in *Società*, 2005, p. 956.

si è preoccupato, nella formulazione della disposizione, più dei riflessi che ne possono derivare sul mercato che non di quelli gravanti sulle società. In altre parole, la regolamentazione dettata dalla Consob trova applicazione anche alle società non quotate in un mercato regolamentato in virtù di eventuali rapporti di *controllo* o *infragruppo*.

E' condivisibile la posizione di quella parte della dottrina che sostiene la necessità di prevedere un ambito operativo più ristretto per la disciplina dettata dall'art. 2391 *bis* c.c., ritenendo che la norma debba essere applicata alle sole operazioni caratterizzate da un maggior rischio in ragione delle condizioni stringenti alle quali il compimento delle medesime dovrebbe essere sottoposto²⁶.

Altra imprecisione della norma è rinvenibile nella parte in cui dispone la necessità di rendere *noti* i principi generali dettati dalla Consob in merito alla procedura che assicura la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate. Il legislatore, forse, più che imporre l'obbligo di rendere noti i principi della Consob, che per sua natura ha mezzi idonei per farlo, avrebbe dovuto disporre l'obbligo di rendere note le regole che l'organo amministrativo ha adottato ed in base alle quali opera²⁷.

²⁶ M. VENTORUZZO, *op. cit.*, p. 524.

²⁷ F. FERRARA Jr. – F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*, Milano, 2006, p. 593, nt. 3.

6. Le regole volte ad assicurare la correttezza procedurale e sostanziale dell'operazione.

La correttezza procedurale può essere definita come l'insieme delle norme che consentono, almeno potenzialmente, che le operazioni con parti correlate non determinino un pregiudizio ingiustificato all'emittente e ai suoi investitori. Ovviamente il rispetto delle regole di correttezza procedurale non può garantire, necessariamente, la correttezza dell'operazione posta in essere.

La competenza a decidere sulle operazioni con parti correlate spetta all'organo amministrativo, così come previsto dallo stesso art. 2391 *bis* c.c., essendo esclusa la possibilità di delegare tale funzione all'assemblea o al consiglio di sorveglianza, il quale ha dei poteri ben definiti, così come si evince dal contenuto dell'art. 2409 *terdecies* c.c.²⁸. Resta da chiarire se le decisioni devono essere assunte dall'organo amministrativo nella sua interezza o se esse possono essere delegata solo ad alcuni componenti del consiglio di amministrazione. Non sembra esservi nessun elemento ostativo sulla possibilità di delegare ad alcuni componenti dell'organo di amministrazione il compimento delle

²⁸ Per un commento sull'art. 2409 *terdecies* c.c. si rinvia a P. MAGNANI, *Commento sub art. 2409 terdecies*, in *Commentario alla riforma delle società. Sistemi alternativi di amministrazione e controllo*. Artt. 2409 *octies* – 2409 *noviesdecies*, a cura di P. Marchetti – L. A. Bianchi – F. Ghezzi – M. Notari, Milano, 2005, p. 135. La dottrina ritiene che la competenza a decidere sulle operazioni con parti correlate non possa essere attribuita all'assemblea, in quanto l'art. 2364 c.c. indica in modo preciso quali siano le funzioni ad essa demandate. In tal senso di veda M. VENTORUZZO, *op. cit.*, p. 530. La presente posizione non può essere pienamente condivisa, in quanto lo statuto potrebbe prevedere la possibilità di assumere, ad esempio per le operazioni c.d. rilevanti, il parere preventivo dell'assemblea.

operazioni con parti correlate, visto che il legislatore della riforma riconosce alle società ampia autonomia statutaria. In proposito si potrebbe prevedere un obbligo posto a carico degli amministratori delegati di rendere edotti, senza indugio, gli altri amministratori del compimento dell'operazione con parti correlate e, inoltre, di illustrare le motivazioni per le quali l'operazione risulta essere conveniente. Deve escludersi la possibilità di delegare un singolo amministratore alla realizzazione dell'operazione con parti correlate qualora vi sia un interesse sottostante, poiché troverebbe applicazione il medesimo principio previsto dall'art. 2391 c. c. per l'amministratore delegato interessato, il quale è tenuto ad astenersi dal compimento di operazioni nelle quali ha un interesse, dovendola rimettere all'organo collegiale.

La correttezza procedurale, pertanto, riguarda il modo mediante il quale le decisioni possono essere prese, e sono volte a garantire che il risultato dell'attività deliberativa sia anche sostanzialmente corretto, o in ogni caso non pregiudizievole per l'emittente. Esiste, dunque, un forte rapporto di interrelazione tra la correttezza procedurale e la correttezza sostanziale.

La dottrina evidenzia come *<<la correttezza procedurale riguarda, oltre il rispetto delle regole di funzionamento dell'organo applicabili, l'informazione (e la documentazione) resa disponibile ai soggetti chiamati ad assumere la decisione e la*

motivazione della stessa, aspetti dei quali i principi generali emanati dalla Consob dovranno occuparsi ai sensi del secondo comma dell'art. 2391 bis>>²⁹.

Assume un particolare rilievo la motivazione relativa alla convenienza dell'operazione, perché risulta necessario evidenziare i vantaggi diretti e indiretti della stessa, al fine di consentire l'apprezzamento dell'influenza del rapporto di correlazione nella definizione delle condizioni dell'operazione.

Nel dare una definizione di correttezza sostanziale possiamo dire che essa consiste nell'assenza di un ingiustificato pregiudizio per l'emittente. Sostanzialmente la motivazione, posta alla base delle ragioni di convenienza di un'operazione, rappresenta l'elemento di congiunzione tra le regole procedurali e il *fairness* sostanziale delle operazioni con soggetti correlati. Una definizione simile la si ritrova in tema di bilancio, in quanto il predetto documento deve essere redatto con chiarezza e deve rappresentare in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale e finanziaria della società e il risultato economico dell'esercizio. La correttezza, sempre in tema di bilancio, riguarda prevalentemente le modalità dell'informazione, e va riferita soprattutto alle parti discorsive e argomentative del bilancio, dato che si riconosce che, alcune volte, una proposizione vera non è tuttavia corretta perché esprime in modo distorto un'informazione o un dato³⁰.

²⁹ M. VENTORUZZO, *op. cit.*, p. 532; il quale sottolinea la necessità di avere una completa *disclosure* in merito alla sussistenza di un rapporto di correlazione, ai suoi peculiari profili di rischio, natura, origine e portata.

³⁰ Da ultimo sull'argomento si veda G. TANTINI, *Il bilancio dopo la riforma societaria*, Padova, 2007, p. 67.

Il legislatore, dettando la clausola generale della correttezza per il bilancio, richiede non soltanto un comportamento ai redattori dello stesso, ma anche un risultato, ossia un risultato rispetto ai principi generali indicati dall'art. 2423 c.c. e, che la correttezza deve attenersi sia alla condotta soggettiva del redattore del bilancio, sia alla rappresentazione oggettiva dell'atto – bilancio, nell'interesse dei soci e dei terzi³¹. E' evidente l'elemento di contatto tra la correttezza in tema di bilancio e la correttezza sostanziale nelle operazioni con parti correlate, dato che, in entrambe le ipotesi, vi è l'intento di eliminare quei pregiudizi ingiustificati a carico della società *alias* emittente. Nelle operazioni con parti correlate, però, accanto alla correttezza sostanziale troviamo anche quella procedurale, dunque, appare opportuno chiedersi se detto ulteriore elemento ci consente di affermare che nelle operazioni con parti correlate la *correttezza* assume una connotazione diversa. Sembrerebbe in realtà, che la posizione assunta in dottrina, così come in giurisprudenza, sul concetto di correttezza, in tema di bilancio di esercizio si avvicini molto a quello adoperato per le operazioni con parti correlate, nonostante in quest'ultima ipotesi si

³¹E. BOCCHINI, *Manuale di diritto della contabilità delle imprese*, Torino, 3^a ed., 1995, p. 224. Per una ricostruzione sistematica si rinvia a C. SASSO, *Le società per azioni. Il bilancio d'esercizio*, vol. I, in *Giur. sist. di diritto civ. e comm.*, fondata da W. Bigiavi, Torino, 2004, p. 173 ss. La giurisprudenza ha sottolineato che: <<la verifica delle modalità di esposizione dei fatti di gestione nelle scritture contabili deve essere effettuata sulla base del parametro della esattezza della esposizione, con la conseguenza che i fatti di gestione devono essere riportati, in linea col dovere di correttezza nell'adempimento della prestazione professionale da parte della società di revisione, con una informazione piena, non reticente né limitata ai soli aspetti formali e documentali ma corredata dei dati delle notizie e degli elementi di fatto a disposizione, tali da rendere non solo veritiera ma anche completa e, quindi, esatta l'informazione resa negli atti di bilancio>>, così TAR Lazio, Sez. I, 2 novembre 1995, n. 1887, in *Trib. amm. reg.*, 1996, I, p. 4717.

parli anche di correttezza di tipo procedurale, perché anche in tema di bilancio è richiesta una correttezza di tipo procedurale oltre che sostanziale, pertanto, si potrebbe pensare di mutuare la definizione di correttezza dalla disciplina dettata in tema di bilancio.

La correttezza sostanziale di un'operazione deve essere valutata con riferimento al disegno strategico della società, e non certamente con riferimento all'operazione in sé, in quanto diverrebbe quasi impossibile stabilire se l'operazione sia sostanzialmente corretta³². E' necessario precisare subito che il rispetto dei prezzi normalmente applicati sul mercato non rappresenta un adeguato indice di rispetto della regola della correttezza sostanziale, in quanto l'operazione potrebbe essere non necessaria per l'emittente, oppure potrebbe essere realizzata con una frequenza superiore a quella necessaria³³. La dottrina afferma che occorre, *<<se mai, cercare di discriminare quelle operazioni che non risultano sostenute da una ratio economica comprensibile nella prospettiva dell'emittente, tenendo conto, tuttavia, non solo dei vantaggi immediati e diretti connessi all'operazione, bensì anche di quelli mediati e indiretti che ne possono discendere, in una visione non atomistica dell'attività di impresa>>*³⁴.

³² Si pensi alla disciplina della teoria dei vantaggi compensativi nell'ambito della direzione e coordinamento di società. Sull'argomento si rimanda a P. MONTALENTI, *La società quotata*, vol. IV, 2, in *Tratt. di diritto comm.*, diretto da G. Cottino, Padova, 2004, p. 370.

³³ F. ANNUNZIATA, *Regole di comportamento degli intermediari e riforma dei mercati mobiliari*, Milano, 1993, p. 204.

³⁴ M. VENTORUZZO, *op. cit.*, p. 534.

7. L'informazione sulle operazioni con parti correlate nei principi contabili internazionali: IAS 24.

Lo IAS 24 (*Related party disclosure*) si occupa delle operazioni con parti correlate sotto il profilo informativo³⁵, quindi vi è un riferimento alle sole regole sulla trasparenza, ovvero all'informativa di bilancio sulle operazioni con parti correlate, alla capacità di influire sulle politiche finanziarie e gestionali; inoltre, è volto a consentire ai destinatari dell'informazione societaria di poter valutare esattamente l'impatto sui conti annuali³⁶. Deve essere certamente contrastata

³⁵ La direttiva 46/2006/CE estende l'obbligo informativo, per le società, a tutte le operazioni con parti correlate, rinviando per la definizione ai principi contabili internazionali. Le informazioni richieste sono relative alla descrizione, alla natura e all'importo delle operazioni poste in essere durante l'esercizio, nonché a tutti i dettagli necessari per la corretta comprensione della situazione patrimoniale della società. In Italia, il recepimento di questo specifico aspetto della direttiva potrebbe determinare l'estensione del regime disposto dall'art. 2391 *bis* dalle società facenti ricorso ai mercati di rischio a tutte le società, fatto salvo il caso di quelle aventi la facoltà di redigere il bilancio in forma abbreviata. La direttiva, inoltre, prevede da un lato la possibilità di dare una informativa accorpata per natura delle operazioni. Per le società di dimensioni medie la direttiva prevede la semplificazioni informativa, quale ad esempio, la facoltà di dare un livello minimo di informazioni relativo all'esplicitazione dei rapporti fra l'impresa e i suoi azionisti o fra l'impresa e i membri degli organi di amministrazione e controllo.

³⁶ I rapporti fra parti correlate sono aspetti ordinari delle attività commerciali e gestionali. Ad esempio, le entità spesso svolgono una parte delle proprie attività avvalendosi di società controllate, *joint venture* o società collegate. In merito ci si chiede se per detti rapporti possa trovare applicazione la legge sulla violazione della concorrenza. Il divieto di intese restrittive della concorrenza non è applicabile agli accordi conclusi tra società appartenenti allo stesso gruppo, in quanto formano un'unica entità economica in seno alla quale ciascuna di esse non ha libertà di azione. La Commissione Europea, invece, qualifica come impresa indipendente la *joint venture*, pertanto, risulterebbe applicabile la disciplina in tema di intese – *ex art. 81 Trattato CE* –. Il medesimo principio vale anche nel caso in cui i legami infra-gruppo vengano a cessare, nel senso che detti accordi possono assumere un rilievo sotto il profilo *antitrust*. Potremmo, quindi, affermare che nel momento in cui sorga un

l'opinione secondo la quale le operazioni con parti correlate siano per loro natura illegittime e, in quanto tali, debbano essere disciplinate rigidamente se non, addirittura vietate. In relazione alle predette operazioni si muovono una serie di fattori di natura strategico-organizzativa che spiegano l'instaurarsi di relazioni tra le diverse società del medesimo gruppo e la scelta di effettuare transazioni con parti correlate; e tali scelte devono essere rese note attraverso degli opportuni accorgimenti in sede di bilancio o addirittura mediante un'informazione periodica. L'assenza di informazione produce effetti negativi anche quando l'operazione sia stata posta in essere per il raggiungimento di un obiettivo condiviso tra le parti³⁷. Gli amministratori (o i sindaci, o gli azionisti di maggioranza), sfruttando il proprio ruolo, potrebbero trarre indebiti vantaggi mediante operazioni realizzate direttamente o indirettamente con la società da loro amministrata; pertanto, il bilancio di esercizio si presenta come “la

rapporto tra parti correlate nell'ambito di una *joint venture* potrebbero trovare applicazione la normativa *antitrust*. La capacità di influire sulle politiche finanziarie e gestionali della partecipata viene esercitata attraverso il controllo, il controllo congiunto o l'influenza notevole. Un rapporto con una parte correlata può avere un effetto sulla situazione patrimoniale-finanziaria e sul risultato economico dell'entità. Le parti correlate possono effettuare operazioni che società indipendenti non effettuerebbero. Per esempio, un'entità che venda merci alla sua controllata potrebbe non vendere alle stesse condizioni ad altri clienti. Inoltre, operazioni con parti correlate possono non essere effettuate ai medesimi corrispettivi rispetto a quelli intercorrenti fra parti indipendenti. In tal senso va l'informativa di bilancio sulle operazioni con parti correlate riportata nello IAS 24.

³⁷ In tal senso si rinvia a: N. MOSCARIELLO, *Le operazioni tra “parti correlate” nella comunicazione d'azienda*, Padova, 2007.

fonte naturale” da cui trarre dati utili alla formulazione di un avveduto giudizio sul loro operato³⁸.

Le operazioni con parti correlate rappresentano <<una efficace leva su cui operare per modificare gli aggregati contabili, in modo tale da raggiungere più rapidamente gli obiettivi programmati e, con essi, i premi stabiliti>>³⁹. In virtù delle presenti osservazioni, occorre precisare che le operazioni con parti correlate devono essere necessariamente individuate e specificate, e devono essere indicate anche le soluzioni che si adottano nel momento in cui si verificano, poiché solo attraverso l’osservanza del principio della trasparenza il mercato sarà in grado di scegliere le forme più idonee di difesa e di prevenzione⁴⁰. Per individuare soluzioni in grado di soddisfare gli interessi degli azionisti e delle società verso le quali questi ultimi indirizzano i loro interessi, è auspicabile indagare preliminarmente, in merito alle motivazioni economiche sottostanti alle operazioni tra parti correlate. Solo attraverso una comprensione delle ragioni che spingono una società a relazionarsi con determinati soggetti e ad intraprendere con essi operazioni di diversa natura, è possibile

³⁸ N. MOSCARIELLO, *op. cit.*, p. 9.

³⁹ N. MOSCARIELLO, *ult. op. cit.*

⁴⁰ La dottrina ritiene che: <<una frequente presenza di *related party transaction* nella attività di gestione delle moderne imprese risulta un fattore di potenziale indebolimento della significatività dei prospetti di bilancio. Il venir meno delle fondamentali caratteristiche della *relevance* e della *reliability* (soprattutto nella sua accezione della *representational faithfulness*) conduce inevitabilmente ad una perdita di efficacia della informazione contabile, riducendo, così, la possibilità che la stessa assuma un ruolo fondamentale nell’esercizio di previsione dei futuri flussi di reddito/cassa e di valutazione dell’operato degli amministratori, e ciò anche prescindendo dal verificarsi di effettive transazioni>>. Così N. MOSCARIELLO, *op. cit.*, p. 11.

cogliere gli effetti che esse producono sull'economia delle società, e scegliere le forme di intervento sulle informazioni periodicamente trasmesse⁴¹.

In merito al bilancio consolidato, però, sotto un profilo temporale, ma anche in relazione alle regole di composizione e del c.d. perimetro dell'area consolidata, sorgono alcuni aspetti problematici, in quanto lo stesso non consentirebbe una informazione tempestiva e completa sulle operazioni correlate. I principi contabili internazionali pongono l'obbligo di fornire specifiche indicazioni di carattere qualitativo e quantitativo delle operazioni con parti correlate che hanno influenza sul bilancio; ma aspetto alquanto singolare è la mancanza di un uguale obbligo nella redazione del bilancio consolidato con riferimento alle società di illustrare le operazioni intrattenute con le parti correlate, posto che le operazioni infragruppo sono di base eliminate nell'ambito delle operazioni di consolidamento al fine di presentare i dati del gruppo come riferiti ad un'unica unità aziendale⁴².

L'informativa di bilancio deve esplicitare i rapporti intercorsi tra la società che ha redatto il bilancio e i soggetti ad essa correlati, poiché l'evidenza nel bilancio delle relazioni con i predetti soggetti ha lo

⁴¹ N. MOSCARIELLO, *op. cit.*, pp. 16 – 17.

⁴² Per le operazioni con le società collegate, valutate con il metodo del patrimonio netto, invece, è richiesta l'esplicitazione, perché non consolidate contabilmente. In base a quanto disposto dal Regolamento Comunitario del 19 luglio 2002, n. 1606, i principi IAS sono imposti nella redazione del bilancio consolidato delle società dell'Unione con azioni quotate, consentendo ai singoli Stati di estendere tale regola anche al bilancio d'esercizio delle società quotate e ai conti annuali delle società non quotate.

scopo di porre in rilievo le possibili distorsioni sulla situazione patrimoniale, finanziaria e sui risultati operativi della società⁴³. La situazione finanziaria di una società, così come il risultato di periodo, potrebbero essere influenzati da alcune operazioni (negative) con controparti correlate, in quanto le medesime operazioni, ad esempio, non sarebbero state realizzate con società indipendenti. Le stesse osservazioni possono essere formulate in relazione alle operazioni di compravendita a corrispettivi non di mercato⁴⁴.

I soggetti con responsabilità strategiche, inoltre, sono ricondotti dallo IAS 24 a coloro che hanno il potere e la responsabilità della pianificazione, della direzione e del controllo dell'attività d'impresa.

In merito all'esame di ciascuna possibile parte correlata, lo IAS 24 precisa che l'analisi deve essere effettuata non solo basandosi sulla forma giuridica con la quale il rapporto si esprime, ma in relazione alla sostanza di quest'ultimo. Va precisato, infine, che nell'ambito della *disclosure* sulle operazioni con parti correlate, lo IAS 24 richiede la pubblicazione di alcune ulteriori informazioni attinenti il gruppo di appartenenza rispetto a quelle attinenti la specifica operazione considerata. I rapporti di controllo devono essere indicati indipendentemente dall'effettuazione di operazioni tra detti soggetti, in quanto l'impatto economico di un'operazione con parti correlate può

⁴³ Così M. CISI – F. SANSALVADORE, *L'informativa sulle operazioni con parti correlate nel bilancio delle società quotate secondo il nuovo LAS 24*, in *Impresa c.i.*, 2004, p. 1552.

⁴⁴ Si vedano i documenti: Com. DAC/980115375 del 27 febbraio 1998; Com. DAC/98915554 del 2 marzo 1998; DEM/2064231 del 30 settembre 2002; Com. DEM/3022996 del 10 aprile 2003.

essere compresa appieno solo considerando la situazione complessiva del gruppo al quale l'emittente appartiene.

La dottrina ha precisato che, al fine di migliorare l'intellegibilità dell'informazione, spesso viene consentito che si aggregino dati relativi alle diverse categorie di parti correlate, ma una simile operazione può essere consentita allorquando consente << *una migliore comprensione degli affari connessi a transazioni tra parti correlate*>> e quando << *non richieda una più analitica esposizione dei fatti*>>⁴⁵, poiché la predetta operazione di aggregazione potrebbe alterare gli effetti della *disclosure*. Costituisce sicuramente un aspetto di particolare rilievo ed importanza quello relativo al prezzo e/o al costo sostenuto per la realizzazione dell'operazione con parti correlate, in quanto la conoscenza di un valore equo, posto << *pubblicamente a confronto con i termini stabili, riduce il costo dell'informazione per gli stakeholder, favorisce una più semplice rimodulazione dei rapporti tra l'agent ed il principal e, dunque, disincentiva gli amministratori delle aziende dall'assumere comportamenti opportunistici*>>⁴⁶. Accanto alle informazioni in merito ai soggetti coinvolti nelle operazioni con parti correlate sarebbe << *logico attendersi una descrizione sull'impatto dalle stesse esercitate sulla effettiva capacità di produrre futuri flussi di reddito e di cassa. In quest'ottica, di sicuro interesse risulterebbe la disclosure in merito al fair value dei beni/servizi scambiati con parti correlate*>>⁴⁷.

⁴⁵ N. MOSCARELLO, *op. cit.*, p. 98.

⁴⁶ N. MOSCARELLO, *op. cit.*, p. 99.

⁴⁷ N. MOSCARELLO, *op. cit.*, p. 102.

8. Operazioni con parti correlate e direzione e coordinamento di società.

La disciplina delle operazioni con parti correlate, oltre ad avere particolari punti di contatto con le disposizioni previste per il conflitto di interesse, ne presenta particolari altri con la normativa in tema di direzione e coordinamento di società⁴⁸. I rapporti tra società controllante e società controllata sono soggetti sia all'art. 2391 *bis* sia all'art. 2497.

La correlazione è una fattispecie distinta da quella del coordinamento, ma in modo quasi inevitabile si sovrappongono in presenza di un rapporto di controllo, in quanto quest'ultimo implica correlazione, anche per effetto della presunzione prevista dall'art. 2497 *sexies* c.c.. Tra le ipotesi di sovrapposizione delle due discipline si pensi, ad esempio, al dovere di motivazione delle decisioni influenzate dal rapporto di direzione e coordinamento che, in linea di principio si applica anche alle operazioni con parti correlate al fine di garantire la

⁴⁸ Sulla disciplina dei gruppi si veda F. GALGANO, *I gruppi di società*, Torino, 2001. Sull'argomento specifico si veda R. MORO VISCONTI, *Gruppi di imprese: informativa sulle parti correlate*, in *Impresa c. i.*, 2007, f. 6, p. 832. La legge tedesca sui gruppi (*Konzernrecht*) richiede agli amministratori della controllata un giudizio indipendente sull'approvazione delle operazioni con la controllante. I gruppi contrattuali si basano su un contratto di dominio, nel quale la controllata viene assoggettata all'obbligo di perseguire l'interesse del gruppo, anche nel caso in cui sia in contrasto con il suo interesse individuale. La capogruppo << è responsabile e deve tenere indenne la controllata in relazione alle perdite subite per essere stata indotta ad agire nell'interesse del gruppo. Qualora la misura dei danni risarciti risulti inadeguata, gli azionisti di minoranza possono agire in via surrogatoria >>. Nel sistema francese, invece, l'approvazione di queste operazioni da parte dei soli amministratori risulta essere insufficiente, poiché occorre l'approvazione del consiglio di amministrazione e dell'assemblea.

correttezza procedurale. In questo caso, utilizzando la previsione contenuta nell'art. 2497 *ter* c.c., si ritiene che l'operazione con parti correlate <<rientri anche nell'ambito di applicazione di quest'ultima disposizione, e rispettando le prescrizioni sancite in attuazione dell'art. 2391 bis si potrebbe simultaneamente adempiere anche ai doveri imposti dalla disciplina dei gruppi di società>>⁴⁹.

In dottrina si rileva che la particolare rischiosità insita nelle operazioni con parti correlate non trova una adeguata soluzione nella disciplina dettata dagli artt. 2497 ss. c. c., in quanto <<in quest'ambito è, invero, decisivo che si agisca preventivamente, e non soltanto successivamente, agitando poco efficaci azioni di responsabilità>>⁵⁰.

In ogni caso si possono, comunque, ipotizzare dei casi in cui vi siano parti correlate a cui non si applicano le disposizioni normative previste dagli artt. 2497 ss. c.c., come ad esempio, nel caso in cui due società “sorelle” siano controllate dallo stesso soggetto.

Orbene, è necessario evidenziare un aspetto di particolare rilievo sistematico, ovvero quale differenza vi sia tra la *correttezza sostanziale e procedurale* e la *violazione dei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale*. Sul punto la dottrina ha precisato che: <<la *correttezza sostanziale*, alla quale fa riferimento la disciplina delle operazioni con parti correlate, non si misurerebbe unicamente in ragione dell'effetto dell'operazione sulla

⁴⁹ M. VENTORUZZO, *op. cit.*, pp. 543 – 544.

⁵⁰ “Si prospetta, quindi, positivamente il fatto che si esplicitano caratteristiche relative a singole, specifiche operazioni particolarmente rilevanti, oltre che alla generalità di esse, e, peraltro, per tutte le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio”. In tal senso si veda A. BLANDINI, *op. cit.*, pp. 502-503.

società alla quale si applica l'art. 2391 bis, bensì anche con riferimento alla sua incidenza nella sfera della controparte correlata. In altre parole, e più esplicitamente, si tratta di valutare se un'operazione estremamente vantaggiosa per la società A, emittente quotato soggetto all'art. 2391 bis, operazione che tuttavia pregiudica, in violazione dell'art. 2497, la società correlata B, possa ritenersi corretta sostanzialmente in base alla disciplina delle parti correlate>>⁵¹. Il rispetto della disciplina delle operazioni con parti correlate sembrerebbe escludere la responsabilità ex art. 2497 c.c.. L'art. 2391 bis prevede che le operazioni con parti correlate siano volte a garantire la correttezza sostanziale e procedurale; quindi, possiamo affermare che si potrà parlare di violazione dei principi di corretta gestione imprenditoriale e societaria nel momento in cui la società non ha osservato le regole previste per le operazioni con parti correlate. La dottrina, sul punto, ha affermato che:<<un'operazione che non violi i principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale delle società soggette a direzione e coordinamento non è necessariamente corretta quando giudica "secondo il metro" delle operazioni con parti correlate. L'esempio – per quanto non molto probabile nella prassi – è quello di un'operazione che pregiudica la controllante a vantaggio di una controllata: non sanzionabile in forza dell'art. 2497, tuttavia potenzialmente contraria all'art. 2391 bis>>⁵².

⁵¹ M. VENTORUZZO, *op. cit.*, p. 543, nt. 83. Il diritto tedesco, invece, prevede che la capogruppo << è responsabile e deve tenere indenne la controllata in relazione alle perdite subite per essere stata indotta ad agire nell'interesse del gruppo. Qualora la misura dei danni risarciti risulti inadeguata, gli azionisti di minoranza possono agire in via surrogatoria>>. G. HERTIG – H. KANDA, *Operazioni con parti correlate*, in AA. VV., *Diritto societario comparato*, a cura di L. Enriques, Bologna, 2006, p. 156.

⁵² M. VENTORUZZO, *op. cit.*, p. 543, nt. 84.

La non corretta gestione, da parte della controllante, consiste nell'avvalersi dei poteri di direzione e coordinamento, che derivano dall'influenza dominante assicurata dal controllo, per realizzare l'interesse proprio o della propria controllante a danno delle controllate o l'interesse di una controllata a danno di un'altra.

Assumono una particolare rilevanza i principi di *corporate governance* cui fanno riferimento gli artt. 2381, 5° co., e 2403, 1° co., c.c., in quanto la prima disposizione impone agli amministratori di curare l'assetto organizzativo, oltre a quello amministrativo e contabile della società; mentre la seconda impone ai sindaci di vigilare sull'adeguatezza⁵³.

9. Inosservanza dell'art. 2391 bis e delle disposizioni Consob. Conseguenze sul piano giuridico.

Qual è la sanzione civilistica applicabile alla presente fattispecie in caso di inosservanza del dettato dell'art. 2391 *bis*?

Una prima ipotesi potrebbe essere individuata nella mancata adozione delle regole prescritte dall'organo amministrativo o nell'adozione di regole in contrasto con i principi fissati dalla Consob.

⁵³ Il concetto di adeguato assetto organizzativo previsto dal codice civile ha la medesima valenza che assume in sede di responsabilità da reato della persona giuridica, ovvero di idoneo modello di organizzazione, la cui adozione da parte dell'ente consente, ai sensi dell'art. 6 del d. lgs. 8 giugno 2002, n. 231, di conseguire la liberazione della persona giuridica dalla responsabilità per i reati commessi nel suo interesse o a suo vantaggio. Sull'attività di direzione e coordinamento di società, si veda F. GALGANO, *Direzione e coordinamento di società*, in *Commentario del cod. civ.* a cura di Scialoja – Branca e Galgano, Bologna-Roma, 2005, p. 108.

La condotta omissiva, da parte dell'organo amministrativo rappresenta un fatto censurabile da parte dei soci al collegio sindacale, ai sensi dell'art. 2408 c.c.; inoltre, nei casi più gravi, come l'adozione di disposizioni non in linea con i principi Consob, sarà possibile applicare la procedura *ex art.* 2409 c.c., che, come sappiamo, nelle società che fanno ricorso al mercato dei capitali di rischio può essere richiesta anche dal pubblico ministero.

Altra ipotesi è data dalla assunzione di una delibera, da parte dell'organo amministrativo, con la quale viene decisa un'operazione con parti correlate violando le regole Consob e quelle disposte dall'organo amministrativo medesimo. In questo caso la deliberazione si potrebbe ritenere assunta *contra legem* ai sensi dell'art. 2388 c.c.; pertanto la stessa sarebbe impugnabile essendo il contenuto dell'art. 2391 *bis* c.c. imperativo e determinato *per relationem*.

La correttezza procedurale delle operazioni con parti correlate, per di più, impone specifici doveri di informazione al consiglio circa la natura delle operazioni e i potenziali pregiudizi che potrebbero derivare all'emittente. L'assenza di informazione e/o di comunicazione degli interessi di un amministratore nell'esecuzione di una determinata operazione, ai sensi dell'art. 2391 c.c., potrebbe spingere i c.d. amministratori non esecutivi a sottovalutare o addirittura ignorare il potenziale conflitto di interessi esistente nell'operazione. A questo punto emerge un aspetto di particolare interesse, ovvero se la legittimazione all'impugnativa della delibera consiliare spetti solo agli amministratori assenti o anche a quelli dissenzienti. Nella presente

fattispecie sembrerebbe trovare applicazione l'art. 2391, 3° co., c.c. che consente l'impugnativa della delibera consiliare ai soli amministratori assenti o dissenzienti che siano stati puntualmente informati; in assenza di un'adeguata e corretta informazione la delibera stessa risulterebbe essere viziata per violazione del c.d. dovere di *disclosure*⁵⁴.

Una terza ipotesi è data dall'opponibilità ai terzi delle operazioni realizzate in violazione dell'art. 2391 *bis*. In questo caso sembra che trovi applicazione l'art. 2388, ult. co., che fa salvi i diritti acquisiti dai terzi in base ad atti compiuti in esecuzione delle deliberazioni.

Infine, ci resta da analizzare l'ipotesi di responsabilità degli amministratori e dell'organo di controllo qualora abbiano violato le regole dettate dall'art. 2391 *bis* a tutela della società e degli investitori in occasione di operazioni con parti correlate. La dottrina osserva che la violazione dell'art. 2391 *bis* non determina automaticamente un danno risarcibile in favore dell'emittente, anche perché appare necessario verificare e valutare il grado di diligenza osservato dagli amministratori⁵⁵. L'inosservanza delle regole sulla trasparenza delle operazioni con parti correlate deve cagionare un danno ai sensi dell'art. 2392 c.c., anche perché l'adozione delle regole volte ad assicurare la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale dell'operazione con parti correlate non è idonea a mutare i doveri degli amministratori da obbligazioni di mezzo ad obbligazioni di risultato, anche perché non esiste un automatismo che consenta di ritenere gli amministratori

⁵⁴ A. BRACCIODIETA, *La nuova società per azioni*, Milano, 2006, pp. 402- 403.

⁵⁵ M. VENTORUZZO, *op. cit.*, p. 538.

responsabili, essendo necessario valutare il grado di diligenza⁵⁶. Non si può, viceversa, escludere la responsabilità degli amministratori qualora non provvedano ad adottare regole in materia di operazioni con parti correlate, o nel caso in cui le stesse siano difformi ai principi dettati dalla Consob.

Diversa è l'ipotesi in cui gli amministratori abbiano adottato le opportune regole, in tema di operazioni correlate, e le stesse si siano rivelate inadeguate a garantire sempre la correttezza sostanziale delle medesime. Anche in questa circostanza occorrerà valutare la correttezza dell'operato degli amministratori su base casistica⁵⁷. Bisogna, altresì, valutare se la disciplina – prevista dall'art. 2392 c.c. – in tema di responsabilità degli amministratori nei confronti della società, per violazione delle disposizioni dettate un tema di operazioni con parti correlate, sia idonea a tutelare anche i soggetti terzi⁵⁸. In ogni caso appare opportuno sottolineare che la normativa in esame ha come obiettivo primario quello di tutelare i soggetti anche emittenti che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, e i loro investitori, da operazioni potenzialmente pregiudizievoli⁵⁹. Il codice civile già prevede

⁵⁶ M. VENTORUZZO, *op. cit.*, *ibidem*.

⁵⁷ Analoga previsione riguarda la non puntuale applicazione delle regole in determinate situazioni. In questo caso, non può essere necessariamente considerata una violazione del dovere di diligenza degli amministratori e, quindi, una possibile fonte di responsabilità.

⁵⁸ A. POMELLI, *Commento sub art. 2391 bis*, in *Commentario breve al diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, Padova, 2007, p. 528.

⁵⁹ Vista la natura e la struttura della norma, è difficile ipotizzare casi in cui vi sia un danno diretto ai singoli soci che non sia la conseguenza diretta di un danno patito dalla società emittente.

in tema di “operazioni potenzialmente pericolose” una disposizione analoga, ossia quella dettata in tema di “acquisti pericolosi” – *ex art. 2343 bis* –, poiché il legislatore ritiene che, nell’ipotesi in cui la società acquisti beni o crediti dai promotori, fondatori, soci o amministratori per un corrispettivo pari o superiore al decimo del capitale sociale e nei due anni dall’iscrizione della società nel registro delle imprese, occorre, per poter procedere all’acquisto, l’autorizzazione dell’assemblea ordinaria. Inoltre, la norma stabilisce che l’alienante presenti una relazione giurata di stima che deve essere depositata presso la sede della società durante i quindici giorni che precedono l’assemblea; infine, è necessario procedere al deposito, presso il registro delle imprese, del verbale dell’assemblea che autorizza l’operazione e della relazione giurata di stima. L’ultimo comma dell’art. 2343 *bis* c. c., infine, dispone che sussiste una responsabilità solidale tra gli amministratori e l’alienante per i danni causati alla società, ai soci ed ai terzi in caso di violazione della disposizione⁶⁰. La procedura sopra descritta, oltre a garantire l’integrità del capitale sociale, ha un altro obiettivo, che è quello di tutelare i soci ed i terzi che hanno, direttamente o indirettamente, rapporti con la società. Inoltre, possiamo ancora evidenziare l’esistenza di una procedura volta a garantire la “correttezza

⁶⁰ La Relazione che accompagna il D.p.r. 10 febbraio 1986, n. 30, riferisce che la funzione della norma consiste nell’esigenza da un lato di evitare facili elusioni delle norme sulla valutazione dei conferimenti di beni in natura e dei crediti; dall’altro di assicurare un’adeguata tutela degli interessi dei soci di fronte a rilevanti mutamenti quantitativi di quello che viene ad essere l’apporto degli altri contraenti. Per tutti si veda M. S. SPOLIDORO, *Gli acquisti pericolosi*, in *Trattato delle società per azioni*, a cura di G. E. Colombo – G. B. Portale, vol. 1***, Torino, 2004, p. 680.

sostanziale” dell’operazione, essendo richiesti una serie di adempimenti e di verifiche di natura preventiva. Si può, dunque, affermare che, per “gli acquisti pericolosi”, l’art. 2343 *bis* c. c. garantisce la trasparenza delle predette operazioni, alla stregua di quanto previsto dall’art. 2391 *bis* c. c. per le operazioni con parti correlate.

Si potrebbe ipotizzare il diritto al risarcimento del danno – *ex art.* 2395 c.c. – in favore di soggetti terzi, nel caso in cui gli amministratori non osservino le regole volte ad assicurare la correttezza sostanziale e procedurale dell’operazione con parti correlate, danneggiando così una società legata all’emittente da un rapporto di correlazione⁶¹. Collegata alla responsabilità degli amministratori vi è quella dei sindaci, i quali, ai sensi dell’art. 2407 c.c., sono responsabili in solido con gli amministratori per i fatti o le omissioni di questi, nel caso in cui il danno non si sarebbe prodotto se essi avessero vigilato in conformità agli obblighi della loro carica⁶². L’art. 2391 *bis* c.c. potrebbe

⁶¹ Per la società correlata danneggiata, qualora sia soggetta anche alla direzione e al coordinamento da parte dell’emittente al quale si applica l’art. 2391 *bis* c.c., la norma da applicare in tema di responsabilità sarà l’art. 2497 c.c.. Si veda sull’argomento M. MIOLA, *Società quotate, controlli esterni e gruppi di società*, in *Riv. dir. priv.*, 2005, p. 18; A. BASSI, *Gruppi d’impresa*, in *Manuale di diritto commerciale*, a cura di V. Buonocore, Torino, 2006, p. 617. Nell’ipotesi in cui non ci sia direzione e coordinamento, si potrebbe ipotizzare una responsabilità conseguente ad un distorto utilizzo dei legami di gruppo. In tal senso si veda M. VENTORUZZO, *op. cit.*, p. 539.

⁶² Il controllo del collegio sindacale, anche alla luce delle modifiche introdotte dal d. lg. n. 58 del 1998 e dal d. lg. n. 127 del 1991, non ha carattere puramente formale, nel senso che sia limitato al mero riscontro della legittimità estrinseca dell’operato degli amministratori, ma deve essere destinato anche alla verifica del rispetto sostanziale da parte degli amministratori degli specifici obblighi di condotta loro imposti, nonché del dovere generale di diligente amministrazione nell’interesse della società e dei terzi creditori. Inoltre, anche nell’ipotesi prevista dall’art. 2407 comma 2 c.c. - secondo cui i sindaci rispondono solidalmente con gli amministratori per i fatti e le omissioni di

rappresentare un ulteriore strumento posto a protezione della posizione dei soci di minoranza, soprattutto in presenza di gruppi societari complessi, caratterizzati da articolati intrecci partecipativi e che pongono in essere frequenti operazioni intragruppo.

questi, in quanto il danno non si sarebbe prodotto se avessero vigilato in conformità agli obblighi della loro carica - è configurabile una responsabilità per fatto proprio, sia pure sotto il profilo omissivo della condotta: così Trib. Messina, 12 novembre 1999, in *Fall.*, 2000, 1279. In dottrina si veda G. CAVALLI, *I sindaci*, in *Trattato delle società per azioni*, a cura di G. E. Colombo – G. B. Portale, vol. 10*, Torino, 1998, p. 3 ss.

CAPITOLO II

**LE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE NEL
REGOLAMENTO EMITTENTI E NEL T.U.B.**

Sommario: 1. La disciplina dell'informazione al mercato sulle operazioni con parti correlate prevista dal t.u.i.f. e dal Regolamento emittenti. – 2. La nozione di *parti correlate* nella disciplina dell'informazione al mercato. – 3. La nozione di *operazione* con parti correlate nella disciplina dell'informazione al mercato. – 4. Gli obblighi di *disclosure* previsti dalla disciplina dell'informazione al mercato. – 5. La disciplina dei rapporti bancari con i c.d. soggetti correlati. – 6. Le obbligazioni degli esponenti bancari.

1. La disciplina dell'informazione al mercato sulle operazioni con parti correlate prevista dal t.u.i.f. e dal Regolamento emittenti.

Il mercato mobiliare richiede la diffusione, in via continuativa, di informazioni complete e attendibili relative agli strumenti finanziari e agli emittenti quotati, poiché gli investitori basano le loro scelte sulle informazioni di cui dispongono. Le società, da tempo, sono sottoposte ad un particolare regime in materia di informazione al pubblico, che si somma a quelli già previsti in materia contabile e di bilancio.

La natura precettiva dell'art. 114, 1° co., t.u.i.f. consente di limitare lo sfruttamento illecito di informazioni prima che siano portate a conoscenza del pubblico⁶³; inoltre, la norma in commento impone

⁶³ P. PISCITELLO, *Commento sub art. 114 t.u.i.f.*, in *Testo Unico della Finanza*, a cura di G. F. Campobasso, vol. II, Torino, 2002, p. 950; E. NTUK, *Commento sub art. 114 t.u.i.f.*, in *La legge Draghi e le società quotate in borsa*, diretto da G. Cottino, Torino, 1999, p. 83; F. GUARRACINO, *Commento sub art. 114 t.u.i.f.*, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, t. 2, a cura di G. Alpa- F. Capriglione, Padova, 1998, p. 1054.

l'obbligo di una informazione continua, che deve rappresentare una costante, anche sul piano dei contenuti. Oltre alla richiamata tempestività, l'informazione deve essere completa e intelligibile e deve essere caratterizzata dall'ampia e omogenea diffusione.

Il legislatore, nella consapevolezza della impossibilità di tipizzare tutti gli eventi c.d. *price sensitive*, ha imposto un obbligo informativo di carattere generale, il quale implica una valutazione caso per caso, da parte degli emittenti, dell'idoneità dell'atto o del fatto a influenzare sensibilmente il prezzo. Si è osservato che <<oltre all'informazione in se stessa occorre tener conto di una serie di fattori peculiari ad ogni singolo caso, quali il prezzo e la volatilità delle azioni e le prevalenti condizioni del mercato, impossibili da valutare attraverso formule meccanicistiche>>⁶⁴. Nell'individuare le notizie *price sensitive* da comunicare al pubblico, non si ritiene sufficiente che la pubblicità delle stesse possa modificare il prezzo degli strumenti finanziari, dovendo tale variazione essere sensibile⁶⁵; per di più, è evidente che, per valutare i riflessi di una determinata notizia sul

⁶⁴ LONDON STOCK EXCHANGE, *Guidance on dissemination of price sensitive information*, London, 1996, p. 2.

⁶⁵ L'art. 40, par. 3 della Direttiva n. 2004/39/CE (c.d. direttiva MIFID o ISD2), fa carico ai mercati regolamentati di adottare e mantenere procedure e dispositivi atti a verificare che gli emittenti di strumenti finanziari ammessi alla negoziazione nei mercati regolamentati rispettino gli obblighi che incombono loro, in particolare alle informazioni *price sensitive*. Così M. SEPE, *Borse e mercati. In generale*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di F. Capriglione, t. II, Padova, 2005, p. 746. Si veda anche C. AMATUCCI, *Trasparenza e mercati finanziari*, Napoli, 2003, p. 77; A. BLANDINI, *op. cit.*, p. 319.

mercato, occorre tenere in considerazione le capacità dell'investitore medio⁶⁶.

Il corretto funzionamento del mercato, dunque, richiede che siano prevenute o eventualmente rimosse le asimmetrie informative, e tra queste rientrano anche quelle più consuete, al fine di consentire che il processo di formazione dei prezzi non sia alterato a causa di un andamento anomalo dei corsi⁶⁷. Nella disciplina delle comunicazioni al pubblico, così come per l'*insider trading*⁶⁸, si pone il problema se oltre alle *corporate information* devono essere resi pubblici anche i fatti di natura economica, sociale o politica idonei a determinare una variazione sensibile del prezzo degli strumenti finanziari⁶⁹. L'art. 114 t.u.i.f. dispone che devono ritenersi informazioni *price sensitive* tutti i fatti che accadano nella sfera di attività del soggetto emittente; quindi, gli avvenimenti di natura economico sociale e politica che si verifichino al di fuori di detto ambito possono acquisire rilievo solo nel caso in cui hanno un'influenza sull'emittente tale da determinare variazioni di

⁶⁶ La dottrina osserva come l'avverbio "*sensibilmente*" rinvii in modo inevitabile alla valutazione del giudice, che dovrà volta per volta stabilire se i dati non ancora divulgati possono essere intesi come determinanti al fine di provocare l'oscillazione nel corso del titolo che l'insider ha inteso sfruttare: Cfr A. BARTALENA, *Insider trading*, in *Trattato delle società per azioni*, a cura di G. E. Colombo – G. B. Portale, vol. 10^o, Torino, 1993, p. 329.

⁶⁷ S. FABRIZIO, *Gli emittenti*, in *Manuale di diritto dei mercati finanziari*, a cura di S. Amorosino – C. Rabitti Bedogni, Milano, 2004, p. 314.

⁶⁸ Sull'argomento si veda ampiamente G. SBISA³, *I controlli della Consob*, in *Commentario del cod. civ.* a cura di Scialoja – Branca e Galgano, Bologna-Roma, 1997, p. 23; A. BLANDINI, *op. cit.*, p. 320.

⁶⁹ A. BARTALENA, *op. cit.*, p. 322; nello stesso senso si veda S. GALLI, *Insider trading: un primo commento*, in *Giur. comm.*, 1991, p. 959; Trib. Roma, 23 maggio 1996, in *Giur. comm.*, 1997, II, p. 207, nota S. GALLI, *Insider trading: l'inizio di una giurisprudenza di merito "statunitense"?*; P. PISCITELLO, *op. cit.*, p. 951.

prezzo degli strumenti finanziari. La gamma delle informazioni da divulgare, pertanto, risulta essere molto ampia e comprende sia fatti interni, sia avvenimenti riferiti a terzi. E' evidente, quindi, che l'obbligo di informazione sussiste anche quando le notizie riguardano soggetti terzi in rapporti con l'emittente o con altri soggetti di cui all'art. 114, 1° co., t.u.i.f.⁷⁰. Finanche i fatti attinenti alla sfera personale degli amministratori o dell'azionista di controllo devono essere resi pubblici nel momento in cui sono idonei a determinare un'oscillazione sensibile del prezzo degli strumenti finanziari⁷¹.

E' evidente che l'art. 114 t.u.i.f. individua i soggetti obbligati all'informazione e le tipologie di informazioni che devono essere comunicate al pubblico secondo le modalità stabilite dalla disciplina secondaria. Oltre all'informazione, occorre tenere conto di una serie di fattori, quali ad esempio il prezzo e la volatilità dell'azione e le prevalenti condizioni del mercato⁷². L'art. 66, 1° co., Reg. Consob n. 11971/1999, dispone che le notizie idonee ad incidere sensibilmente sul mercato degli strumenti finanziari debbano essere rese note al

⁷⁰ M. RIGOTTI, *Informativa societaria*, in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, a cura di A. Patroni Griffi – M. Sandulli – V. Santoro, Torino, 1999, p. 621.

⁷¹ Tra gli eventi c.d. *price sensitive* possiamo elencare: le decisioni relative a operazioni di aumento o diminuzione del capitale sociale per perdita; frazionamento delle azioni, nonché emissione di obbligazioni e di *warrant*; decisioni relative a operazioni di fusione, scissione, acquisizione e cessione di partecipazioni di rami di azienda o altre attività di rilievo e le autorizzazioni a effettuare operazioni sulle proprie azioni; delibere aventi ad oggetto la modifica di categorie degli strumenti finanziari quotati; presentazioni di istanze ed emanazione di provvedimenti di assoggettamento a procedure concorsuali. In tal senso Cfr. S. FABRIZIO, *op. cit.*, p. 317.

⁷² P. SFAMENI, *Commento sub art. 114 t.u.i.f.*, in *La disciplina delle società quotate. Commentario*, a cura di P. Marchetti – L. A. Bianchi, t. I, Milano, 1999, p. 516.

pubblico mediante l'invio di un comunicato alla società di gestione del mercato e ad almeno due agenzie di stampa⁷³. Il comunicato deve contenere gli elementi essenziali del fatto in forma idonea a consentire una valutazione completa e corretta degli effetti che esso può produrre sul prezzo degli strumenti finanziari; a tal fine l'art. 67, 1° comma, lett. a) del Regolamento attribuisce alla società di gestione del mercato il potere di fissare il contenuto minimo dei comunicati e le modalità di rappresentazione dell'informazione in essi contenute con particolare riferimento a singole tipologie di fatti. La dottrina ha assunto una posizione critica sulla presente scelta legislativa, poiché la società di gestione del mercato ha il potere di determinare le modalità di rappresentazione delle informazioni “*con riferimento alle singole tipologie di fatti*”; dato che non è possibile riscontrare alcuna tipologia di fatti, in via astratta e generale, al di là di quelli previsti dal richiamato art. 66⁷⁴. La scelta legislativa potrebbe trovare una propria giustificazione nella necessità di riconoscere in capo alla società di gestione il potere di

⁷³ AL. DI AMATO, *La responsabilità civile degli operatori del mercato finanziario*, in *Tratt. dir. pen. dell'impresa*, vol. IX, *I reati del mercato finanziario*, a cura di Ast. Di Amato, Padova, 2007, p. 56.

⁷⁴ P. SFAMENI, *op. cit.*, p. 549. Le notizie *price sensitive* possono così sintetizzarsi: le situazioni contabili (art. 66, comma 6); le delibere di approvazione del progetto di bilancio, della proposta di distribuzione del dividendo, del bilancio consolidato, della relazione semestrale e delle relazioni trimestrali (art. 66, comma 6); le notizie di pubblico dominio concernenti la situazione patrimoniale, economica o finanziaria degli emittenti ovvero l'andamento dei loro affari (art. 66, comma 7); i dati previsionali (art. 68); gli studi o le statistiche concernenti l'emittente (art. 69); fusioni, scissioni e aumenti di capitale (art. 70); le acquisizioni e le cessioni (art. 71); le operazioni con parti correlate (art. 71 bis); le modifiche dell'atto costitutivo e l'emissione di obbligazioni (art. 72); l'acquisto e l'alienazione di azioni proprie (art. 73); i provvedimenti ai sensi dell'articolo 2446 del codice civile (art. 74); il bilancio approvato (artt. 77-79); le relazioni semestrali e trimestrali (art. 81).

tipizzare, in via preventiva, le singole ipotesi di fatti *price sensitive*, nonché il contenuto dei relativi comunicati. Sarebbe preferibile una soluzione diversa da quella sopra prospettata, ossia quella di attribuire all'eventuale tipizzazione dei fatti rilevanti da parte delle società di gestione un valore non vincolante, in quanto l'obbligo informativo deve ritenersi condizionato all'esistenza dei requisiti indicati dall'art. 114, 1° co., t.u.i.f..

Tra le notizie *price sensitive* vi rientrano, come abbiamo visto, anche le operazioni con parti correlate e, a tal proposito, l'art. 71 *bis* del Regolamento Consob prevede l'obbligo di stilare un documento informativo da redigersi in occasione di operazioni *<<concluse anche mediante il tramite di società controllate, che per oggetto, corrispettivo, modalità o tempi di realizzazione possono avere effetti sulla salvaguardia del patrimonio aziendale o sulla completezza e correttezza delle informazioni, anche contabili, relative all'emittente>>*⁷⁵. Per effetto dell'art. 91 *bis* del Regolamento emittenti, la comunicazione attinente le operazioni con parti correlate effettuate nei confronti del pubblico deve essere trasmessa anche alla Consob. Inoltre, la società mette a disposizione del pubblico, presso la propria sede sociale, un apposito documento informativo, redatto in conformità all'allegato 3B del medesimo Regolamento emittenti, allo scopo di garantire una adeguata informativa al mercato in merito agli elementi essenziali delle operazioni poste in essere. La norma, però,

⁷⁵ A. POMELLI, *Il nuovo diritto delle società*, p. 781; M. SARALE, *Il nuovo diritto societario. Aggiornamento al d. lgs. 310/2004*, Commentario diretto da G. Cottino, Bologna, 2005, p. 39.

non individua un criterio in base al quale selezionare le operazioni con parti correlate soggette agli obblighi di tempestiva informazione; pertanto, risulta condivisibile l'orientamento di quella parte della dottrina che interpreta il requisito della salvaguardia aziendale come elemento discriminante ai fini pubblicitari⁷⁶. Risultano, dunque, soggette agli obblighi di *disclosure* informative le operazioni estranee alla normale gestione dell'impresa che, in qualche modo, potrebbero pregiudicare la consistenza patrimoniale della società. Il criterio da seguire, per l'individuazione della "rilevanza dell'operazione con la parte correlata", sarà quello di verificare se le condizioni applicate sono quelle comunemente praticate sul mercato per operazioni analoghe. Sul punto la Consob ha indicato come ulteriori parametri: *a)* l'oggetto dell'operazione; *b)* il corrispettivo; *c)* le modalità e i tempi di realizzazione⁷⁷.

2. La nozione di parti correlate nella disciplina dell'informazione al mercato.

La comunicazione n. SOC/RM/93002422 del 31 marzo 1993, prevede che la Consob debba invitare le società di revisione a prestare particolare attenzione alle operazioni con parti correlate compiute dalle

⁷⁶ M. VENTORUZZO, *op. cit.*, p. 510. Di recente si veda anche S. DODARO, *Commento sub art. 2391 bis*, in *Codice commentato delle società*, a cura di G. Bonfante – D. Corapi – G. Marziale – R. Rordorf – V. Salafia, Milano, 2007, pp. 508-509.

⁷⁷ La delibera Consob del 14 aprile 2005 n. 14990 ha abrogato il comma 3 dell'art. 71 *bis* del Regolamento Emittenti. La disposizione abrogata demandava alla Consob il compito di individuare la nozione di parti correlate, con riferimento ai principi contabili internazionali.

società revisionate, in quanto dette operazioni possono non rispondere ai canoni della regolarità degli atti sociali⁷⁸. Successivamente la Consob, attraverso una serie di delibere e di comunicazioni⁷⁹, ha cercato di fornire una definizione di operazioni con parti correlate e di precisare quando l'operazione è soggetta alla predetta disciplina. La definizione indicata dalla Consob è sostanzialmente affine a quella contenuta nello IAS 24, che si discosta solo nella parte relativa all'individuazione dei concetti di controllo, influenza notevole e collegamento tra società⁸⁰.

Secondo la citata Comunicazione Consob (lett. b), sono parti correlate gli <<aderenti, anche in via indiretta, a patti parasociali di cui all'art. 122, 1° co., d. lgs. n. 58/1998, aventi per oggetto l'esercizio di voto>> a

⁷⁸ Tra le diverse comunicazioni si vedano: Comunicazione n. SOC/RM 94002200 del 9 marzo 1994 (Transazioni con azionisti di controllo e soggetti correlati); Comunicazione n. DAC/RM/97001574 del 20 febbraio 1997 (Raccomandazione in materia di controlli societari); Delibera del 31 luglio 1997, n. 10867 (Adozione del principio di revisione relativo al controllo contabile delle relazioni semestrali delle società quotate in borsa e raccomandazione alle società di revisione, iscritte all'Albo Speciale di cui all'art. 8 d.p.r. n. 136/1975); Comunicazione n. DAC/98015375 del 27 febbraio 1998 (Comunicazione in materia di informazioni di bilancio concernenti le operazioni con parti correlate); Comunicazione DAC/28034 del 12 aprile 2000 (Comunicazione in merito alla relazione semestrale delle società con azioni negoziate nei mercati regolamentati); Comunicazione DEM/1025564 del 6 aprile 2001 (Comunicazione sui contenuti della relazione del Collegio Sindacale all'assemblea); Comunicazione n. DEM/2064231 del 30 settembre 2002 (Individuazione della nozione di parti correlate); Raccomandazione n. DEM/2080535 del 9 dicembre 2002 (Raccomandazione in materia di informazioni contabili periodiche e su fatti rilevanti delle società calcistiche quotate).

⁷⁹ Si veda ad esempio la delibera del 12 giugno 2002, n. 13616 che ha inserito l'art. 71 *bis* nel Regolamento del 14 maggio 1999, n. 11971 o la Comunicazione DEM/2064231 del 30 settembre 2002.

⁸⁰ La dottrina, in merito, evidenzia l'assenza nella definizione Consob del riferimento alla correlazione dovuta all'istituzione di un fondo pensionistico per i dipendenti dell'entità o di altra entità a questa correlata. Si veda A. POMELLI, *Il nuovo diritto delle società*, p. 781, in particolare nt. 4.

condizione che al patto sia <<conferita una partecipazione complessiva di controllo>>⁸¹.

Suscita particolare interesse l'espressione utilizzata nella comunicazione Consob "l'adesione indiretta", in quanto sono considerati "aderenti in via indiretta" ad un patto di sindacato <<nell'esclusiva ipotesi in cui tra gli aderenti diretti o indiretti vi sia una persona fisica. Anche i soggetti controllati da tale persona fisica o sui quali la stessa esercita un'influenza notevole>>. Due sono gli elementi che emergono dalla interpretazione della Comunicazione Consob: a) il primo prevede che tra gli aderenti in via indiretta ad un patto occorre includere chi controlla un soggetto parte di un accordo rilevante; b) il secondo, invece, prevede che, nell'ipotesi in cui tra gli aderenti al patto in via diretta o indiretta vi sia una persona fisica, si debbano considerare aderenti in via indiretta anche i soggetti controllati o soggetti a influenza notevole della stessa.

La Comunicazione Consob DEM/2064231, alla lett. b attribuisce rilievo, ai fini della correlazione, ai soli patti di voto ai quali sia stata conferita una partecipazione complessiva di controllo. Ai fini della nozione di correlazione, dunque, assume particolare rilievo l'adesione ad un patto all'unanimità, nel quale non sia possibile individuare un unico paciscente di controllo, a patto che l'accordo riunisca una

⁸¹ L'art. 122, 1° co., t.u.i.f. si riferisce solo ai patti parasociali aventi ad oggetto il diritto di voto, quindi, se si interpreta restrittivamente la norma, si deve escludere che qualsiasi altro patto parasociale possa costituire violazione della normativa sulle operazioni con parti correlate. Ritengo, però, che qualsiasi patto parasociale, anche in via indiretta, che possa influenzare in modo determinante la vita della società, possa far rientrare i pattisti tra le parti correlate.

percentuale di azionisti, in astratto, sufficiente ad esercitare il controllo nella società partecipata e in detta ipotesi, pertanto, sorge l'obbligo di informazione.

3. La nozione di operazione con parti correlate nella disciplina dell'informazione al mercato.

Al fine di giungere ad una corretta definizione di operazione con parti correlate nella disciplina dell'informazione al mercato, è necessario soffermarsi sulla nozione di *operazioni rilevanti*. I destinatari dei doveri di *disclosure*⁸², sono gli emittenti quotati e i soggetti che li controllano, ma sembra opportuno, a questo punto dell'indagine, precisare che la disciplina regolamentare attribuisce rilievo anche alle operazioni con parti correlate concluse dai predetti soggetti tramite le società controllate. La nozione di controllo applicabile alla presente fattispecie è quella prevista dall'art. 93 t.u.i.f.. Il legislatore del t.u.i.f. si è ispirato alla nozione di imprese controllate contenuta nell'art. 26 del d. lgs. n. 127/1991, in materia di bilanci consolidati; tralasciando così la definizione contenuta nell'art. 2359 c. c., tant'è che manca il riferimento al n. 3 della predetta norma, che considera controllate le società che siano sotto l'influenza dominante di un'altra società in virtù di particolari vincoli contrattuali con essa. Il t.u.i.f., invece, prevede l'ipotesi delle imprese italiane o estere, nelle quali un soggetto ha il diritto, in virtù di un contratto o di una clausola statutaria, di esercitare

⁸²Come abbiamo visto al § 1 del presente capitolo.

un'influenza dominante, quando la legge applicabile consenta tali contratti o clausole; e quella delle imprese, italiane o estere, nelle quali un socio, in base agli accordi con altri soci, dispone da solo di voti sufficienti a esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria. La dottrina ha osservato come: <<l'art. 93 dà innanzi tutto per scontata la preesistenza di una nozione di "controllo", in ipotesi di rapporto tra imprese che danno necessariamente luogo alla fattispecie del "controllo"; in secondo luogo, l'art. 93, precisando che "sono considerate imprese controllate, oltre a quelle indicate ..., anche ...", sembra porre sullo stesso piano tutte le figure di "controllo" da esso previste>>⁸³. Si tratta di una nozione più estesa rispetto a quella di operazioni concluse in nome o per conto dell'emittente o del soggetto che lo controlla, in quanto non implica né l'esistenza di un mandato, né tanto meno una procura, facendo, invece, <<riferimento alla nozione sostanziale – priva di puntuale definizione giuridica – di operazione realizzata "tramite" società controllata>>⁸⁴.

Non tutte le operazioni con parti correlate sono soggette all'obbligo di informazione, ma solo quelle che, per oggetto, corrispettivo, modalità o tempi di realizzazione, possano avere effetti sulla salvaguardia del patrimonio aziendale o sulla completezza e correttezza delle informazioni anche contabili, relative all'emittente. La dottrina ha assunto una posizione critica in merito, poiché la definizione così come

⁸³ G. MUCCIARELLI, *Commento sub art. 93*, in *La disciplina delle società quotate*, a cura di P. Marchetti e L. A. Bianchi, t. I, Milano, 1999, p. 55.

⁸⁴ M. VENTORUZZO, *op. cit.*, p. 510

formulata dal legislatore assume ambiti troppo ampi⁸⁵: per patrimonio si deve intendere l'insieme delle attività e delle passività impiegate nell'impresa, quindi ogni operazione potrebbe essere in grado di incidere in misura negativa sulla consistenza del patrimonio. La salvaguardia del patrimonio aziendale riguarda le sole operazioni in grado di incidere sulla continuazione dell'impresa, ovvero solo quelle che siano in grado di pregiudicare in modo significativo la consistenza patrimoniale della società; solo in questo caso l'operazione è soggetta agli obblighi di *disclosure*.

4. Gli obblighi di disclosure previsti dalla disciplina dell'informazione al mercato.

Nella disciplina delle operazioni è necessario che l'emittente quotato, nel momento in cui pone in essere operazioni con parti correlate, evidenzi, in sintesi, nel documento informativo i rischi connessi ai potenziali conflitti di interesse delle parti correlate con cui è effettuata l'operazione descritta; inoltre, deve: *a)* descrivere sinteticamente caratteristiche, modalità, termini e condizioni dell'operazione; *b)* indicare le parti correlate con cui l'operazione è stata posta in essere, e il relativo grado di correlazione, la natura e la portata degli interessi di tali parti nell'operazione; *c)* indicare le motivazioni economiche della società emittente al compimento dell'operazione; *d)* indicare le modalità di determinazione del prezzo dell'operazione e

⁸⁵ M. VENTORUZZO, *op. cit.*, *ibidem*.

valutazioni circa la sua congruità rispetto ai valori di mercato di operazioni similari⁸⁶. Al riguardo risulta essere rilevante l'indicazione dell'eventuale esistenza di valutazioni svolte da professionisti a supporto della congruità di tale prezzo e gli esiti finali delle medesime, precisando se dette valutazioni sono state appositamente commissionate dall'emittente, nonché gli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'operazione. Qualora l'ammontare dei compensi dei componenti dell'organo di amministrazione dell'emittente e/o di società da questo controllate è destinato a variare in conseguenza dell'operazione, devono essere fornite dettagliate indicazioni delle variazioni. Ai sensi dell'art. 71 *bis* del Regolamento emittenti, il documento informativo deve essere depositato presso la sede sociale e presso la società di gestione del mercato dove gli strumenti sono negoziati, entro quindici giorni dall'esecuzione dell'operazione. Del deposito occorre dare notizia tramite un quotidiano a tiratura nazionale.

Orbene, la comunicazione può essere fornita *ex ante* o *ex post*. Può verificarsi l'ipotesi in cui l'emittente intende porre in essere un'operazione con parti correlate, e che la stessa non sia stata ancora

⁸⁶ Si veda l'allegato n. 3 al regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti, adottato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e successivamente modificato con delibere n. 12475 del 6 aprile 2000, n. 13086 del 18 aprile 2001, n. 13106 del 3 maggio 2001, n. 13130 del 22 maggio 2001, n. 13605 del 5 giugno 2002, n. 13616 del 12 giugno 2002, n. 13924 del 4 febbraio 2003, n. 14002 del 27 marzo 2003, n. 14372 del 23 dicembre 2003, n. 14692 dell'11 agosto 2004, n. 14743 del 13 ottobre 2004, n. 14990 del 14 aprile 2005, n. 15232 del 29 novembre 2005, n. 15510 del 20 luglio 2006, n. 15520 del 27 luglio 2006, n. 15586 del 12 ottobre 2006 e n. 15915 del 3 maggio 2007.

realizzata; in questo caso l'emittente ha l'obbligo di rendere nota la notizia prima che l'operazione medesima sia compiuta ai sensi dell'art. 114 t.u.i.f.; in ogni caso sono fatte salve le eccezioni previste dalla norma testé richiamata; ovvero, qualora dalla comunicazione al pubblico delle informazioni possa derivare alla società emittente un grave danno, gli obblighi di comunicazione sono sospesi⁸⁷. Si ritiene che il presente principio debba applicarsi anche a quelle notizie che possono cagionare un grave danno anche *indirettamente*, nel senso che gli obblighi informativi al pubblico possono riguardare rapporti instaurati con terzi, i quali potrebbero dalla divulgazione risentire un pregiudizio. La società quotata, dunque, pur non essendo pregiudicata direttamente, potrebbe essere chiamata a rispondere del pregiudizio subito dal terzo, e quindi sarebbe essa stessa colpita dal pregiudizio; invece, deve escludersi l'applicazione del 4° comma dell'art. 114 t.u.i.f. alle clausole di riservatezza contenute in accordi che precedono o si inseriscono nell'ambito di trattative contrattuali.

In base a quanto disposto dall'art. 71 *bis* Regolamento Consob, le operazioni con parti correlate, potenzialmente rilevanti per la salvaguardia del patrimonio sociale, devono essere comunicate al mercato, anche successivamente al loro compimento. La dottrina, ad esempio, individua nelle operazioni a formazione progressiva l'ipotesi di comunicazione *ex post* dell'operazione, poiché la loro rilevanza si

⁸⁷ P. SFAMENI, *op. cit.*, p. 619.

manifesta solo a partire da un momento non determinabile a priori⁸⁸. La dottrina ha evidenziato come nella fattispecie in esame: <<l'elasticità è necessaria, in primo luogo, in quanto – a differenza che in ipotesi di operazioni societarie che prevedono un procedimento formale di approvazione – il momento nel quale una generica “operazione” è posta in essere potrebbe non essere determinabile a priori: si immagini il caso, non infrequente, nel quale l'acquisto di materie prime da una società controllata sia improvvisamente deciso ed attuato, eventualmente per far fronte a sopravvenute e urgenti esigenze produttive, dall'amministratore delegato nell'ambito delle proprie competenze, senza preventiva discussione della questione in sede consiliare. Evidentemente, in un caso come questo, la comunicazione potrà avvenire solo successivamente al compimento dell'operazione>>⁸⁹.

5. La disciplina dei rapporti bancari con i c.d. soggetti correlati.

L'art. 8 della legge del 28 dicembre 2005, n. 262 ha apportato delle modifiche all'art. 53 t.u.b. ed ha integrato il contenuto dell'art. 136 t.u.b., intervenendo così sulla disciplina dei rapporti che le banche intrattengono, nell'esercizio delle loro attività, con i soggetti c.d. correlati; rapporti che costituiscono fonti di potenziali conflitti di interesse⁹⁰.

⁸⁸ M. VENTORUZZO, *op. cit.*, p. 512.

⁸⁹ M. VENTORUZZO, *op. cit.*, p. 511.

⁹⁰ Le modifiche e le integrazioni introdotte dalla legge sopra richiamata sono state oggetto di revisione da parte dell'art. 1 d. lgs. 29 dicembre 2006, n. 303. La dottrina ha sottolineato come fosse evidente nel lavoro del legislatore l'eco dei più o meno recenti fatti di *bad practice* bancaria e del tentativo di evitare commistioni e confusioni

L'art. 53 t.u.b. fissa le condizioni e i limiti per l'assunzione di rapporti con i soggetti correlati; mentre l'art. 136 t.u.b. determina il perimetro di applicazione della disciplina, con particolare attenzione ai rapporti tra la banca ed i propri esponenti, nonché le società che appartengono al gruppo⁹¹. L'art. 53 t.u.b., nella formulazione della legge n. 262/2005, prevedeva nel novero delle parti correlate anche le società nelle quali l'esponente bancario svolgesse analoghe funzioni amministrative o di controllo⁹². Inoltre, si è osservato che il legislatore nazionale, nel disciplinare con soglie predefinite e con limiti soggettivi “automatici” la concessione di credito a soggetti correlati, si è mosso in controtendenza rispetto agli altri provvedimenti di origine comunitaria e in particolare rispetto allo IAS 24, che, come detto, ispira la definizione di parti correlate nel Regolamento Emittenti. L'informativa di bilancio sulle operazioni con parti correlate prevede, al punto 6, che due società che abbiano semplicemente un amministratore o un altro

di interessi fra la gestione operativa della banca e la posizione personale dei suoi esponenti e soci di rilievo, così M. CERA, *Le banche e i loro azionisti nella nuova legge per la tutela del risparmio*, in *Analisi giuridica dell'economia*, n. 1/2006, p. 67.

⁹¹ E. GRANATA, *La legge 262/2005 sulla tutela del risparmio fra diritto interno e ordinamento comunitario*, in *La legge per la tutela del risparmio. Un confronto tra giuristi ed economisti*, a cura di P. Abbadessa e F. Cesarini, Bologna, 2007, p. 250. Per un'analisi puntuale dell'art. 53 t.u.b. prima degli interventi legislativi si rinvia a: C. CLEMENTE, *Commento sub art. 53*, in *Commentario al t.u.b.*, a cura di F. Capriglione, t. I, Padova, 2001, p. 399.

⁹² La legge sottoponeva le società anche a dei limiti nella erogazione del credito, ovvero nella misura massima del 20% del patrimonio di vigilanza o al 20% del patrimonio di vigilanza consolidato.

dirigente con responsabilità strategiche in comune, non rappresentano necessariamente parti correlate⁹³.

Altro aspetto che occorre rilevare, con riferimento all'art. 53, è la rubrica dell'art. 8 della legge sulla tutela del risparmio, poiché la norma non corrisponde al testo, in quanto la prima menziona la concessione di credito a favore di azionisti, quindi si riferisce sola ad una parte dei rapporti oggetto della disciplina; mentre nel testo si fa riferimento alle attività di rischio che rappresentano una nozione più ampia della concessione del credito⁹⁴.

L'art. 53, 4° comma, t.u.b., nella versione modificata dalla l. n. 262/2005, prevedeva che la Banca d'Italia, in conformità con le deliberazioni del CICR, doveva fissare i limiti che le banche avrebbero dovuto rispettare nella concessione di credito in favore di soggetti a loro collegati o che in esse detenessero una partecipazione rilevante del capitale⁹⁵. La norma, inoltre, precisava che i detti limiti dovevano

⁹³ Un ulteriore profilo di dissonanza è dato dal fatto che l'attuale legislazione (si veda la disciplina degli abusi di mercato e gli obblighi di segnalazione in caso di *internal dealing*) è orientata a dare rilievo alla coincidenza di cariche solo se queste implicino una coincidenza di effettivi poteri di gestione e di orientamento delle due imprese. Sul punto si veda E. GRANATA, *op. cit.*, p. 251.

⁹⁴ Tra le attività di rischio possiamo, ad esempio, ricomprendere l'acquisto di azioni, titoli partecipativi e altre tipologie di rapporti aventi natura economica. Il d. m. 5 giugno 1991, adottato in attuazione dell'abrogato art. 30 della l. 10 ottobre 1990, n. 287, prevede che la Banca d'Italia disponga, nei rapporti che riguardano attività diverse da quelle di erogazione del credito, che gli istituti di credito non applichino, agli azionisti rilevanti, condizioni contrattuali più favorevoli rispetto a quelle praticate alla clientela per prestazioni equivalenti.

⁹⁵ L'art. 53 t.u.b. a seguito delle modifiche introdotte con la legge n. 262/2005, prevedeva, al comma 4 *bis*, che il rischio per la banca dovesse essere limitato entro una determinata "entità" della partecipazione del socio. La predetta partecipazione sembra che dovesse costituire una garanzia per la banca medesima. La presente

essere determinati con riferimento al patrimonio della banca ed alla partecipazione in essa detenuta dal soggetto richiedente la concessione di fido, al fine di evitare che la predetta clientela, in virtù del particolare rapporto che si creava con la banca, potesse, quanto meno di fatto, condizionarne la gestione⁹⁶. La dottrina aveva segnalato, sul piano sistematico, che la normativa testé richiamata si limitava a specificare la sola ipotesi relativa alla disciplina dettata in tema di vigilanza sui grandi fidi⁹⁷. L'attribuzione al CICR del potere di disciplinare i conflitti di interesse tra la banca e i propri azionisti rilevanti si manifesta come una potenziale estensione dell'ambito oggettivo della previsione, nel senso che avrebbe potuto riguardare tutte le attività diverse da quelle connesse con la concessione di crediti, disciplinate dalla prima parte del

interpretazione avrebbe trovato l'immediato limite posto dall'art. 2358, 2° co., c.c. che pone il divieto di accettare azioni proprie in garanzia. La norma, dunque, lasciava intendere una forma di garanzia implicita della partecipazione a fronte di un'attività di rischio. Il presente comma è stato abrogato con il d. lgs. n. 303/2006, al fine di rendere, teoricamente, la norma più snella e comprensibile.

⁹⁶ M. E. SALERNO, *Commento sub art. 53*, in AA. VV. *Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di F. Belli – G. Contento – A. Patroni Griffi – M. Porzio – V. Santoro, Bologna, 2003, vol. I, p. 791. La *ratio* della disciplina dei fidi ai soggetti collegati deve essere ricercata nella necessità di evitare conflitti di interessi, e non può essere considerata, in termini riduttivi, come <<un'ipotesi particolare nell'ambito della disciplina della vigilanza sui grandi fidi>> Cfr. M. E. SALERNO, *La vigilanza regolamentare sulle banche: problemi di coordinamento con il nuovo diritto societario*, in *Dir. banca e merc. fin.*, 2005, p. 407.

La Direttiva 92/121/CE imponeva vincoli anche alla concessione di affidamenti a favore di soggetti collegati alla banca, stabilendo un limite individuale pari a un quinto dei fondi propri.

⁹⁷ R. COSTI, *L'ordinamento bancario*, 2007, p. 572. Il d. m. 22 giugno 1993, n. 242633, in tema di controllo dei grandi fidi ha introdotto limiti stringenti per le attività di rischio assunte nei confronti di soggetti che detengono partecipazioni rilevanti nel capitale della banca, nonché delle società nelle quali la banca possiede quote significative del capitale, al fine di preservare una sana e prudente gestione.

quarto comma, nelle quali il CICR poteva ravvisare il rischio del verificarsi di un conflitto di interesse⁹⁸. Sul punto si poteva obiettare che tale disciplina poteva riguardare solo i rapporti tra le banche e gli azionisti rilevanti, rimanendo, così, non coperti dalla disposizione altri tipi di relazioni non meno importanti nella prospettiva considerata dalla norma⁹⁹. La disciplina dei finanziamenti a soggetti collegati e ai titolari di partecipazioni rilevanti ha trovato una propria disciplina nell'ambito della concentrazione dei rischi, anche se la normativa era rivolta a limitare i rischi di instabilità delle banche connessi alla concessione di finanziamenti di importo consistente rispetto al patrimonio di vigilanza.

Il legislatore del 2005 aveva mantenuto le linee di fondo della precedente disciplina prevedendo dei limiti alla operatività delle banche con soggetti ad esse correlati, che dovevano essere dettati da una delibera del CICR e dalle istruzioni della Banca d'Italia¹⁰⁰. La novità di maggiore pregnanza era rappresentata dalla individuazione analitica

⁹⁸ Tra le operazioni rilevanti possono essere incluse, secondo parte della dottrina, anche quelle relative ai servizi d'investimento che possano comportare <<un inadempimento del soggetto "rilevante-cliente", quali, in particolare, la negoziazione dei contratti derivati e la gestione di patrimoni con leva finanziaria superiore a 1, fattispecie che presumibilmente, e dalla verifica empirica, il legislatore ha voluto considerare reciprocamente nella nozione>>: testualmente M. CERA, *op. cit.*, pp. 67- 68.

⁹⁹ V. TROIANO, *La nuova disciplina dei conflitti di interesse. Assunzione di attività di rischio nei confronti di soggetti collegati e di obbligazioni nei confronti di esponenti aziendali*, in *La nuova legge sul risparmio*, a cura di F. Capriglione, Padova, 2006, p. 106.

¹⁰⁰ La dottrina sul punto ha assunto una posizione critica, in quanto da parte del legislatore <<non vi è stata ...alcuna scelta di *policy*, che, pure in una materia delicata per la banca e che tocca posizioni soggettive sensibili quali quelle dei soci di rilievo, continua a preferire tendenzialmente la regolamentazione amministrativa>>; in tal senso si veda, per tutti, M. CERA, *op. cit.*, p. 67.

delle categorie delle controparti “sospette”; inoltre, la norma precisava i parametri in base ai quali le autorità creditizie avrebbero dovuto tener conto, nella fissazione dei limiti, dell’operatività delle banche¹⁰¹. Il legislatore si riferiva ai soggetti collegati alla banca e ai detentori di partecipazioni rilevanti nella banca, o che si trovavano in particolare rapporto con la società capogruppo. La dottrina, sul punto, ha osservato che, nel momento in cui si tiene in considerazione la natura integrata del gruppo creditizio, si potrebbe ritenere rilevante, ai fini della disciplina sull’assunzione di attività di rischio, anche un rapporto con figure che potrebbero non avere alcuna diretta relazione con la banca o avere una impercettibile capacità di incidere sull’operatività di questa anche attraverso la società capogruppo¹⁰². Oltre ai soggetti che hanno una partecipazione rilevante, il legislatore fa riferimento anche a coloro i quali detengono il controllo della banca o della società del gruppo.

In merito alla nozione di controllo, si deve fare riferimento a quella contenuta nell’art. 23 t.u.b., con la conseguenza di dover prendere in considerazione le sole figure di controllo contrattuale e non quelle da partecipazione. Alla presente ipotesi si può accostare quella che ritiene rilevanti i soggetti in grado di nominare, anche sulla base di accordi, uno o più membri degli organi di amministrazione o di controllo della banca o della società capogruppo. Nella precedente formulazione (l. n.

¹⁰¹ L’espressione è utilizzata da A. NIGRO, *Commento sub art. 8*, in *La tutela del risparmio*, a cura di A. Nigro e V. Santoro, Torino, 2007, p. 110.

¹⁰² V. TROIANO, *op. cit.*, p. 110.

262/2005) l'art. 53, 4° comma, indicava quali controparti "sospette" coloro che svolgevano funzioni di amministrazione, direzione o controllo presso la banca o presso la società capogruppo; le società controllate dai soggetti indicati nelle lettere a), b) e c) del 4° comma, o presso le quali gli stessi svolgevano funzioni di amministrazione, direzione e controllo e tutti gli altri soggetti che sono comunque collegati alla banca, secondo quanto stabilito dalla Banca d'Italia. La *ratio* dell'intervento legislativo era quella di includere, nel campo di applicazione della disciplina in esame, il numero più ampio possibile di soggetti che potevano trovarsi in conflitto di interessi con la banca. La novità principale è rappresentata dai destinatari del precetto, ovvero coloro che svolgevano funzioni di amministrazione, direzione e controllo della banca o della capogruppo, in quanto l'ordinamento bancario, prima di detta modifica, prescriveva il rispetto di una particolare procedura nel caso in cui un esponente aziendale intendeva assumere obbligazioni nei confronti dell'istituto di appartenenza, ma non stabiliva divieti o limiti di natura sostanziale all'affidamento¹⁰³. Il CICR, con delibera del 19 luglio 2005, n. 1057, aveva inteso proporre una regolamentazione dei limiti all'erogazione dei finanziamenti, al fine di disciplinare e contenere l'operatività bancaria nei confronti dei soggetti qualificabili come parti correlate.

¹⁰³ C. BRESCIA MORRA, *I controlli sull'impresa bancaria*, in C. Brescia Morra – U. Morera, *L'impresa bancaria. L'organizzazione e il contratto*, *Tratt. di diritto civile del CNN*, diretto da P. Perlingieri, vol. V, 11, Napoli, 2006, p. 277.

L'art. 17 della predetta delibera prevedeva che la Banca d'Italia avesse l'obbligo di determinare i limiti delle attività di rischio nei confronti di una parte correlata che svolgesse, in misura rilevante, attività in settori non bancari, finanziari o assicurativi. L'intento del CICR era quello di regolamentare il rapporto banca-industria, al fine di salvaguardare l'autonomia di giudizio, ovvero la sana e prudente gestione degli operatori creditizi, imponendo loro dei limiti quantitativi e procedurali nell'assunzione di rischi verso controparti non finanziarie capaci di influenzare le scelte gestionali. La presente impostazione è stata superata dalla delibera CICR del 22 febbraio 2006, n. 240, che ha abrogato espressamente la delibera n. 1057 del 2005, identificando nuove regole e nuovi limiti all'assunzione da parte delle banche di attività di rischio nei confronti delle parti correlate, indipendentemente dai settori operativi di tali entità. La delibera identifica sia le parti correlate, sia i soggetti connessi ad una parte correlata¹⁰⁴. Nella prima categoria rientrano le figure individuate nel comma 4, lett. a), b), c) ed e) dell'art. 53 t.u.b.¹⁰⁵. I soggetti connessi a parti correlate sono individuati nelle società controllate da parte correlata o presso le quali le parti correlate svolgono funzioni di amministrazione, direzione o controllo, nonché i soggetti connessi alle parti correlate individuati dalla Banca

¹⁰⁴ M. LANOTTE, *La vigilanza bancaria*, in *Il governo delle banche in Italia: commento al testo unico bancario ed alla normativa collegata*, a cura di R. Razzante – L. Lacaia, Torino, 2006, p. 525.

¹⁰⁵ La circolare Assonime del 12 aprile 2006 rileva come la nozione di parti correlate, così come introdotta, si affianchi a quella della delibera Consob del 14 aprile 2005, n. 14990, la quale rinvia per la individuazione dei soggetti rientranti nella nozione di parti correlate al principio contabile internazionale IAS 24.

d'Italia. La delibera del febbraio 2006 non prevede più le figure del coniuge non legalmente separato, dei parenti entro il terzo grado e degli affini entro il secondo grado. La delibera, infine, prescrive che le attività di rischio complessive di una banca, nei confronti di una parte correlata e dell'insieme dei soggetti ad essa connessi, debbano essere inferiori ad una percentuale del patrimonio di vigilanza fissata dalla Banca d'Italia, e comunque non superiore al 20%, e che l'esposizione complessiva delle società di un gruppo nei confronti di una parte correlata e dell'insieme dei soggetti ad essa connessi debba essere inferiore ad una percentuale del patrimonio di vigilanza consolidato fissata dalla Banca d'Italia, e comunque non superiore al 20%. La Banca d'Italia può fissare limiti diversi da quelli generali per le attività di rischio di banche costituite in forma cooperativa e può non applicare i limiti alle attività di rischio nei confronti di altre società appartenenti al medesimo gruppo bancario.

La riforma del 2006 (l. n. 303/2006) ha eliminato i rigidi vincoli normativi, lasciando alle autorità creditizie un ampio potere discrezionale. L'art. 53, 4° comma, così come modificato dalla legge sulla tutela del risparmio, precisava che le banche, nella concessione del credito, dovessero rispettare i limiti posti dalla Banca d'Italia, quindi, si riteneva che la parola limiti evocasse un vincolo di ordine quantitativo. La nuova formulazione della norma, invece, parla di *condizioni e limiti* prescritti dalla Banca d'Italia; pertanto, si può affermare che possono

essere imposti anche vincoli di ordine qualitativo¹⁰⁶. Altra parte della dottrina, viceversa, individua nella nuova formulazione un riferimento alle regole operative, comportamentali e organizzative a cui le banche devono attenersi per l'assunzione delle attività di rischio¹⁰⁷.

Il quarto comma *ter* dell'art. 53 prevede che la Banca d'Italia individui i casi nei quali il mancato rispetto delle "condizioni" comporta la sospensione dei diritti amministrativi connessi con la partecipazione. La presente sanzione, però, risulta essere operativa solo nel caso in cui il soggetto rilevante sia un partecipante della banca.

Il d. lgs. n. 303/2006 ha abbandonato il criterio della elencazione casistica dei rapporti, individuando i soggetti "sospetti" in coloro che esercitano direttamente o indirettamente un'influenza sulla gestione della banca o del gruppo bancario; inoltre, sono considerati soggetti collegati solo coloro che hanno la possibilità di esercitare un'influenza sulla gestione della banca. La legge non prevede che l'influenza sia qualificata, quindi non occorre che sia un'influenza dominante o notevole, ma è sufficiente anche una semplice influenza sulle decisioni da adottare. Il presente criterio amplia notevolmente l'area dei soggetti che possono essere considerati sospetti, dando vita a non poche difficoltà sul piano operativo.

Le previsioni dell'art. 53 si pongono in un rapporto di complementarità con quelle dell'art. 136 t.u.b., in quanto le attività di rischio nei confronti degli esponenti bancari saranno soggette alle

¹⁰⁶ A. NIGRO, *ult. op. cit.*

¹⁰⁷ V. TROIANO, *op. cit.*, p. 108.

condizioni e ai limiti previsti dalle disposizioni delle autorità creditizie in attuazione del richiamato art. 53, e dovranno rispettare le formalità prescritte dall'art. 136, 1° comma, t.u.b..

La Banca d'Italia, in conformità alle deliberazioni del CICR, disciplina i conflitti d'interesse tra le banche e i soggetti indicati al quarto comma dell'art. 53, in relazione ad altre tipologie di rapporti di natura economica. Una simile definizione rende difficile la distinzione tra le attività di rischio e le altre attività della banca. La differenza si potrebbe desumere partendo dal presupposto che, nelle attività di ausilio finanziario, il conflitto di interessi è presunto "con una presunzione assoluta" e che, quindi, "si tratta solo di governarlo"; mentre, nelle altre attività, tale conflitto dovrebbe essere individuato dalle autorità di vigilanza¹⁰⁸.

6. Le obbligazioni degli esponenti bancari.

L'art. 136 t.u.b. (*ante riforma*) disponeva che coloro i quali svolgevano attività di amministrazione, direzione e controllo presso una banca non potessero contrarre obbligazioni di qualsiasi natura o compiere atti di compravendita, direttamente o indirettamente con la banca che amministravano, dirigevano o controllavano, se non previa deliberazione dell'organo di amministrazione presa all'unanimità e col voto favorevole di tutti i componenti dell'organo di controllo, fermi

¹⁰⁸ A. NIGRO, *op. cit.*, p. 114.

restando gli obblighi previsti dal codice civile in materia di interessi degli amministratori¹⁰⁹. E' evidente che la norma si caratterizzava per l'applicazione di una procedura decisionale rigorosa, volta a governare i conflitti di interesse nell'ambito della banca e dei rapporti infra-gruppo.

La riforma, oggi, ha notevolmente ampliato il novero dei soggetti destinatari di operazioni di finanziamento ricomprendendo anche situazioni in cui la potenzialità di conflitti di interessi può apparire del tutto remota.

Altro aspetto di particolare rilievo è dato dalla disciplina del conflitto di interesse, che con la riforma del diritto societario è mutata ed è venuta meno l'originaria applicazione dell'art. 2624 c.c.¹¹⁰, essendo

¹⁰⁹ La dottrina individua le motivazioni di una simile restrizione nella necessità di evitare che il divieto si traduca in un pregiudizio per la banca, tra le cui funzioni vi è proprio quella di erogazione del credito e, al contempo, salvaguardare l'integrità del patrimonio della banca medesima contro il rischio di lesioni derivanti dal conflitto di interessi insito in simili rapporti. In tal senso si veda per tutti A. NIGRO, *op. cit.*, p. 115. Si ritiene, in modo condivisibile, che la procedura descritta dall'art. 136 t.u.b. si applichi anche ai sindaci supplenti: in tal senso L. A. BIANCHI – M. LUCENTI, *Una <<chirurgia>> legislativa invasiva: la riforma dell'articolo 136 del Testo Unico Bancario*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, n. 1/2006, p. 79, nt. 7; *contra* V. CALANDRA BUONAURA – M. PERASSI – C. SILVETTI, *La banca: l'impresa e i contratti*, in *Tratt. diritto comm.*, a cura di G. Cottino, vol. VI, Padova, 2001, p. 159. Gli Autori da ultimi citati ritengono che la presente norma non sia applicabile ai sindaci supplenti, poiché essi non svolgono nessuna funzione di controllo fino al momento in cui subentrano concretamente al sindaco effettivamente cessato dall'incarico.

¹¹⁰ Si è osservato come la ricostruzione della fattispecie delittuosa non venisse operata direttamente dal legislatore, ma dovesse essere ricavata mediante una delicata opera di trasferimento, in sede penale, di precetti civilistici. Il dettato penale in tema di illeciti rapporti patrimoniali con gli istituti di credito veniva costruito in un'ottica meramente sanzionatoria dell'inosservanza delle disposizioni civilistiche. Il diritto penale, dunque, veniva ad assumere una funzione ancillare e sanzionatoria rispetto alla correlativa disciplina civilistica, con una conseguente difficoltà nella individuazione corretta del comportamento vietato. Inoltre, sanzionare in sede penale il mancato rispetto di obblighi di natura civilistica dava inevitabilmente vita ad una serie di fattispecie

stato introdotto il reato di infedeltà patrimoniale¹¹¹; quindi, la disciplina in esame è confluita nell'art. 2634 c.c., che regola una fattispecie ben più ampia rispetto alla precedente. Infine, vi è la previsione del dolo specifico che accompagna il danno patrimoniale cagionato alla società¹¹².

criminose di pericolo presunto, senza nessuna considerazione per la sussistenza o meno di una effettiva lesione del bene giuridico protetto. In questi termini si veda C. SANTORIELLO, *I reati dei funzionari ed operatori bancari*, in *Tratt. dir. pen. impresa*, diretto da As. Di Amato, vol. III, Padova, 2004, pp. 298-299.

¹¹¹ In merito all'abrogazione dell'art. 2624 c. c. è stata sollevata la questione di legittimità costituzionale per l'omessa abrogazione dell'art. 136 t.u.b.. Sul punto la Corte Costituzionale (sentenza 26 novembre 2004, n. 364, in *Giur. cost.*, 2004, p. 3976) si è così espressa: "secondo la costante giurisprudenza costituzionale, il potere di configurare le ipotesi criminose così come pure di abrogare le singole previsioni punitive rientra nella discrezionalità legislativa, censurabile, in sede di sindacato di costituzionalità, solo nel caso in cui sia esercitata in modo manifestamente irragionevole. La scelta, quindi, di conservare, in alcuni settori particolarmente "sensibili", quale quello bancario, la previgente disciplina penalistica della materia, strutturata secondo lo schema del reato di mero pericolo, non può ritenersi manifestamente irragionevole ed arbitraria in relazione alla specificità dell'attività bancaria, che per le sue caratteristiche e gli interessi in essa coinvolti rende non irragionevole la previsione di forme specifiche e più intense di protezione penale; come pure, in ragione delle peculiari esigenze di tutela di tale settore, si giustifica l'esistenza di un "corpus" di incriminazioni aggiuntivo rispetto al sistema dei reati societari. Non è, pertanto, fondata la questione di legittimità costituzionale, sollevata in riferimento all'art. 3 della Costituzione, dell'art. 8 del decreto legislativo 11 aprile 2002, n. 61, nella parte in cui non prevede l'abrogazione dell'art. 136 del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, norma, quest'ultima, che vieta a chi svolge funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso una banca, di contrarre obbligazioni di qualsiasi natura o compiere atti di compravendita, direttamente o indirettamente, con la banca amministrata, diretta o controllata, se non previa deliberazione dell'organo di amministrazione presa all'unanimità e col voto favorevole di tutti i componenti dell'organo di controllo; punendo, altresì, l'inosservanza del divieto con le pene stabilite dall'art. 2624, primo comma, del codice civile".

¹¹² S. MAGGI, *Commento sub art. 136*, in *Il coordinamento della riforma del diritto societario con i testi unici della banca e della finanza*, a cura di F. Maimeri, Milano, 2006, p. 277.

Il divieto di contrarre obbligazioni o compiere atti di compravendita, direttamente o indirettamente con la banca, aveva posto in passato alcuni problemi sulla portata dell'avverbio *indirettamente*. La dottrina, nel qualificare l'avverbio *indirettamente*, precisa che si intende far riferimento ai casi di interposizione sia fittizia sia reale di persone e, quindi, sia alle ipotesi in cui gli effetti del negozio vietato siano destinati a ricadere immediatamente nella sfera giuridica del contraente dissimulato, sia alle ipotesi in cui, vertendosi in fattispecie di atto stipulato per conto altrui o con vincolo fiduciario, si appalesi la necessità di un successivo negozio di trasferimento¹¹³. La *ratio* del divieto deve ricercarsi nell'intento di evitare la antieconomicità e la imprudente gestione delle risorse, ricomprendendo quindi tutte quelle fattispecie in cui risulti che l'esponente bancario, e di riflesso il suo patrimonio, beneficiano dell'operazione¹¹⁴.

Il legislatore del 2005 ha eliminato ogni dubbio interpretativo, poiché ha stabilito che, sia nell'una che nell'altra situazione, l'avverbio *indirettamente* sia riferibile esclusivamente ai casi di interposizione reale o

¹¹³ A. PISANI MASSAMORMILE, *Commento sub art. 136*, in *Commentario al t.u.b.*, a cura di F. Capriglione, t. II, Padova, 2001, p. 1055. Una parte minoritaria della dottrina sosteneva che l'avverbio *indirettamente* si riferisse anche alla fattispecie di mera coincidenza di cariche nell'organo amministrativo o sindacale della banca e della società che contragga obbligazioni con la prima. In tal senso si veda G. LA VILLA, *Art. 38 e obbligazioni contratte <<indirettamente>>*, in *Giur. comm.*, 1979, II, p. 641 ss.

¹¹⁴ U. MORERA, *Obbligazioni degli esponenti aziendali*, in *La nuova legge bancaria*, t. III, a cura di P. Ferro-Luzzi e G. Castaldi, Milano, 1996, p. 2018.

fittizia di persona¹¹⁵. La Banca d'Italia ha rilevato che la coincidenza di cariche non dà luogo di per sé all'applicazione dell'art. 136 t.u.b., potendo invece trovare applicazione l'art. 2391 c.c. qualora vi sia un conflitto di interessi¹¹⁶. La giurisprudenza, se pur risalente nel tempo, ha messo in evidenza come vada valutato, caso per caso, se il soggetto che formalmente contrae con la banca sia in realtà portatore dell'interesse dell'esponente aziendale¹¹⁷. Non sarebbe, pertanto, possibile contenere il significato del termine *indirettamente* alla pura interposizione di persona, in quanto rientra nella fattispecie in esame l'ipotesi di obbligazione contratta da società dove l'esponente aziendale abbia una posizione di controllo ai sensi dell'art. 23 t.u.b.¹¹⁸.

Tra le novità introdotte dalla riforma vi è il riferimento espresso al gruppo bancario <<estendendo il meccanismo del permesso condizionato anche alle società non bancarie del gruppo nonché alle relazioni trasversali all'interno di esso ed aggiungendo l'assenso della capogruppo>>¹¹⁹. Il comma 2 *bis* dell'art. 136 t.u.b. si applica anche alle obbligazioni intercorrenti tra la banca e le altre società controllate dall'esponente bancario o che la controllano, nonché con le società in cui l'esponente bancario svolge funzioni di

¹¹⁵ G. LOSAPPIO, *Commento sub art. 136*, in AA. VV. *Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di F. Belli – G. Contento – A. Patroni Griffi – M. Porzio – V. Santoro, Bologna, 2003, vol. II, p. 2288.

¹¹⁶ BANCA D'ITALIA, *Istruzioni di vigilanza per le banche*, Titolo II, Capitolo 3, p. 6.

¹¹⁷ Trib. Milano, 17 luglio 1978, in *Giur. comm.*, 1979, II, p. 640 e Trib. Bolzano, 27 luglio 1979, *ibidem*.

¹¹⁸ V. TROIANO, *op. cit.*, p. 121.

¹¹⁹ A. NIGRO, *op. cit.*, pp. 117-118.

amministrazione, direzione o controllo¹²⁰; ritenendo che la nozione di controllo debba essere rinvenuta nella disposizione di cui all'art. 23 t.u.b.¹²¹.

A seguito delle modifiche apportate all'art. 2391 c. c., è stata data agli amministratori di società per azioni la possibilità di porre in essere atti in conflitto; mentre per le banche si è mantenuto un regime restrittivo, che si spiega in virtù di un maggior rigore che si è inteso stabilire per il compimento di operazioni in conflitto da parte degli esponenti bancari, data la peculiarità del settore nel quale operano¹²². Risulta necessario, a questo punto dell'indagine, soffermarsi sul primo comma dell'art. 136 t.u.b. ed in particolare sulle modalità di erogazione del finanziamento all'esponente bancario¹²³. Le operazioni finanziarie

¹²⁰ Assume una posizione critica sul contenuto della norma P. FERRO-LUZZI, *Le "obbligazioni degli esponenti aziendali"; l'art. 136, comma 2 bis t.u.b.; il doppio esercizio delle funzioni rilevanti*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2006, I, p. 475 ss. ID. *L'art. 136, comma 2 bis, del testo unico bancario*, in *La legge per la tutela del risparmio. Un confronto tra giuristi ed economisti*, a cura di P. Abbadessa e F. Cesarini, Bologna, 2007, p. 133 ss.. L'ABI, con la Circolare del 28 aprile 2006, ha precisato che: <<l'operatività della norma ... connessa a fattispecie la cui individuazione è, nella pratica, legata ad elementi contingenti e difficili da presidiare efficacemente>> così come <<la latitudine del perimetro delle società interessate, anche alla luce del continuo mutare degli assetti azionari, rende problematico per lo stesso esponente e, a maggior ragione, per la banca, una puntuale e aggiornata conoscenza del verificarsi delle singole situazioni che comportano l'applicazione dell'art. 136>>.

¹²¹ In senso contrario A. NIGRO, *op. cit.*, p. 117, il quale ritiene, invece, che la nozione di controllo da assumere è – in difetto di esplicito richiamo – la nozione di diritto comune di cui all'art. 2359 c.c.

¹²² S. MAGGI, *op. cit.*, p. 277; nello stesso senso F. MAIMERI, *Riforma del diritto societario e governance dell'impresa bancaria*, in *Il rapporto banca-impresa nel nuovo diritto societario*, a cura di S. Bonfatti e G. Falcone, Milano, 2004, pp. 27-28.

¹²³ L'art. 150 t.u.i.f., in tema di società quotate, prescrive l'obbligo di comunicazione tempestiva da parte degli amministratori degli interessi <<laterali>> all'organo di controllo. Ciò non significa, tuttavia, che esista un rapporto di specialità tra l'art. 2391

che si presentano in potenziale conflitto di interesse devono essere approvate all'unanimità dal consiglio di amministrazione e con il voto favorevole del collegio sindacale. Si ritiene, dunque, che le valutazioni degli organi interni siano sufficienti ad individuare e determinare la concreta pericolosità delle operazioni per la banca erogante. Orbene, la norma del t.u.b., richiamando espressamente la disciplina del codice civile in materia di interesse degli amministratori, fa presupporre che sull'amministratore della banca gravi l'obbligo di dare notizia di ogni interesse agli altri amministratori e al collegio sindacale che, per conto proprio o di terzi, lo coinvolgono nelle operazioni in potenziale conflitto¹²⁴. La dottrina precisa che l'unanimità del consiglio di amministrazione non presuppone che siano presenti tutti i suoi componenti, ritenendo che sia necessario che solo quelli che partecipano all'adunanza esprimano voto favorevole¹²⁵; inoltre, si

c.c. e la norma in esame, essendo diverse le finalità che perseguono. In questi termini M. LEMBO, *L'art. 136 del t.u.b. nella versione integrata dalla cosiddetta legge sul risparmio. Prime e brevi riflessioni*, in *Dir. banca e merc. fin.*, 2006, p. 461. Autorevole dottrina precisa che all'obbligo prescritto in capo agli amministratori – *ex art. 150 t.u.i.f.* – di riferire almeno trimestralmente al collegio sindacale sull'attività svolta e sulle operazioni di maggior rilievo economico, finanziario e patrimoniale effettuate dalla società e dalle società controllate, si aggiunge quello di riferire “sulle operazioni nelle quali essi abbiano un interesse per conto proprio o di terzi”, nonché su quelle che siano influenzate dal soggetto che esercita l'attività di direzione e coordinamento. Però non è affatto chiaro se le vicende sulle quali gli amministratori devono riferire “in particolare” siano solo quelle di maggior rilievo o tutte. In argomento si rinvia a G. MINERVINI, *Gli interessi degli amministratori di s.p.a.*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, vol 2, diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, Torino, 2007, p. 598 dal quale si cita e in *Giur. comm.*, I, 2006, pp. 162-163.

¹²⁴ Essendo venuto meno l'obbligo di astensione – *ex art. 2391 c.c.* – , si ritiene che detto principio sia applicabile anche all'art. 136 t.u.b..

¹²⁵ Il voto deve essere palese.

ritiene che sia sufficiente che voti la maggioranza necessaria per il *quorum* deliberativo, nell'ipotesi in cui la decisione su affidamenti, compravendite e obbligazioni verso gli esponenti bancari rientri tra le competenze delegate per statuto ad un organo ristretto, come ad esempio il comitato esecutivo¹²⁶. In ogni caso la delibera, che possa comportare un danno alla società, può essere impugnata entro il termine di novanta giorni dalla sua adozione, fatti salvi, ovviamente, i diritti acquisiti dai terzi in buona fede.

L'art. 136 t.u.b. necessita di alcuni adeguamenti a seconda del sistema di amministrazione prescelto; di fatto qualora il sistema prescelto sia quello dualistico, è necessario che i componenti del consiglio di sorveglianza assistano alla seduta del consiglio di gestione in cui l'operazione deve essere deliberata e la decisione debba essere assunta con il voto favorevole di tutti i consiglieri di sorveglianza. Per il sistema monistico i membri del comitato interno di controllo devono prendere parte anche alle delibere del consiglio di amministrazione. Per i componenti degli organi di controllo dei sistemi alternativi, così come per i sindaci, si applica la disposizione delle Istruzioni della Banca

¹²⁶ In tal senso si veda M. MUSOLINO, *Concessione di credito in favore di azionisti e obbligazionisti delle banche*, in *Dir. e prat. soc.*, 2006, f. 11, p. 38. La procedura sopra descritta si applica anche per le obbligazioni contrattuali e gli atti di compravendita che gli esponenti di una banca o di un'altra società di un gruppo bancario pongono in essere con la società presso la quale svolgono la funzione di amministrazione, gestione e controllo e con le altre società del gruppo e per la richiesta di un finanziamento da essi formulato ad altra banca o società ricompresa nel gruppo bancario. In questo caso è necessaria anche l'autorizzazione della capogruppo.

d'Italia¹²⁷ secondo cui, in caso di assenza di un sindaco, occorre formalizzare la sua approvazione in un documento scritto¹²⁸.

Ulteriore aspetto è dato dal rapporto tra l'art. 136 t.u.b. e l'art. 2391 *bis* c.c., in quanto si deve ritenere che tutti i soggetti menzionati nel primo comma dell'art. 136 siano riconducibili nella categoria delle parti correlate, quindi il procedimento deliberativo deve assicurare la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate.

¹²⁷ Istruzioni di vigilanza per le banche nel testo aggiornato al 9 aprile 2004.

¹²⁸ L. A. BIANCHI – M. LUCENTI, *op. cit.*, p. 87; L. ENRIQUES, *La disciplina del conflitto d'interessi degli amministratori di s.p.a.: novità e raccordo con le disposizioni in tema di obbligazioni degli esponenti aziendali di banche*, in *Dir. banca e merc. fin.*, 2003, p. 428.

CAPITOLO III

I CODICI DI AUTODISCIPLINA

Sommario: 1. Le operazioni con parti correlate nel Codice di Autodisciplina delle società quotate. – 2. Le operazioni con parti correlate nel Codice di Autodisciplina delle società quotate che richiedono l'assistenza di esperti indipendenti. – 3. Gli interessi degli amministratori nella disciplina delle operazioni con parti correlate prevista dal codice di autodisciplina delle società quotate.

1. Le operazioni con parti correlate nel Codice di Autodisciplina delle società quotate.

I Codici di Autodisciplina delle società quotate si caratterizzano, nel nostro ordinamento giuridico, per l'assenza di un carattere vincolante, in quanto l'adozione del Codice da parte degli emittenti è volontaria, essendo soggetta solo al principio *comply or explain*, che consiste nell'obbligo di fornire adeguate spiegazioni del perché talune disposizioni non venivano osservate¹²⁹.

¹²⁹ E' da evidenziare, in particolare, la predisposizione, operata dall'Assonime, di apposite Tabelle di *compliance*, nelle quali le società sono chiamate a fornire indicazioni in merito alla struttura e alla composizione del Consiglio di Amministrazione e dei comitati interni, alle caratteristiche del Collegio Sindacale e al sistema delle deleghe e operazioni con parti correlate, procedure di nomina, assemblee, controllo interno e *investor relations*. L'obiettivo che si vuole perseguire mediante la predisposizione di tali quadri riassuntivi si identifica con la necessità di assicurare una maggiore comparabilità delle strutture di governo al fine di valorizzare eventuali comportamenti virtuosi che rappresenteranno, in ultima istanza, un fattore di attrattività per nuovi investimenti. Secondo gli indirizzi impartiti dalla Assonime, pertanto, si raccomanda che la Relazione sia articolata in due sezioni: 1. “la prima sezione dedicata alla descrizione, sintetica e generale allo stesso tempo, del sistema di governo societario dell'emittente, dei suoi obiettivi, dell'organizzazione e dei sistemi di direzione e di responsabilità, nonché dei soggetti che la gestiscono; 2. una seconda sezione dedicata al confronto puntuale tra le regole adottate e le previsioni del Codice. Questa sezione, a sua volta, deve essere articolata nella dettagliata descrizione delle scelte compiute

La disciplina delle operazioni con parti correlate trova i suoi riferimenti non solo nelle norme primarie e secondarie dettate dalla Consob, in tema di trasparenza informativa dei mercati, e nei principi di contabilità internazionale (IAS 24), ma anche nel Codice Preda (Codice di Autodisciplina)¹³⁰.

L'art. 11 del Codice di Autodisciplina dispone che le operazioni con parti correlate debbano rispettare i criteri di correttezza sostanziale e procedurale, poiché esso rinvia alla definizione contenuta nei principi contabili internazionali, che sostanzialmente non coincide con la nozione contenuta nel Regolamento Consob. Il Codice difetta di una definizione di rapporto di correlazione e tale lacuna può essere ricercata nella natura stessa del codice di autodisciplina, che si limita a tracciare solo le linee generali, senza prevedere regole analitiche aventi

rispetto alle disposizioni del Codice. Dopo la seconda sezione, è opportuno inserire tabelle sintetiche sull'adesione della società alle principali disposizioni del Codice. Cfr. ASSONIME, *Guida alla compilazione della Relazione sulla Corporate Governance*, 2004, p. 25.

¹³⁰ L. DE ANGELIS, *La borsa, gli affari e il Codice di Autodisciplina delle società quotate*, in *Riv. dir. impresa*, 2000, p. 465; P. SCHLESINGER, *Il Codice di autodisciplina per le società quotate*, in *Corriere giuridico*, 1999, p. 1455; C. DI NANNI, *Studi sulla riforma delle società di capitali*, Napoli, 2003, p. 60; A. BLANDINI, *op. cit.*, p. 489. I principi OCSE, nell'enunciare il ruolo del consiglio di amministrazione, affermano il principio generale per cui: <<La struttura delle regole di *Corporate Governance* deve assicurare la guida strategica della società, l'effettivo controllo del management da parte del Consiglio e l'affidabilità e lealtà alla società ed ai soci>>. Sempre secondo i principi OCSE, inoltre: <<Il Consiglio deve considerare di stabilire un numero sufficiente di consiglieri non esecutivi che siano in grado di assicurare l'esercizio del diritto di voto in maniera indipendente in caso di materie dove ci sia un potenziale conflitto di interesse. Esempi di tali responsabilità fondamentali devono assicurare l'integrità di *reporting* finanziari e non finanziari, il controllo delle operazioni con parti correlate, designazioni in Consiglio e determinazione delle remunerazioni degli amministratori e dell'amministratore delegato>>.

efficacia vincolante¹³¹. Risulta, altresì, assente una definizione della nozione di correttezza sostanziale e procedurale.

L'art. 9 del Codice ed. 2006 raccomanda la predisposizione di misure idonee a garantire la trasparenza e la correttezza delle operazioni, seguendo determinati principi applicativi: il consiglio di amministrazione, sentito il comitato per il controllo interno, stabilisce le modalità di approvazione e di esecuzione delle operazioni poste in essere dall'emittente, o dalle sue controllate, con parti correlate. Il punto 9.C.1. definisce, in particolare, le specifiche operazioni che devono essere approvate previo parere dello stesso comitato per il controllo interno o con l'assistenza di esperti indipendenti. Inoltre, il consiglio di amministrazione adotta le soluzioni operative idonee ad agevolare l'individuazione delle operazioni con parti correlate e deve garantire un'adeguata gestione delle situazioni in cui un amministratore

¹³¹ Il Codice di procedura per le operazioni con parti correlate della Italcementi prevede, ad esempio, che: <<Le operazioni con parti correlate devono essere compiute secondo criteri di correttezza sostanziale e procedurale. Il Codice di Autodisciplina delle Società, riprendendo le indicazioni formulate da Borsa Italiana, attribuisce al Consiglio di amministrazione il compito di esaminare le operazioni aventi particolare rilievo economico o strategico, con precipuo riferimento alle operazioni con parti correlate. Gli organismi delegati forniscono tempestivamente, e comunque almeno una volta nell'arco di ogni trimestre solare, un'adeguata informazione sulle operazioni di maggior rilievo economico, finanziario e patrimoniale effettuate dalla società o dalle società controllate, sulle principali operazioni con parti correlate nonché sulle operazioni in potenziale conflitto di interessi. Il presente "Codice di procedura", che integra le disposizioni in materia già contenute nel Codice di autodisciplina delle Società, ha lo scopo di fornire a tutti i soggetti interessati norme di comportamento per comunicare alla Società la propria posizione di parte correlata nel compimento di operazioni con Italcementi S.p.A.>>. Secondo il presente Codice di procedura le operazioni con parti correlate vengono individuate in tre differenti categorie di operazioni: a) operazioni significative; b) operazioni con società infragruppo; c) operazioni con altre parti correlate.

sia portatore di un interesse per conto proprio o di terzi (vedasi punto 9.C.2.)¹³². E' evidente che il Comitato ha preferito stabilire degli

¹³² Nel commento che accompagna la nuova versione del Codice di Autodisciplina si legge: « Le nuove disposizioni contenute nel codice civile in materia di interessi degli amministratori e operazioni con parti correlate (artt. 2391 e 2391-*bis*) dettano una disciplina puntuale della materia, in buona parte recependo i principi di fondo introdotti dalla precedente versione del codice di autodisciplina. Nella definizione della *best practice* ci si limita quindi a chiarire alcuni aspetti relativi alle modalità di gestione di dette operazioni. Innanzitutto il Comitato auspica l'adozione di adeguate pratiche, da parte dell'organo di gestione, volte a perseguire l'obiettivo, ora espressamente previsto dalla legge, della correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate. Il Comitato raccomanda, al riguardo, che il consiglio di amministrazione si avvalga del supporto del comitato per il controllo interno nel definire le modalità di approvazione e di esecuzione delle predette operazioni. La prassi, sul punto, ha individuato diverse tecniche che possono essere utilizzate, anche cumulativamente, per assicurare la correttezza sostanziale e procedurale di tali operazioni; si segnalano, a titolo indicativo: la riserva alla competenza del consiglio dell'approvazione delle operazioni di maggiore rilievo, la previsione di un parere preventivo del comitato per il controllo interno, l'affidamento delle trattative ad uno o più amministratori indipendenti (o comunque privi di legami con la parte correlata), il ricorso ad esperti indipendenti (eventualmente selezionati da amministratori indipendenti). La concreta articolazione di questi o analoghi presidi non può che essere lasciata al potere di autoregolamentazione del consiglio – sia pure nel rispetto dei principi generali indicati dalla Consob ai sensi dell'art. 2391-*bis* cod. civ. – in funzione della tipologia e della rilevanza, sotto il profilo economico e/o strategico, delle operazioni, nonché della natura ed estensione delle relazioni esistenti con le controparti. Per quanto riguarda le operazioni nelle quali un amministratore abbia, per conto proprio o di terzi, un interesse, il Comitato raccomanda che il consiglio di amministrazione ricerchi soluzioni che contemperino l'esigenza di trasparenza e correttezza sottesa alle norme di legge con l'opportunità di non appesantire l'attività dell'organo di gestione con adempimenti eccessivamente onerosi; ciò, in particolare, nei casi in cui l'amministratore dell'emittente sia esponente della società o dell'ente che esercita sull'emittente attività di direzione e coordinamento, tenuto conto che in tale circostanza gli artt. 2497 ss. cod. civ. prevedono penetranti presidi a tutela degli azionisti. In generale, nei casi in cui l'amministratore sia portatore di un interesse in quanto membro dell'organo di amministrazione di una società legata all'emittente da un rapporto di controllo (o di comune controllo), pare ammissibile che eventuali obblighi informativi e/o di motivazione, relativi ad operazioni che rientrino nella normale operatività del gruppo, siano adempiuti in modo generale e sintetico anche in via preventiva, salva la necessità di informazioni integrative a fronte di operazioni di particolare rilievo. Sempre in tema di gestione delle operazioni regolate dall'art.

accurati indirizzi di *disclosure*, destinati ad operare, come presidi maggiormente stringenti sull'obbligo di informazione, tanto all'interno quanto all'esterno, per le operazioni con parti correlate.

Il Comitato per la *Corporate Governance* auspica l'adozione, da parte dell'organo amministrativo, di adeguate pratiche volte a perseguire la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate. Secondo parte della dottrina, il Codice di autodisciplina ed. 2006 promuove l'utilizzo del comitato di controllo interno, perché la responsabilità della gestione della società spetta solamente agli amministratori¹³³. L'art. 8.C.4. del Codice di autodisciplina ed. 2006, prevede che il comitato per il controllo interno debba essere composto da amministratori non esecutivi, la maggioranza dei quali indipendenti. L'art. 2391 *bis* c.c., nonostante la predetta previsione, sembra che apra nuovamente il varco a favore del riconoscimento della competenza assembleare concernente il rilascio delle autorizzazioni al compimento di atti da parte degli amministratori, laddove demanda alla disciplina

2391 c. c., si rileva che, nella prassi, non sono rari i casi in cui l'amministratore interessato – pur in mancanza di un vincolo di legge in tal senso – è chiamato ad astenersi dal voto o ad allontanarsi dalla riunione al momento della discussione e della deliberazione. Questa soluzione può contribuire ad evitare o ridurre il rischio di alterazione della corretta formazione della volontà dell'organo di gestione. Peraltro non mancano ipotesi nelle quali tale rischio non appare rilevante e, al contrario, la stessa partecipazione alla discussione e il voto dell'amministratore in questione risultano auspicabili, in quanto elementi di responsabilizzazione in merito a operazioni che proprio l'interessato potrebbe conoscere meglio degli altri membri del consiglio. In tale prospettiva, la indicata prassi che contemplasse l'astensione potrebbe altresì attribuire allo stesso consiglio, alla luce delle specifiche circostanze del caso, la facoltà di disporre diversamente e così di consentire la partecipazione dell'amministratore interessato alla discussione e al voto>>.

¹³³ A. POMELLI, *Commentario breve al diritto delle società*, p. 527.

quadro, predisposta dalla Consob, anche gli aspetti attinenti alla competenza decisionale, poiché l'art. 2364, n. 5 c. c. consente all'assemblea di rilasciare autorizzazioni per il compimento di atti degli amministratori a condizione che essi siano richiesti in statuto. La Consob, inoltre, potrebbe imporre alle società che intendono fare ricorso al mercato del capitale di rischio di prevedere, nello statuto, l'obbligo di autorizzazione assembleare per il compimento delle operazioni con parti correlate che presentano maggiori profili di criticità.

Ci si deve chiedere se, ai fini della correlazione, hanno rilevanza tutte le operazioni, anche quelle che da un punto di vista quantitativo appaiano poco significative, oppure le operazioni ripetitive o usuali, che non presentino particolari profili di rischio o elementi di criticità o quelle standard che prevedano l'applicazione delle medesime condizioni a qualunque soggetto. Il Codice non fornisce indicazioni in merito, ma questa lacuna può essere certamente superata in sede applicativa, ponendo una distinzione tra le operazioni significative e quelle tipiche o usuali¹³⁴. Per quest'ultimo tipo di operazioni, si può prevedere che gli amministratori delegati raccolgano e conservino adeguate informazioni sulle stesse, distinguendole per gruppi o per tipologia, rispettando così il principio della correttezza e della trasparenza. Per le operazioni significative, invece, si devono osservare specifiche procedure nella fase di realizzazione. La dottrina, in merito,

¹³⁴ Per operazioni significative possiamo ricomprendere quelle superiori ad una certa soglia, o per il loro oggetto o perché non si sono concluse alle condizioni standard.

osserva che gli statuti potrebbero anche autorizzare, ad esempio, l'amministratore delegato a compiere le operazioni con parti correlate usuali o di modico valore, e riferirne solo – *ex post* – al consiglio di amministrazione¹³⁵.

Dal punto di vista economico, si ha correttezza quando il prezzo di trasferimento del bene sia allineato con i prezzi di mercato? La presente indicazione lascia aperte alcune questioni. Il fatto che un'operazione sia condotta a normali condizioni di mercato non ne assicura la *fairness* sostanziale, poiché l'operazione, pur se conclusa ad un prezzo di mercato, potrebbe risultare non necessaria per una delle controparti, ma potrebbe essere stata posta in essere al solo fine di favorire il soggetto correlato. La dottrina osserva che la correttezza sostanziale di un'operazione non dipende dal *quantum* o dal *quomodo*, bensì dall'*an*, perché il giudizio sulla *fairness* di un affare non può basarsi solo sulle condizioni alle quali è stato concluso, prescindendo da una valutazione dell'opportunità dell'operazione medesima per l'emittente¹³⁶. L'operazione, quindi, pur se conclusa ad un prezzo di mercato, potrebbe non avere nessuna utilità per la società, o addirittura potrebbe rivelarsi dannosa per la stessa, in quanto potrebbe impedire, sotto un profilo finanziario, la realizzazione di altre operazioni. In tal senso la dottrina ritiene che: <<*si dovrebbe ... affermare che un'operazione con parti correlate è corretta se non è stata influenzata dalla sussistenza del*

¹³⁵ G. MINERVINI, *op. cit.*, p. 602 *contra* M. VENTORUZZO, *op. cit.*, p. 530, il quale esclude che la competenza a decidere le operazioni con parti correlate possa essere inserita in organi sociali diversi dall'organo amministrativo.

¹³⁶ M. VENTORUZZO, *op. cit.*, p. 518, nt. 37.

rapporto di correlazione o, quantomeno, senza che esso abbia determinato l'accettazione di condizioni ingiustificate penalizzanti per l'emittente>>¹³⁷.

La correttezza procedurale, invece, è l'insieme delle procedure che mirano ad assicurare la conformità alle regole dell'operazione; dunque, il suo fulcro riguarda, nella specie, l'informazione fornita ai soggetti chiamati a decidere in merito, i quali devono essere messi a conoscenza della sussistenza di un rapporto di correlazione.

La legge sulla tutela del risparmio introduce nel t.u.i.f. due nuovi articoli: 124 *bis* e 124 *ter*. L'art. 124 *bis* prevede nuovi doveri informativi posti a carico delle società quotate in relazione ai codici di comportamento ai quali esse hanno aderito; mentre, l'art. 124 *ter*¹³⁸ precisa quali sono i compiti della Consob in relazione a detta informativa, ossia: a) stabilire le forme di pubblicità cui sono sottoposti i codici di comportamento promossi da società di gestione dei mercati regolamentati o da associazioni di categoria; b) vigilare sulla veridicità

¹³⁷ M. VENTORUZZO, *ult. op. cit.*

¹³⁸ Il legislatore italiano ha adottato una simile disciplina attribuendo, tuttavia, alla Consob anche il compito di «vigilare sulla veridicità delle informazioni riguardanti gli impegni assunti, diffuse dai soggetti» che abbiano aderito ai «codici di comportamento promossi da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria degli operatori» (art. 124 *ter* t.u.i.f.). Questa previsione, se interpretata in modo rigoroso, potrebbe attribuire alla Commissione di controllo un compito pressoché irrealizzabile, quantomeno utilizzando le risorse delle quali essa attualmente dispone. Infatti, se si ritenesse che un emittente, adottando il codice di autodisciplina emanato da Borsa Italiana s.p.a., si impegnasse a rispettare le previsioni sostanziali ivi previste, la Consob avrebbe il potere-dovere, ad esempio, di vigilare sull'effettiva indipendenza degli amministratori indicati come tali dall'emittente; oppure sulla presenza di un «adeguato» numero di amministratori non esecutivi; o, ancora, sul rispetto delle regole in materia di operazioni con parti correlate previste dall'autodisciplina. Così G. ROSSI, *La legge sulla tutela del risparmio e il degrado della tecnica legislativa*, in *Riv. soc.*, 2006, p. 15.

delle informazioni riguardanti l'adempimento degli impegni assunti dai soggetti che vi abbiano aderito; c) irrogare le corrispondenti sanzioni in caso di violazione.

La presente modifica attribuisce al collegio sindacale delle società quotate il compito di vigilare sulle modalità di attuazione delle regole del governo societario, previste dai codici di comportamento redatti da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria. L'art. 36 legge n. 262/2005 ha introdotto l'art. 192 *bis* nel t.u.i.f., che prevede specifiche sanzioni amministrative per chi non rispetta gli obblighi di informazione connessi ai codici di comportamento¹³⁹. Le sanzioni sono poste a carico degli amministratori e dei direttori generali di società quotate in mercati regolamentati, e le stesse vengono applicate nel caso in cui i predetti soggetti omettano di effettuare le comunicazioni prescritte dall'art. 124 *bis* t.u.i.f.. La *ratio* delle citate disposizioni può, certamente, essere ricercata nell'esigenza di offrire una corretta e tempestiva informazione societaria. Il sistema realizzato dal legislatore può essere, a titolo meramente esemplificativo, articolato su tre livelli:

i) previsione di forme di pubblicità dei codici di comportamento, nonché della loro adozione e osservanza;

ii) verifica dell'attuazione delle regole di governo societario prevista nei detti codici¹⁴⁰;

¹³⁹ N. BRUTTI, *Codici di comportamento e società quotate*, in *Giur. comm.*, I, 2007, p. 243.

¹⁴⁰ La verifica è posta a carico del collegio sindacale delle società quotate.

iii) vigilanza sulle informazioni diffuse al pubblico dalla società e irrogazione delle sanzioni in caso di inosservanza delle disposizioni normative.

2. Le operazioni con parti correlate nel Codice di Autodisciplina delle società quotate che richiedono l'assistenza di esperti indipendenti.

Il consiglio di amministrazione adotta misure volte ad assicurare che le operazioni nelle quali un amministratore sia portatore di un interesse, per conto proprio o di terzi, e quelle poste in essere con parti correlate vengano compiute in modo trasparente e rispettando i criteri di correttezza sostanziale e procedurale. Inoltre, il consiglio di amministrazione, sentito il comitato per il controllo interno, stabilisce le modalità di approvazione e di esecuzione delle operazioni poste in essere dall'emittente, o dalle sue controllate, con parti correlate. In particolare definisce le operazioni che debbono essere approvate previo parere dello stesso comitato per il controllo interno e/o con l'assistenza di esperti indipendenti. L'art. 9.C.2. di fatti stabilisce che: *<<il consiglio di amministrazione adotta soluzioni operative idonee ad agevolare l'individuazione ed una adeguata gestione delle situazioni in cui un amministratore sia portatore di un interesse per conto proprio o di terzi>>.*

Qualora la natura, il valore o le altre caratteristiche di ciascuna operazione lo richiedano, il consiglio di amministrazione, al fine di evitare che per le stesse siano pattuite condizioni diverse da quelle che

sarebbero state verosimilmente negoziate tra le parti non correlate, verifica che l'operazione venga conclusa con l'assistenza di esperti indipendenti ai fini della valutazione dei beni e della consulenza finanziaria, legale e tecnica. La concreta articolazione di presidi, come la riserva alla competenza del consiglio per l'approvazione delle operazioni di maggiore rilievo, la previsione di un parere preventivo del comitato per il controllo interno, l'affidamento delle trattative ad uno o più amministratori indipendenti (o comunque privi di legami con la parte correlata), il ricorso ad esperti indipendenti (eventualmente selezionati da amministratori indipendenti), non può che essere lasciata al potere di autoregolamentazione del consiglio – sia pure nel rispetto dei principi generali indicati dalla Consob ai sensi dell'art. 2391 *bis* c. c. – in funzione della tipologia e della rilevanza, sotto il profilo economico e/o strategico, delle operazioni, nonché della natura ed estensione delle relazioni esistenti con le controparti. Parte della dottrina è del parere che la presente disposizione costituisca un obbligo e non una facoltà, nel senso che il ricorso all'esperto indipendente rappresenta una garanzia per un corretto adempimento dei doveri imposti agli amministratori¹⁴¹. La presente conclusione non sembrerebbe condivisibile per una serie di motivi. Innanzitutto il codice non riferisce quali siano i requisiti di professionalità e di indipendenza che gli esperti devono presentare, lasciando così ampio spazio alla discrezionalità degli amministratori nell'interpretare il

¹⁴¹ S. DODARO, *op. cit.*, p. 513.

Codice. E' evidente che questa discrezionalità potrebbe non conciliarsi con una norma di rango primario come l'art. 2391 *bis* c.c.. Altro aspetto è dato dalla natura medesima dei codici i quali rappresentano dei modelli di riferimento di natura organizzativa e funzionale e, in quanto tali, non sono fonte di alcun obbligo giuridico.

E' evidente che gli amministratori devono individuare le operazioni c.d. “*sensibili*”, per le quali è necessario l'intervento degli esperti indipendenti, i quali hanno il compito di assicurare che il rapporto di correlazione non incida sulle condizioni alle quali l'operazione viene realizzata. I parametri secondo i quali l'operazione richiede l'intervento dell'esperto indipendente¹⁴² possono essere, ad esempio, la natura dell'operazione medesima, ovvero la sua rilevanza strategica, il suo valore¹⁴³, in quanto il giudizio ricade sull'incidenza quantitativa della medesima, vale a dire sulla consistenza del patrimoniale dell'azienda, sulle prospettive reddituali e sui prezzi di mercato degli strumenti finanziari quotati. Il legislatore aveva introdotto un criterio c. d. “quantitativo” per la individuazione delle operazioni con parti correlate, tant'è che l'art. 7 del disegno di legge del 3 marzo 2005, n. 3328 prevedeva l'introduzione dell'art. 2391 *ter* c.c.. La norma da

¹⁴² Il Codice di Autodisciplina non fornisce indicazioni relative ai requisiti di professionalità e di indipendenza che gli esperti devono possedere. La presente impostazione può, in un certo qual modo, essere condivisa per il Codice di Autodisciplina, ma non certamente per l'art. 2391 *bis* che è una norma di rango primario. A. BLANDINI, *op. cit.*, p. 502.

¹⁴³ La dottrina ritiene che la nozione di valore deve essere intesa in senso relativo, ovvero in base al rapporto tra patrimonio aziendale e operazione posta in essere. Sul punto M. VENTORUZZO, *op. cit.*, p. 519.

ultima citata, successivamente scomparsa dal testo definitivo delle legge sulla tutela del risparmio, prevedeva che le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio non potessero contrarre, direttamente o indirettamente, obbligazioni di qualsiasi natura, né compiere atti di compravendita, di valore complessivo superiore a centomila euro, nel corso di ciascun esercizio sociale, con chiunque detenesse, direttamente o indirettamente, una partecipazione di controllo nel loro capitale, ovvero esercitasse su di esse un'influenza notevole, ai sensi dell'art. 2359 c. c., ossia svolgesse presso di esse funzioni di amministrazione, direzione o controllo, ovvero con società controllate dai predetti soggetti. In ogni caso, era fatta salva la possibilità di procedere al compimento di tali atti, previa espressa autorizzazione dell'organo amministrativo, deliberata senza la partecipazione del soggetto eventualmente interessato e previo parere favorevole del collegio sindacale. Era, altresì, prevista la nullità degli atti compiuti in difformità dalla autorizzazione dell'organo amministrativo, ovvero in sua mancanza. Gli atti compiuti in difformità dall'autorizzazione sopra richiamata, cioè in mancanza di essa o in base ad autorizzazione deliberata senza l'osservanza delle prescritte condizioni, potevano essere impugnati dai sindaci, dagli amministratori che non avevano concorso a compierli, nonché dai soci che rappresentavano, anche congiuntamente, l'uno per mille del capitale sociale nelle società che ricorrevano al mercato del capitale di rischio e il cinque per cento nelle

altre. L'impugnazione poteva essere proposta nel termine di novanta giorni dalla data in cui era stato compiuto l'atto¹⁴⁴.

Oltre ai due parametri sopra descritti, natura e valore, possiamo certamente ipotizzare altre operazioni sensibili che necessitino dell'assistenza di esperti indipendenti, come ad esempio operazioni che richiedano la costituzione di particolari fondi di riserva o la stipula di polizze assicurative. Gli esperti indipendenti devono essere chiamati a collaborare e non già per rendere note le regole, ma per formularle e, soprattutto applicarle correttamente, altrimenti non si comprende l'effettiva funzione dell'esperto indipendente, rilevata, anche in questa circostanza, la non felice formulazione della norma.

¹⁴⁴ La dottrina riteneva che, con il sopra richiamato disegno di legge, si forniva un'indicazione precisa della soglia quantitativa ai fini dell'individuazione di un'operazione come "operazione con parti correlate". La norma, di fatti, forniva criteri più specifici rispetto a quanto riportato nella disposizione di cui all'art. 71 *bis* del Regolamento Emittenti che fa riferimento ad "operazioni che per oggetto, corrispettivo, modalità o tempi di realizzazione, possano avere effetti sulla salvaguardia del patrimonio aziendale o sulla completezza o correttezza delle informazioni, anche contabili, relative all'emittente". La finalità dell'art. 71 *bis* è quella di tutelare la trasparenza del mercato con riferimento ad "operazioni con parti correlate" di particolare significatività; l'art. 2391 *ter* c. c. poneva dei limiti alla concreta operatività delle "operazioni con parti correlate" quantitativamente rilevanti. Così M. R. SANCILLO – C. MATTINA, *La nuova nozione di "operazioni con parti correlate" alla luce della Deliberazione Consob n. 14990 del 14 aprile 2005*, in www.dircomm.it, maggio 2005; M. TONELLO, *Corporate governance e tutela del risparmio*, in *Tratt. dir. comm. e dir. pub. econ.*, diretto da F. Galgano, vol. XXXV, Padova, 2006, p. 349, nt. 340; P. MONTALENTI, *Il sistema dei controlli nelle società di capitali*, in *Impresa e Società. Studi dedicati a Federico Martorano*, Napoli, 2006, p. 709. L'A. da ultimo citato ha assunto, in merito, una posizione critica, in quanto l'approvazione consiliare per tutte le operazioni con parti correlate superiori a centomila euro, avrebbe determinato la paralisi dell'attività di qualsiasi società di dimensione medio-grandi. In detta motivazione, credo che debba ricercarsi la scelta del legislatore di abbandonare il parametro quantitativo per le operazioni con parti correlate.

Il Codice di Autodisciplina, così come l'art. 2391 *bis*, non ci dice chi è l'esperto indipendente, né quali sono i requisiti che esso debba possedere. In questo caso, si può presumere che il tutto è rimesso all'autonomia statutaria della società. Sembrerebbe però, che i requisiti e le caratteristiche dell'esperto indipendente siano, in realtà le medesime che si richiedono all'amministratore indipendente o al collegio sindacale. La riforma del diritto societario ha introdotto, all'interno del codice civile, la figura dell'amministratore indipendente tant'è che l'art. 2387 c.c. stabilisce che lo statuto possa richiedere, per la carica di amministratore, taluni particolari requisiti tra i quali quello dell'indipendenza; ancora l'art. 2351, 5° co., c.c. prevede che lo statuto possa riservare ai portatori di strumenti finanziari la nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione. Le nuove disposizioni sul sistema monistico, ad esempio, richiedono che almeno un terzo dei componenti del consiglio di amministrazione sia in possesso di determinati requisiti di indipendenza. Le citate disposizioni mettono in evidenza un quadro normativo abbastanza disorganico, poiché emergono diverse figure di amministratori indipendenti a seconda della definizione di indipendenza di volta in volta prevista. E' condivisibile la posizione di quella parte della dottrina che ritiene necessaria la creazione di uno statuto speciale che stabilisca un insieme di principi e regole di condotta applicabili a qualsiasi amministratore che si qualifichi come indipendente¹⁴⁵. Certamente risulta quasi

¹⁴⁵ D. REGOLI, *Gli amministratori indipendenti*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber*

impossibile “imbrigliare” il concetto di indipendenza negli schemi di una norma giuridica; ma, in ogni caso, “l’indipendenza” può essere individuata come: << l’autonomia di giudizio, che attribuisce a chi la possiede la capacità di esprimere valutazioni critiche non condizionate da vincoli o legami di rilievo >>¹⁴⁶. La presente definizione certamente può essere applicata all’esperto indipendente il quale oltre, a dover possedere i requisiti formali e sostanziali dell’indipendenza, deve prevenire e risolvere situazioni di potenziale conflitto di interessi osservando le norme dettate in tema di diligenza, correttezza e buona fede. L’esperto indipendente, quindi, ha dei doveri c.d. fiduciari, che si concretizzano in una speciale competenza e nel distacco dal potere interno di controllo, ecco perché la sua nomina può essere effettuata da un amministratore indipendente e non già da un amministratore esecutivo. L’esperto, secondo il dizionario della lingua italiana, è una persona competente, che conosce qualcosa, che è pratico di qualcosa; dunque, non necessariamente deve essere iscritto in un albo professionale, ma è necessario che abbia maturato in quel settore una determinata competenza¹⁴⁷.

amicorum Gian Franco Campobasso, vol. 2, diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, Torino, 2007, p. 389. Sull’argomento assume una posizione critica G. ROSSI, *Le c.d. regole di <<corporate governance>> sono in grado di incidere sul comportamento degli amministratori?*, in *Riv. soc.*, 2001, p. 12 ss.

¹⁴⁶ R. RORDORF, *Gli amministratori indipendenti*, in AA. VV., *Tutela del risparmio, authorities, governo societario*, Milano, 2008, p. 180.

¹⁴⁷ Per taluni aspetti la figura dell’esperto indipendente potrebbe essere rapportata a quella del C.T.U..

In ogni caso l'esperto indipendente, pur in assenza di una espressa previsione normativa, non può essere ritenuto esente da responsabilità nel momento in cui non svolga le funzioni assegnategli con la dovuta diligenza. Nella presente fattispecie sembrerebbero applicabili le norme dettate in tema di contratto d'opera professionale in caso di responsabilità dell'esperto indipendente .

3. Gli interessi degli amministratori nella disciplina delle operazioni con parti correlate prevista dal codice di autodisciplina delle società quotate.

Il Codice di Autodisciplina prevede che, nelle operazioni con parti correlate, gli amministratori dell'emittente, che abbiano un interesse anche potenziale o indiretto con quello della società, debbano informare il consiglio e allontanarsi dalla riunione nel momento della deliberazione. L'art. 11, 2° co., del Codice, a seguito della riforma del diritto societario, non si raccordava più con la previsione normativa contenuta nel codice civile, poiché mancava un coordinamento con l'art. 2391 c.c. dettato in tema di interessi degli amministratori¹⁴⁸; mentre, oggi, la nuova formulazione del Codice di Autodisciplina ed. 2006 supera la predetta distonia, in quanto non viene più raccomandato all'amministratore interessato di allontanarsi dalla

¹⁴⁸ F. FERRARA Jr. – F. CORSI, *op. cit.*, p. 594, nt. 8.

riunione al momento della discussione e della decisione¹⁴⁹. L'art. 11.2 Codice prevedeva la possibilità per l'amministratore di partecipare alle adunanze del consiglio di amministrazione, qualora il suo allontanamento era di ostacolo al raggiungimento del *quorum* costitutivo. La presente scelta trova il suo fondamento nella formulazione dell'ordine del giorno dei c.d.a., che quasi sempre pongono più argomenti all'ordine del giorno. Diversa, invece, è l'ipotesi in cui l'unico argomento all'ordine del giorno sia rappresentato dall'operazione in conflitto, in questo caso, si potrebbe certamente superare anche la previsione dell'art. 11.2.

La scelta logica è quella di far partecipare all'adunanza l'amministratore interessato, giacché egli può illustrare meglio l'operazione ed evidenziare le caratteristiche della medesima, anche perché non sempre vi è coincidenza tra correlazione e conflitto di interessi¹⁵⁰. La giurisprudenza di legittimità non ha mai affrontato

¹⁴⁹ A. CHIEFFI, *L'evoluzione della best practice: il nuovo codice di autodisciplina*, in AA. VV., *Riforma del risparmio e corporate governance*, Milano, 2006 p. 87.

¹⁵⁰ La norma è, altresì, tesa a garantire il principio della collegialità del consiglio di amministrazione, consentendo la partecipazione all'amministratore interessato. La dottrina, sul punto, non è concorde, poiché ritiene che la formazione della volontà collegiale si articola in più fasi, tra le quali assume carattere centrale quella della discussione, quindi, l'amministratore interessato non può partecipare alla discussione. In tal senso si veda P. FERRO-LUZZI, *La conformità delle deliberazioni assembleari alla legge ed all'atto costitutivo*, Milano, rist., 1993. La posizione assunta dall'A. testé citato non sembrerebbe condivisibile, in quanto l'astensione non dovrebbe riguardare solo la discussione, ma anche la presenza in consiglio e la fase della convocazione dello stesso. Sembra in ogni caso preferibile concordare con la dottrina che riconosce il diritto dell'amministratore di discutere in seno al consiglio, purché ciò avvenga dopo avere reso nota la situazione di conflitto e sempre nel rispetto del criterio della diligenza imposto dall'art. 2392 c. c. In tal senso L. ENRIQUES, *Il conflitto di interessi degli amministratori di società per azioni*, p. 236.

direttamente la questione del diritto di discussione dell'amministratore in conflitto, limitandosi ad affermare che l'obbligo di astensione non implica che l'amministratore non possa essere presente alla riunione; anzi a conferma della possibilità della sua presenza alla riunione la Cassazione ha affermato, in analogia a quanto previsto in tema di conflitto di interessi del socio, che <<nel quorum costitutivo, a differenza che nel quorum deliberativo, vanno computati anche coloro che si trovino in conflitto di interessi con la società, per assicurare, per un verso che la delibera, anche se adottata con un numero di voti esiguo ma imparziale, risulti conforme all'interesse sociale e, per altro verso, che non sia paralizzata, attraverso il meccanismo delle astensioni, la volontà degli organi sociali>>¹⁵¹. L'altro aspetto riguarda l'azione di responsabilità.

Qualora l'operazione sia compiuta con il voto determinante dell'amministratore legato da un rapporto di correlazione, cosa accade? Si potrebbe affermare che, in questa circostanza, trovano applicazione i principi stabiliti dall'art. 2391 c.c., ossia la delibera consiliare è assunta correttamente in presenza di tre elementi: a) informazione, b) motivazione; c) prova di resistenza. E' evidente, quindi, che la responsabilità dell'amministratore sorge solo qualora il suo voto sia determinante ai fini del raggiungimento del *quorum* deliberativo e non di quello costitutivo¹⁵². L'obbligo di astensione ricade anche sul

¹⁵¹ Cass., 21 agosto 1991, n. 9877, in *Giur. comm.*, 1992, II, p. 917.

¹⁵² L'impugnativa può essere proposta entro il termine di novanta giorni dalla data della sua adozione da parte del collegio sindacale, dagli amministratori assenti o dissenzienti ed anche da quelli assenzienti, ove l'amministratore interessato abbia violato l'obbligo di rivelazione del proprio interesse, avendo essi in tal caso votato

consigliere membro del comitato esecutivo. Detta interpretazione è suffragata dalla lettera dell'originario testo dell'art. 2631 c.c., che sanzionava l'amministratore che avendo un interesse in conflitto con quello della società non si fosse astenuto "dal partecipare alla deliberazione del consiglio o del comitato esecutivo relativo all'operazione stessa". La giurisprudenza ha però precisato che, per essere esonerato da responsabilità, non è sufficiente che l'amministratore di una società di capitali si astenga dal voto inerente una deliberazione pregiudizievole in cui si trova in conflitto di interessi, in quanto al momento della deliberazione deve esprimere il proprio dissenso, farlo annotare a verbale, comunicarlo per iscritto al presidente del collegio sindacale, e successivamente, nella fase di attuazione della delibera, deve vigilare e intervenire per eliminare o, quantomeno attenuare, le conseguenze dannose dell'operazione precedentemente deliberata¹⁵³.

ignorando il suo interesse nell'operazione. Così F. GALGANO – R. GENGHINI, *Il nuovo diritto societario*, terza edizione, in *Tratt. dir. comm. e dir. pub. econ.*, diretto da F. Galgano, t. I, vol. XXIX, Padova, 2006, p. 454. Inoltre, la società può agire nei confronti dell'amministratore per il risarcimento del danno cagionato indipendentemente dalla impugnativa della delibera: in questi termini A. PISANI MASSAMORMILE, *Invalidità delle delibere consiliari*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, vol 2, diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, Torino, 2007, p. 568.

¹⁵³ App. Milano, 6 febbraio 1998, in *Giur. it.*, 1998, c. 2350. In dottrina si veda L. F. PAOLUCCI, *Manuale di diritto commerciale*, vol. I, *L'impresa e le società*, Padova, 2008, p. 267. L'A. precisa che «... se, prima della riforma l'osservanza dell'obbligo di astensione escludeva qualsiasi responsabilità per l'amministratore in conflitto di interessi, il nuovo testo dell'art. 2391 lo ha maggiormente responsabilizzato, obbligandolo, per sottrarsi alla responsabilità prevista dal quarto comma dell'art. 2391, non soltanto a dichiarare il proprio interesse, ma anche a esercitare il diritto di voto in modo da non arrecare danno alla società e quindi, al limite, anche esercitarlo

L'informazione deve riguardare non solo l'assemblea, ma anche il consiglio di amministrazione, il quale deve ricevere sia le informazioni riservate, sia quelle relative alle operazioni con parti correlate, al fine di valorizzare la sua centralità nell'organizzazione societaria, tant'è che il commento all'art. 1.2 del Codice raccomanda che l'informativa all'assemblea sia sufficientemente analitica, in modo da permettere la comprensione dei vantaggi, per la società, delle operazioni medesime¹⁵⁴.

Autorevole dottrina ha osservato come l'art. 2391 c. c. presenta dei possibili profili di interferenza con l'art. 2391 *bis* c. c., escludendo così un rapporto di genere a specie, poiché non vi è sempre coincidenza tra correlazione e interesse dell'amministratore¹⁵⁵.

Non ha, dunque, una particolare rilevanza l'esistenza di un conflitto tra amministratore e società, che potrebbe di fatto anche non rinvenirsi, ma assume una sua precipua importanza per il solo fatto

contro il proprio interesse>>. Il Paolucci, quindi, individua una responsabilità di tipo omissivo dell'amministratore interessato.

¹⁵⁴ “Gli amministratori agiscono e deliberano ... perseguendo l'obiettivo prioritario della creazione di valore per gli azionisti”. La dottrina ha osservato come negli altri ordinamenti i Codici di Autodisciplina :<<assegnano al consiglio di amministrazione l'obiettivo di massimizzazione del valore dell'impresa, con l'aggiunta esplicita che questo non significa che gli interessi degli azionisti debbano essere raggiunti a qualsiasi prezzo senza tenere conto degli altri gruppi di interessi e della *comunidad* in cui si colloca (così per l'anonima quotata spagnola, la presentazione del *Principio* n. 7 del *Código unificado de buen gobierno*: maggio 2006), o che ancora più chiaramente proclamano che il *Kodex* persegue lo scopo di una direzione (*Leitung*) e controllo della società e dei gruppi diretti alla conservazione e alla creazione, a lungo termine, di valore: con questo fine è servito nel migliore dei modi l'interesse di tutti coloro il cui benessere è legato al successo dell'impresa>>; così G. B. PORTALE, *La società quotata nelle recenti riforme (note introduttive)*, in *Rivista del diritto Societario*, 2007, p. 10.

¹⁵⁵ G. MINERVINI, *op. cit.*, p. 599.

della titolarità, in capo all'amministratore, di un interesse qualificato nell'esecuzione dell'operazione.

Gli obblighi di *disclosure* derivano dal timore che l'interesse sociale possa essere messo a repentaglio dall'esistenza, per i consiglieri, di condizioni in base alle quali i medesimi potrebbero agire per soddisfare interessi diversi rispetto a quelli della società; pertanto, si trasferisce in capo al consiglio di amministrazione la valutazione *ex ante* dell'esistenza e della rilevanza di interessi personali nell'operazione. Solo attraverso la presente procedura, il consiglio di amministrazione è in grado di garantire il rispetto del principio di *fairness* sostanziale¹⁵⁶. Le imprese, quindi, hanno la facoltà di adottare apposite procedure, volte a far sì che ciascun amministratore possa fornire indicazioni in ordine a quei soggetti che, in relazione alla posizione soggettiva dell'amministratore medesimo, possano qualificarsi come "parti correlate"; e ciò al fine di assicurare un trasparente processo decisionale nel quadro delle regole di *corporate governance* adottate dalla società e di avere avuto, altresì, riguardo alle disposizioni contenute nell'art. 2391 c.c. in materia di interessi degli amministratori¹⁵⁷. Le presenti direttive dovranno

¹⁵⁶ A. ZANARDO, *La nuova versione del Codice di autodisciplina delle società quotate: alcune osservazioni alla luce delle contestuali esperienze internazionali in materia di corporate governance*, in *Contratto e Impresa*, 2004, pp. 415 – 416 ss..

¹⁵⁷ Agli amministratori potrà quindi essere richiesto di fornire un elenco: a) delle società controllate dagli stessi o da loro stretti familiari ovvero di quelle sulle quali essi o i loro stretti familiari esercitino un'influenza notevole; b) dei loro stretti familiari; c) delle società nelle quali essi rivestono la carica di amministratore, ovvero detengono una partecipazione non tale da consentire di esercitare il controllo o un'influenza dominante, ma comunque ritenuta significativa, in base a univoci parametri qualitativi. Sulla base delle informazioni raccolte, sarà possibile regolamentare le

individuare i limiti oltre i quali le operazioni diventano di competenza esclusiva del Consiglio, previa acquisizione, così come raccomandato dal codice di autodisciplina, di *fairness* e *legal opinions* sulle operazioni medesime.

La dottrina osserva come la soluzione adottata dal legislatore nazionale non sia sufficiente a garantire e tutelare in modo adeguato gli azionisti estranei al gruppo di controllo, in quanto, in relazione alle operazioni con parti correlate, la presenza di conflitti di interessi ha carattere strutturale¹⁵⁸. Diversa, invece, è la soluzione adottata dai paesi anglosassoni poiché l'autorità britannica ha previsto che le società quotate sui mercati londinesi che intendano effettuare una transazione con parti correlate devono: 1) darne una preventiva comunicazione contenente l'indicazione della parte correlata e i dettagli della natura e della misura dell'interesse della parte correlata nella transazione; 2) mettere a disposizione degli azionisti un documento informativo relativo agli aspetti salienti della transazione; 3) ottenere l'approvazione degli azionisti prima della conclusione dell'operazione; 4) assicurarsi che la parte correlata, se titolare di diritto di voto, non partecipi alla votazione.

modalità operative che gli uffici della società e delle società controllate dovranno seguire nel caso siano poste in essere operazioni rilevanti riguardanti i soggetti che risulteranno dalle comunicazioni ricevute. Tali direttive consentiranno di: - dettagliare compiti e responsabilità delle strutture nella gestione di queste operazioni; - individuare le opportune procedure di valutazione, per assicurare un trasparente processo decisionale; - provvedere a una dettagliata informazione periodica al Consiglio di Amministrazione.

¹⁵⁸ A. POMELLI, *Il nuovo diritto delle società*, p. 786.

Nel momento in cui si debba compiere un'operazione per la quale i *managers* siano in potenziale conflitto di interessi, il consiglio di amministrazione può costituire un comitato di indipendenti, con l'incarico di negoziare l'operazione in luogo degli esecutivi, anche avvalendosi di esperti indipendenti (banche d'affari, avvocati) all'uopo nominati dallo stesso comitato. L'uso di *independent committees* è una delle tecniche più diffuse per assicurare la correttezza sostanziale di un'operazione con parti correlate, tanto da rovesciare l'onere probatorio dell'eventuale scorrettezza sugli investitori che agiscono in responsabilità contro il consiglio. In questi comitati, gli indipendenti non si limitano al monitoraggio dell'operazione, bensì la negoziano come se la stessa non fosse compiuta tra parti correlate. Il caso più significativo è forse quello del *management buy-out*, che vede i *managers* controparti della società, normalmente rappresentata da un comitato di indipendenti a sua volta assistito da banchieri ed avvocati. La previsione di amministratori indipendenti va collegata necessariamente alla rivalutazione del ruolo del consiglio, che comporta, tra l'altro, l'approvazione di piani strategici, di operazioni rilevanti e di operazioni con parti correlate. Gli indipendenti non hanno solo un ruolo di monitoraggio, bensì concorrono all'alta direzione dell'impresa sociale che il consiglio esercita secondo quanto previsto dal Codice di Autodisciplina e dal nuovo diritto societario.

CAPITOLO IV

**IL CONFINE TRA IL CONFLITTO DI INTERESSI E
OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE**

Sommario: 1. Le operazioni poste in essere dagli amministratori interessati. L'obbligo di informazione. – 2. Gli organi di controllo e le operazioni con parti correlate. – 3. Il rapporto tra la disciplina prevista dall'art. 2391 *bis* e l'art. 2391.

1. Le operazioni poste in essere dagli amministratori interessati. L'obbligo di informazione.

L'art. 2381 c.c. prevede, per la prima volta, il dovere di informazione in capo agli organi delegati di tutte le società azionarie, riprendendo in linea generale il principio stabilito dall'art. 150 t.u.i.f.. Lo stesso art. 2497 *ter* c.c. contempla l'obbligo di motivazione delle decisioni influenzate dalle società che esercitano attività di direzione e coordinamento, e che implicano una preventiva elaborazione endoconsiliare delle informazioni che attengono ai processi decisionali¹⁵⁹.

¹⁵⁹ Gli obblighi di informazione imposti per le operazioni in conflitto di interessi degli azionisti di controllo sono analoghi a quelli stabiliti per i conflitti di interessi degli amministratori. Nel sistema statunitense, ad esempio, le società quotate hanno l'obbligo di fornire annualmente informazioni su tutte le principali operazioni nelle quali un soggetto che detenga più del 5% di qualsiasi strumento finanziario, che attribuisce il diritto di voto, abbia avuto un interesse rilevante; inoltre, le predette informazioni devono risultare dai documenti di natura contabile. L'art. 89 della Direttiva 2001/34/CE del 28 maggio 2001, in tema di diritto societario comunitario, invece, impone agli azionisti di controllo di comunicare le sole operazioni significative per gli assetti di controllo delle società. Sui vincoli informativi si veda A. BLANDINI, *L'ambito dell'attività di direzione e coordinamento ed i (presunti ed effettivi) doveri della capogruppo*, in *Impresa e Società. Studi dedicati a Federico Martorano*, Napoli, 2006, p. 152.

Orbene, la norma inizialmente richiamata dispone che gli amministratori hanno un obbligo di agire informati, il che si estrinseca, altresì, nel dovere di motivare analiticamente le proprie decisioni. Il diritto all'informazione a favore dei consiglieri deleganti si risolve in un potere/dovere ogni qualvolta esso sia strumentale all'obbligo di agire in modo informato¹⁶⁰. Gli amministratori hanno, altresì, il compito di controllare l'attività svolta dagli amministratori delegati mediante la valutazione dell'andamento generale della gestione e sulla sua prevedibile evoluzione¹⁶¹.

Nel presente quadro normativo si inserisce anche l'art. 2391 *bis* c.c., in quanto vi è un palese riferimento all'informazione endoconsiliare. Dobbiamo subito porre alcune distinzioni, in quanto l'art. 2381 c.c. contiene una previsione di carattere generale, che riguarda le ordinarie situazioni di gestione della società mentre le previsioni contenute negli artt. 2391 e 2391 *bis* c.c. riguardano situazioni "di emergenza". L'art. 2381 c.c. pone l'obbligo a carico degli organi delegati di riferire periodicamente al consiglio delegante, ed anche al collegio sindacale, sulle operazioni più importanti compiute e sulla gestione della società. Gli amministratori delegati, quindi, riferiscono periodicamente al consiglio di amministrazione attraverso un'apposita relazione, che fa presupporre una certa organicità dell'informazione e consente, se la

¹⁶⁰ A. DE NICOLA, *Commento sub art. 2381*, in *Commentario alla riforma delle società*, artt. 2380 – 2396. *Amministratori*, a cura di P. Marchetti – L. A. Bianchi – F. Ghezzi – M. Notari, Milano, 2005, p. 122.

¹⁶¹ Tra le attribuzioni deve essere annoverato anche il potere di valutare l'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società.

relazione è svolta in forma scritta, una sua distribuzione preventiva agli amministratori non esecutivi in vista della riunione consiliare¹⁶².

Nell'art. 2391 *bis* c.c. possiamo rilevare delle differenze rispetto alla disciplina ora illustrata. L'obbligo di informazione non è periodico, ma sorge nel momento in cui deve essere conclusa un'operazione con una parte correlata. L'informazione, inoltre, non deve essere necessariamente preventiva, ma, come abbiamo visto nel corso della trattazione, può essere anche *ex post*. Per l'organo di controllo sorge di riflesso il potere/dovere di chiedere all'organo amministrativo notizie sull'andamento dell'attività sociale o su specifici affari, anche con riguardo alle controllate, scambiandosi, altresì, informazioni con i sindaci di queste ultime¹⁶³.

L'art. 2381 c.c. dispone che gli organi delegati debbano riferire sul <<*generale andamento della gestione*>>, ma tale obbligo deve essere esteso anche alla sua evoluzione futura e prevedibile, nonché alle operazioni rilevanti. Sul punto, parte della dottrina ha sollevato alcune perplessità sulla possibilità da parte degli amministratori deleganti di poter agire effettivamente informati, in quanto le loro funzioni di controllo hanno un carattere necessariamente sintetico¹⁶⁴. Inoltre, le informazioni sono

¹⁶² G. D. MOSCO, *Commento sub art. 2381 c.c.*, in p. 599, in *Società di Capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini e A. Stagno D'Alcontres, Napoli, 2004, p. 599 e in particolare nt. 34.

¹⁶³ Come si vedrà nel § 2 del presente capitolo.

¹⁶⁴ M. DE ACUTIS – R. SANTINI, *S.p.A. amministrazione e controllo*, Milano, 2003, p. 26 *contra* M. S. DESARIO, *La gestione delegata nelle società di capitali. La nuova disciplina*, Bari, 2007, p. 93. L'A. ritiene che la predetta limitazione sia superata dall'ultimo comma dell'art. 2381 c.c., ritenendo che ogni amministratore non esecutivo ha il diritto di chiedere e ottenere supplementi di informazione.

sempre filtrate dagli organi delegati, quindi non sembra sussistere in capo ai deleganti il potere di attingere direttamente informazioni, attraverso ispezioni o controlli sugli atti societari¹⁶⁵.

Secondo il principio generale della correttezza, gli amministratori delegati devono riferire sull'andamento generale delle società ed in particolare sulle operazioni inusuali o atipiche, che possono avere una particolare influenza sulla gestione e sull'andamento della società. Tra le operazioni rilevanti devono essere certamente annoverate quelle in conflitto di interesse e quelle con parti correlate. Per le due fattispecie da ultimo richiamate il dovere di informazione è disciplinato da due norme speciali; pertanto, si potrebbe affermare che l'art. 2381 c.c. è una norma di carattere generale, mentre le altre due hanno natura speciale, ribadendo che tra l'art. 2391 e l'art. 2391 *bis* vi è un rapporto di interferenza e non di *genus a species*.

2. Gli organi di controllo e le operazioni con parti correlate.

La funzione di vigilanza sulla corretta amministrazione assume particolare rilievo in merito alle operazioni poste in essere dalla società con parti correlate. Le predette operazioni intercorrono tra parti non indipendenti; quindi, le operazioni potrebbero essere concluse a

¹⁶⁵ M. DE ACUTIS – R. SANTINI, *ult. op. cit., ibidem*. Nello stesso senso M. S. DESARIO, *op. cit.*, p. 93.

condizioni non congrue o con modalità difformi da quelle normalmente praticate sul mercato¹⁶⁶.

Il collegio sindacale, quindi, ha l'obbligo di vigilare con particolare rigore in relazione alle operazioni infragruppo ed a quelle realizzate con soggetti a vario titolo collegati agli azionisti o al *management* della società, poiché sorge la necessità di espletare un supplemento di istruttoria volto a verificarne l'effettiva rispondenza all'interesse sociale.

Gli amministratori hanno l'obbligo di comunicare preventivamente all'organo di controllo l'elenco delle parti correlate; inoltre, in ogni caso, spetta ai sindaci l'onere di ricercare con la dovuta diligenza tutte le ulteriori informazioni utili all'identificazione dei soggetti correlati alla società, anche mediante la richiesta di specifiche informazioni all'organo amministrativo, o attraverso l'esame dei libri sociali e l'osservazione delle carte di lavoro del soggetto incaricato della revisione contabile. La direzione della società ha la responsabilità di identificare ed evidenziare le parti correlate e le operazioni poste in essere con tali parti. La direzione deve, altresì, adottare un sistema contabile ed un sistema di controllo interno atto ad assicurare che le operazioni con parti correlate siano adeguatamente identificate nella

¹⁶⁶ Nel corso della trattazione sono state indicate diverse fonti normative che regolamentano le operazioni con parti correlate, ma in questa sede non può non citarsi il principio di revisione n. 550, adottato con la Delibera Consob del 30 ottobre 2002 n. 13809. Lo scopo della delibera è quello di stabilire delle regole di comportamento e di fornire una guida sulle procedure di revisione da seguire, nonché le responsabilità del revisore in relazione alle operazioni con parti correlate.

contabilità ed evidenziate in bilancio¹⁶⁷. Se il revisore non è in grado di ottenere sufficienti ed appropriati elementi probativi relativi ai rapporti ed alle operazioni con parti correlate, o ritenga che le relative informazioni contenute nel bilancio non siano adeguate, deve attentamente valutare tali fatti nell'espressione del proprio giudizio sul bilancio.

I sindaci hanno il compito di individuare le ulteriori parti correlate “non dichiarate”, ponendo particolare attenzione alle operazioni cosiddette anomale, quali ad esempio le operazioni prive di apparente motivazione economica, le operazioni eseguite con procedure non usuali rispetto all'ordinaria gestione, soprattutto se effettuate in prossimità della chiusura dell'esercizio, e infine le operazioni numerose o rilevanti concentrate su alcuni clienti o fornitori.

Il collegio sindacale, una volta ultimata la fase identificativa, ha il compito di verificare la struttura ed il concreto funzionamento del sistema di controllo interno, con particolare riferimento alle procedure adottate per l'autorizzazione e l'esecuzione delle operazioni con parti correlate.

¹⁶⁷ Data la natura dei rapporti con le parti correlate, la disponibilità di elementi probativi relativi alle operazioni con tali parti può essere limitata; in considerazione di tali limitazioni, il revisore deve considerare di porre in essere le seguenti procedure: a) richiedere conferme dei termini e dell'ammontare dell'operazione alle parti correlate o al loro revisore; b) prendere visione degli elementi probativi in possesso delle parti correlate; c) esaminare le caratteristiche delle operazioni e le loro motivazioni economiche; confermare o discutere tali aspetti con le persone coinvolte nelle operazioni stesse quali amministratori e dirigenti della società, banche, avvocati, agenti e garanti, nonché con il collegio sindacale; d) controllare che sia fornita in bilancio un'adeguata informazione.

I principi di revisione impongono di richiedere al revisore di *“valutare attentamente l’adeguatezza di tali elementi posto che, in presenza di operazioni con parti correlate, essi si fondano in generale su documentazione e affermazioni che, per loro natura, hanno meno efficacia probatoria di quelle ottenute da terzi”*¹⁶⁸.

La Consob, al fine di individuare con esattezza le competenze degli organi di controllo, ha dettato una serie di prescrizioni cui i sindaci delle società interessate da operazioni con parti correlate debbono attenersi nello svolgimento dei loro compiti di vigilanza e nella compilazione della relazione annuale all’assemblea *ex art. 2429 c. c.*

Nella fattispecie in esame, i sindaci non si limitano ad un semplice controllo di legittimità delle operazioni, poiché investiti anche dal controllo di “merito” delle medesime, dovendo vagliare nel concreto i prezzi, le condizioni contrattuali ed i rischi assunti.

Tra le prescrizioni in parola, si rileva in specie la richiesta al collegio sindacale di esprimere *“valutazioni circa la loro congruità e rispondenza all’interesse sociale”*, disponendo, altresì, che per la valutazione di congruità l’organo di controllo *“potrà tenere in considerazione il valore del corrispettivo pattuito in relazione ai valori di mercato, ai valori corrisposti in operazioni simili, alle eventuali garanzie, accordi collaterali o impegni connessi all’operazione principale”*.

¹⁶⁸ “L’art. 2391 *bis*, 2° comma, c. c. prevede come oggetto dei principi emanandi dalla Consob, anche la documentazione. Sarebbe prezioso che la Consob suggerisse all’autonomia statutaria di prevedere l’obbligatorietà della tenuta del libro delle decisioni dell’amministratore delegato e dell’amministratore unico. La capacità di controllo del collegio sindacale ne risulterebbe grandemente potenziata”. Testualmente G. MINERVINI, *op. cit.*, p. 602.

E' evidente che la valutazione di merito delle operazioni da parte del collegio sindacale è volta a verificare la convenienza economica delle operazioni gestionali intercorse con parti correlate, il cui vaglio si configura necessario per consentire all'organo vigilante di formulare un giudizio ponderato sui profili di legittimità delle stesse.

In assenza di un controllo di merito, risulta difficile presupporre un'adeguata valutazione dei profili patologici delle operazioni con parti correlate; quindi l'organo di controllo non può esimersi dal sindacarne le effettive condizioni e le modalità di attuazione, censurando quelle operazioni che appaiano eccessivamente squilibrate.

I profili di responsabilità del collegio sindacale emergono con particolare riferimento alle operazioni infragruppo poste in essere dalla controllante con le partecipate o con società consociate.

In merito alla congruità dei prezzi negoziati, almeno nelle operazioni straordinarie, assume particolare rilievo la richiesta di un giudizio professionale di un esperto indipendente (*fairness opinion*), chiamato ad individuare "valori equi".

Nel caso in cui la valutazione dell'esperto indipendente evidenzi una particolare anomalia legata ai prezzi o alle condizioni contrattuali praticate, l'organo di controllo dovrà esigere un supplemento di motivazione da parte dell'organo amministrativo, che ha l'obbligo di sottoporre all'assemblea dei soci, all'uopo convocata, la convenienza economica e le motivazioni che inducono a procedere comunque all'operazione.

Pur in assenza di una previsione legislativa, gli statuti potrebbero prevedere, per le operazioni di particolare rilievo economico-patrimoniale, l'approvazione preventiva da parte dell'assemblea, anche se una deliberazione favorevole non libera da responsabilità l'organo di controllo.

3. Il rapporto tra la disciplina prevista dall'art. 2391 bis e l'art. 2391.

L'art. 2391 c.c. prevede l'obbligo, per gli amministratori, di comunicare al consiglio o all'organo di controllo ogni interesse proprio o di terzi, di cui siano portatori rispetto ad una determinata operazione¹⁶⁹. Il conflitto deve riguardare una determinata operazione <<indirizzata verso una valutazione in concreto della situazione di conflitto, nel senso che la ricorrenza della fattispecie va delineata tenendo conto non del tipo di operazione in astratto considerata, bensì di tutte le caratteristiche specifiche

¹⁶⁹ “Il contratto concluso dall'amministratore di società per azioni senza l'adozione della previa deliberazione del consiglio di amministrazione, pur necessaria in forza dello statuto, è annullabile ove ricorrano i presupposti di cui all'art. 1394 c. c., poiché l'art. 2391 c. c. disciplina il solo momento della deliberazione, non del compimento dell'operazione gestoria. Il contratto è annullabile se non risponde ad alcun interesse della società, bensì risponde esclusivamente ad un interesse dell'amministratore e se il conflitto era conosciuto o riconoscibile dal terzo contraente, com'è nel caso in cui il conflitto sia palese”. Così Cass., 26 gennaio 2006, n. 1525, in *Contratti*, 2006, p. 437, con nota di D. MAFFEIS, *Il conflitto di interessi nel contratto dell'amministratore di società per azioni*. Dalla lettura dell'art. 2391 c. c., inoltre, emerge che la predetta disposizione si applica in tutti quei casi in cui l'amministratore abbia un interesse senza la necessità che esso sia in conflitto con quello della società amministrata.

In tema di conflitto di interessi si veda anche A. BLANDINI, *Conflitto di interessi ed interessi degli amministratori*, in *Le riforme del diritto societario*, a cura di P. Perligieri e F. Casucci, Napoli, 2004, p. 77.

dell'operazione>>¹⁷⁰; inoltre, <<*il termine di riferimento per giudicare la sussistenza del conflitto di interessi è una singola operazione, non la complessiva attività sociale, a differenza di quanto può accadere ai fini del giudizio sulla rilevanza del conflitto di interessi come grave irregolarità ex art. 2409*>>¹⁷¹. La disciplina prevista dall'art. 2391 c.c. si applica a tutti quei casi in cui l'amministratore ha, in una determinata operazione della società, un *interesse*, senza che lo stesso sia in conflitto con quello dell'ente amministrato¹⁷². La riforma del diritto societario, dunque, attribuisce rilievo ad ogni interesse dell'amministratore, il quale viene in considerazione non solo quando sia in conflitto con l'interesse sociale, ma anche quando sia "neutro" o conforme all'interesse sociale¹⁷³. Partendo dal presente dato hanno rilevanza non solo gli interessi attuali, ma anche quelli potenziali, a condizione che la probabilità che l'interessi si realizzi non sia esigua. Inoltre, sono soggetti alla presente disciplina sia gli interessi di natura patrimoniale sia quelli di natura non patrimoniale. Una delle principali novità dell'art. 2391 c.c. sta <<*proprio nel sottrarre la valutazione della rilevanza dell'interesse all'amministratore che ne è portatore, al quale viene semplicemente imposto di comunicarlo agli organi*

¹⁷⁰ L. ENRIQUES, *Il conflitto di interessi degli amministratori di società per azioni*, p. 203.

¹⁷¹ L. ENRIQUES, *ul. op. cit.*, p. 203.

¹⁷² M. VENTORUZZO *Commento sub art. 2391*, in *Commentario alla riforma delle società*, artt. 2380 – 2396. *Amministratori*, a cura di P. Marchetti – L. A. Bianchi – F. Ghezzi – M. Notari, Milano, 2005, p. 440; L. NAZZICONE, *Commento sub art. 2391*, in L. Nazzicone – S. Providenti, *Società per azioni. Amministrazione e controlli*, Milano, 2003, p. 153.

¹⁷³ In tal senso si veda C. MACRÌ, *Interessi degli amministratori*, in *Profili e problemi dell'amministrazione nella riforma delle società*, a cura di G. Scognamiglio, Milano, 2003, p. 135 ss..

*sociali, che da tale informazione trarranno le proprie considerazioni in merito ad una particolare operazione della società>>*¹⁷⁴. La disciplina delle operazioni con parti correlate, invece, non dà rilievo ad un qualsiasi interesse (proprio o per conto terzi), ma l'interesse deve essere relativo ad operazioni che diano vita ad una correlazione.

Analogha previsione è contenuta nell'art. 150, 1° comma, t.u.i.f., in quanto gli amministratori delle società quotate devono riferire ogni trimestre al collegio sindacale sull'attività svolta e sulle operazioni di maggiore rilievo economico, finanziario e patrimoniale effettuate dalla società e dalle società controllate. In particolare, gli amministratori riferiscono sulle operazioni nelle quali essi abbiano un interesse per conto proprio o di terzi, nonché su quelle che siano influenzate dal soggetto che esercita l'attività di direzione e coordinamento¹⁷⁵.

Il legislatore, come si può notare, non parla più esplicitamente di interessi in conflitto, pertanto ci si può riferire alla più ampia categoria degli interessi *lateral*i degli amministratori, i quali non possono limitarsi a comunicare sinteticamente l'esistenza dell'interesse, giacché la riforma impone agli amministratori di illustrare ogni sfaccettatura del medesimo, precisando la natura, i termini, l'origine e la portata¹⁷⁶. E' il collegio, dunque, a valutare la motivazione della compatibilità

¹⁷⁴ M. VENTORUZZO, *Commento sub art. 2391*, p. 442.

¹⁷⁵ F. CHIAPPETTA, *Diritto del governo societario. La corporate governance delle società quotate*, Padova, 2007, p. 131 ss..

¹⁷⁶ Sulla figura dell'amministratore si rinvia a F. BONELLI, *Gli amministratori di S.p.A. dopo la riforma*, Milano, 2004. Sul conflitto di interessi si rimanda a G. M. ZAMPERETTI, *Il conflitto di interessi degli amministratori*, in *Il nuovo diritto societario*, vol. I, a cura di S. Ambrosini, Torino, 2005, p. 230.

dell'interesse dedotto con quello della società. A questo punto, è necessario chiedersi se il contenuto dell'art. 2391 c.c. sia compatibile con la disciplina prevista per le operazioni con parti correlate; e, inoltre, se l'applicazione della disciplina sul conflitto di interesse degli amministratori escluda quella prevista dall'art. 2391 *bis* c.c..

Le due norme (art. 2391 e 2391 *bis*) hanno finalità solo in parte coincidenti. Uno dei punti di contatto tra le predette disposizioni è quello di evitare che un interesse extrasociale condizioni il procedimento decisionale a scapito dell'emittente e degli investitori. Per quanto concerne l'art. 2391 c.c., vi è l'imposizione dell'obbligo di informazione, cioè ogni amministratore interessato deve rendere edotto il consiglio, e di conseguenza la società, di possibili elementi che possono inficiare, a loro insaputa, una delibera consiliare. Le regole previste per le operazioni con parti correlate, invece, sono dirette prima alla società e all'organo di amministrazione nel suo complesso, essendo finalizzate ad evitare che gli amministratori dell'emittente decidano scientemente di pregiudicare l'interesse della società amministrata a vantaggio di un soggetto correlato.

L'applicazione di una disposizione non esclude l'altra, anzi esse presentano diversi punti di contatto, al fine di evitare che un interesse extrasociale possa condizionare il procedimento decisionale a discapito dell'emittente e dell'investitore; così come l'obbligo di motivazione, – *ex* art. 2391, 2° co., c.c. – per le operazioni poste in essere con un soggetto correlato, potrebbe coincidere con le regole di correttezza

procedurale previste dall'art. 2391 *bis*¹⁷⁷. Si può verificare il caso in cui l'amministratore è portatore di un interesse per conto di un soggetto terzo non correlato con l'emittente, al quale si applicherà esclusivamente l'art. 2391 c. c.. Diversa è l'ipotesi in cui nessun amministratore è portatore di alcun interesse in un'operazione con un soggetto correlato con il quale egli non ha rapporti; in questo caso si applicherà il solo art. 2391 *bis* c.c..

Autorevole dottrina ha acutamente osservato come l'art. 2391 *bis* sia semplicemente <<volto a rincarare di rigore rispetto alla disciplina dell'art. 2391 c.c., ... e ci si può domandare ... se esso miri piuttosto a introdurre una disciplina più articolata, che tenga conto della tipicità, della complessità e – viene voglia di dire – della molteplicità della fattispecie. Sciogliere questo dubbio sarà per la Consob esigenza preliminare, allorché si accingerà ad adempiere il difficile compito di indicare i principi previsti dall'art. 2391 *bis* c.c.>>¹⁷⁸.

¹⁷⁷ <<Tutti gli ordinamenti proteggono gli interessi degli azionisti dagli atteggiamenti opportunistici dei manager e dei soci di controllo, ma la misura con cui essi effettivamente ci proteggono è minore di quanto ci si potrebbe attendere. Questa sorta di renitenza alla regolazione delle operazioni con parti correlate deriva, in parte, dal fatto che gli azionisti sono in grado di tutelare autonomamente i propri interessi o attraverso le previsioni dello statuto o per mezzo di patti parasociali o ancora mediante la vendita delle proprie azioni, ma ancor più dalla consapevolezza dei costi potenziali che tale regolamentazione comporta. Non vi è dubbio, infatti, che alcuni tipi di operazioni in conflitto di interessi siano necessari (ad esempio, le deliberazioni relative ai compensi degli amministratori) e che altri possono essere efficienti (specialmente nelle società chiuse). Ciò comporta che una regolamentazione eccessivamente rigida di tali operazioni potrebbe diminuire l'attività della forma di società e scoraggiare il compimento di operazioni efficienti. Inoltre, alcune strategie per la protezione degli azionisti di minoranza aumentano il rischio di atteggiamenti opportunistici da parte di tali azionisti>>. In tal senso G. HERTIG – H. KANDA, *op. cit.*, p. 161.

¹⁷⁸ G. MINERVINI, *op. cit.*, p. 601.

BIBLIOGRAFIA

- AMATUCCI C., *Trasparenza e mercati finanziari*, Napoli, 2003.
- ANNUNZIATA F., *Regole di comportamento degli intermediari e riforma dei mercati mobiliari*, Milano, 1993.
- ASSONIME, *Guida alla compilazione della Relazione sulla Corporate Governance*, 2004.
- BARTELENA A., *Insider trading*, in *Trattato delle società per azioni*, a cura di G. E. Colombo – G. B. Portale, vol. 10*, Torino, 1993, p. 219 ss.
- BASSI A., *Gruppi d'impresa*, in *Manuale di diritto commerciale*, a cura di V. Buonocore, Torino, 2006, p. 595 ss.
- BASSO R., *La vigilanza sulle banche*, in *Diritto delle banche e degli intermediari finanziari*, a cura di E. Galanti, *Trattato di diritto dell'economia*, vol. V, diretto da E. Picozza e E. Gabrielli, Padova, 2008, p. 555 ss.
- BIANCHI L. A. – LUCENTI M., *Una <<chirurgia>> legislativa invasiva: la riforma dell'articolo 136 del Testo Unico Bancario*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, n. 1/2006, p. 77 ss.
- BLANDINI A., *Conflitto di interessi ed interessi degli amministratori*, in *Le riforme del diritto societario*, a cura di P. Perlingieri e F. Casucci, Napoli, 2004, p. 77 ss.
- BLANDINI A., *Società quotate e società diffuse*, in *Tratt. di diritto civile del CNN*, diretto da P. Perlingieri, vol. V, 10, Napoli, 2005.
- BLANDINI A., *L'ambito dell'attività di direzione e coordinamento ed i (presunti ed effettivi) doveri della capogruppo*, in *Impresa e Società. Studi dedicati a Federico Martorano*, Napoli, 2006, p. 125 ss.
- BOCCHINI E., *Manuale di diritto della contabilità delle imprese*, Torino, 3^a ed., 1995.
- BONELLI F., *Gli amministratori di S.p.A. dopo la riforma*, Milano, 2004.
- BONELLI F., *Commento sub art. 2391 bis*, in *Codice Civile Commentato*, a cura di G. Alpa – V. Mariconda, Milano, 2005, p. 1225 ss.
- BONZANINI L. – MARTELLONI A., *Le operazioni con <<parti correlate>> di società <<aperte>>*, in *Società*, 2005, p. 950 ss.
- BRACCIODIETA A., *La nuova società per azioni*, Milano, 2006.
- BRESCIA MORRA C., *I controlli sull'impresa bancaria*, in C. Brescia Morra – U. Morera, *L'impresa bancaria. L'organizzazione e il contratto*, Tratt.

di diritto civile del CNN, diretto da P. Perlingieri, vol. V, 11, Napoli, 2006.

BRUTTI N., *Codici di comportamento e società quotate*, in *Giur. comm.*, I, 2007, p. 236.

CALANDRA BUONAURA V. – PERASSI M. – SILVETTI C., *La banca: l'impresa e i contratti*, in *Tratt. diritto comm.*, a cura di G. Cottino, vol. VI, Padova, 2001.

CAVALLI G., *I sindaci*, in *Trattato delle società per azioni*, a cura di G. E. Colombo – G. B. Portale, vol. 10*, Torino, 1998, p. 3 ss.

CERA M., *Le banche e i loro azionisti nella nuova legge per la tutela del risparmio*, in *Analisi giuridica dell'economia*, n. 1/2006, p. 63 ss.

CHIAPPETTA F., *Diritto del governo societario. La corporate governance delle società quotate*, Padova, 2007.

CHIEFFI A., *L'evoluzione della best practice: il nuovo codice di autodisciplina*, in AA. VV., *Riforma del risparmio e corporate governance*, Milano, 2006, p. 79 ss.

CISI M. – SANSALVADORE F., *L'informativa sulle operazioni con parti correlate nel bilancio delle società quotate secondo il nuovo IAS 24*, in *Impresa c.i.*, 2004, p. 1552 ss.

CLEMENTE C., *Commento sub art. 53*, in *Commentario al t.u.b.*, a cura di F. Capriglione, t. I, Padova, 2001, p. 399 ss.

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

COSTI R., *Il mercato mobiliare*, Torino, 2006.

COSTI R., *L'ordinamento bancario*, Bologna, 2007.

DE ACUTIS M. – SANTINI R., *S.p.A. amministrazione e controllo*, Milano, 2003.

DE ANGELIS L., *La borsa, gli affari e il Codice di Autodisciplina delle società quotate*, in *Riv. dir. impresa*, 2000, p. 465 ss.

DE ANGELIS L., *Elementi di diritto contabile*, Milano, 2008.

DESARIO M. S., *La gestione delegata nelle società di capitali. La nuova disciplina*, Bari, 2007.

DE NICOLA A., *Commento sub art. 2381*, in *Commentario alla riforma delle società*, artt. 2380 – 2396. *Amministratori*, a cura di P. Marchetti – L. A. Bianchi – F. Ghezzi – M. Notari, Milano, 2005.

DI AMATO AL., *La responsabilità civile degli operatori del mercato finanziario*, in *Tratt. dir. penale dell'impresa*, vol. IX, *I reati del mercato finanziario*, a cura di Ast. Di Amato, Padova, 2007, p. 27 ss.

DI CATALDO V., *I contratti tra società a responsabilità limitata unipersonale ed il socio unico. Prime proposte interpretative*, in *Studi in Onore di Cottino*, II, Padova, 1997, p. 1159 ss.

DI NANNI C., *Studi sulla riforma delle società di capitali*, Napoli, 2003.

DI PACE M., *Le problematiche poste dalle operazioni con parti correlate*, in *Consulenza*, n. 43, 2007, p. 38 ss.

DI SABATO F., *Diritto delle società*, Milano, 2005.

DI SABATO F., *Per una riforma della riforma del diritto societario*, in *Società*, 2006, p. 810 ss.

DODARO S., *Commento sub art. 2391 bis*, in *Codice commentato delle società*, a cura di G. Bonfante – D. Corapi – G. Marziale – R. Rordorf – V. Salafia, Milano, 2007, p. 506 ss.

ENRIQUES L., *Il conflitto d'interessi degli amministratori di società per azioni*, Milano, 2000.

ENRIQUES L., *Codici di corporate governance, diritto societario e assetti proprietari: alcune considerazioni preliminari*, in *Banca Impresa e Società*, 2003, p. 97 ss.

ENRIQUES L., *La disciplina del conflitto d'interessi degli amministratori di s.p.a.: novità e raccordo con le disposizioni in tema di obbligazioni degli esponenti aziendali di banche*, in *Dir. banca e merc. fin.*, 2003, p. 428.

FABRIZIO S., *Gli emittenti*, in *Manuale di diritto dei mercati finanziari*, a cura di S. Amorosino – C. Rabitti Bedogni, Milano, 2004, p. 290 ss.

FERRARA Jr. F. – CORSI F., *Gli imprenditori e le società*, Milano, 2006.

FERRI G., *Manuale di diritto commerciale*¹², a cura di C. Angelici e G. B. Ferri, Torino, 2006.

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

FERRO-LUZZI P., *Le innovazioni alla disciplina societaria: obbligazioni e operazioni con parti correlate*, in *Bancaria*, 2004, p. 44 ss.

FERRO-LUZZI P., *Le: "obbligazioni degli esponenti aziendali"; l'art. 136, comma 2 bis t.u.b.; il doppio esercizio delle funzioni rilevanti*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2006, I, p. 469 ss.

FERRO-LUZZI P., *L'art. 136, comma 2 bis, del testo unico bancario*, in *La legge per la tutela del risparmio. Un confronto tra giuristi ed economisti*, a cura di P. Abbadessa e F. Cesarini, Bologna, 2007, p. 133 ss.

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

GALGANO F., *Direzione e coordinamento di società*, in *Commentario del cod. civ.* a cura di Scialoja – Branca e Galgano, Bologna-Roma, 2005.

GALGANO F. – GENGHINI R., *Il nuovo diritto societario*, terza edizione, in *Tratt. dir. comm. e dir. pub. econ.*, diretto da F. Galgano, t. I, vol. XXIX, Padova, 2006.

GALLI S., *Insider trading: un primo commento*, in *Giur. comm.*, I, 1991, p. 929 ss.

GALLI S., *Insider trading: l'inizio di una giurisprudenza di merito "statunitense"?* in *Giur. comm.*, 1997, II, p. 207 ss.

GRANATA E., *La legge 262/2005 sulla tutela del risparmio fra diritto interno e ordinamento comunitario*, in *La legge per la tutela del risparmio. Un confronto tra giuristi ed economisti*, a cura di P. Abbadessa e F. Cesarini, Bologna, 2007, p. 227 ss.

GUARRACINO F., *Commento sub art. 114 t.u.i.f.*, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, t. 2, a cura di G. Alpa - F. Capriglione, Padova, 1998, p. 1054 ss.

HERTING G. - KANDA H., *Operazioni con parti correlate*, in AA. VV., *Diritto societario comparato*, a cura di L. Enriques, Bologna, 2006, p. 125 ss.

LANOTTE M., *La vigilanza bancaria*, in *Il governo delle banche in Italia: commento al testo unico bancario ed alla normativa collegata*, a cura di R. Razzante – L. Lacaïta, Torino, 2006, p. 523 ss.

LA VILLA G., *Art. 38 e obbligazioni contratte <<indirettamente>>*, in *Giur. comm.*, 1979, II, p. 641 ss.

LEMBO M., *L'art. 136 del t.u.b. nella versione integrata dalla cosiddetta legge sul risparmio. Prime e brevi riflessioni*, in *Dir. banca e merc. fin.*, 2006, p. 455 ss.

LONDON STOCK EXCHANGE, *Guidance on dissemination of price sensitive information*, London, 1996.

LOSAPPIO G., *Commento sub art. 136*, in AA. VV. *Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di F. Belli – G. Contento – A. Patroni Griffi – M. Porzio – V. Santoro, Bologna, 2003, vol. II, p. 2288 ss.

MACRÌ C., *Interessi degli amministratori*, in *Profili e problemi dell'amministrazione nella riforma delle società*, a cura di G. Scognamiglio, Milano, 2003, p. 135 ss..

MAFFEIS D., *Il conflitto di interessi nel contratto dell'amministratore di società per azioni*, in *Contratti*, 2006, p. 437 ss.

MAGGI S., *Commento sub art. 136*, in *Il coordinamento della riforma del diritto societario con i testi unici della banca e della finanza*, a cura di F. Maimeri, Milano, 2006, p. 273 ss.

MAGNANI P., *Commento sub art. 2409 terdecies*, in *Commentario alla riforma delle società. Sistemi alternativi di amministrazione e controllo. Artt. 2409 octies – 2409 noviesdecies*, a cura di P. Marchetti – L. A. Bianchi – F. Ghezzi – M. Notari, Milano, 2005, p. 135 ss.

MAIMERI F., *Riforma del diritto societario e governance dell'impresa bancaria*, in *Il rapporto banca-impresa nel nuovo diritto societario*, a cura di S. Bonfatti e G. Falcone, Milano, 2004, p. 5 ss.

MINERVINI G., *Gli interessi degli amministratori di s.p.a.*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, vol. 2, diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, Torino, 2007, p. 581 ss.

MIOLA M., *Società quotate, controlli esterni e gruppi di società*, in *Riv. dir. priv.*, 2005, p. 7 ss.

MONTALENTI P., *La società quotata*, vol. IV, 2, in *Tratt. di diritto comm.*, diretto da G. Cottino, Padova, 2004.

MONTALENTI P., *Il sistema dei controlli nelle società di capitali*, in *Impresa e Società. Studi dedicati a Federico Martorano*, Napoli, 2006, p. 689 ss.

MORERA U., *Obbligazioni degli esponenti aziendali*, in *La nuova legge bancaria*, t. III, a cura di P. Ferro-Luzzi e G. Castaldi, Milano, 1996, p. 2012 ss.

MORO VISCONTI R., *Operazioni con parti correlate*, in *Impresa c.i.*, 2003, p. 1536 ss.

MORO VISCONTI R., *Gruppi di imprese: informativa sulle parti correlate*, in *Impresa c. i.*, 2007, f. 6, p. 832 ss.

MOSCARIELLO N., *Le operazioni tra "parti correlate" nella comunicazione d'azienda*, Padova, 2007.

MOSCO G. D., *Commento sub art. 2381 c.c.*, in *Società di Capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini e A. Stagno D'Alcontres, Napoli, 2004, p. 593 ss.

MUCCIARELLI G., *Commento sub art. 93*, in *La disciplina delle società quotate*, a cura di P. Marchetti e L. A. Bianchi, t. I, Milano, 1999, p. 33 ss.

MUSOLINO M., *Concessione di credito in favore di azionisti e obbligazionisti delle banche*, in *Dir. e prat. soc.*, 2006, f. 11, p. 32 ss.

NAZZICONE L., *Commento sub art. 2391*, in L. Nazzicone – S. Providenti, *Società per azioni. Amministrazione e controlli*, Milano, 2003, p. 148 ss.

NIGRO A., *Commento sub art. 8*, in *La tutela del risparmio*, a cura di A. Nigro e V. Santoro, Torino, 2007, p. 109 ss.

NTUK E., *Commento sub art. 114 t.u.i.f.*, in *La legge Draghi e le società quotate in borsa*, diretto da G. Cottino, Torino, 1999, p. 83 ss.

PAOLUCCI L. F., *Manuale di diritto commerciale*, vol. I, *L'impresa e le società*, Padova, 2008.

PISANI MASSAMORMILE A., *Commento sub art. 136*, in *Commentario al t.u.b.*, a cura di F. Capriglione, t. II, Padova, 2001, p. 1051 ss.

PISANI MASSAMORMILE A., *Invalidità delle delibere consiliari*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, vol. 2, diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, Torino, 2007, p. 515 ss.

PISCITELLO P., *Commento sub art. 114 t.u.i.f.*, in *Testo Unico della Finanza*, a cura di G. F. Campobasso, vol. II, Torino, 2002, p. 949 ss.

POMELLI A., *Commento sub art. 2391 bis*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, Padova, 2004, p. 779 ss.

POMELLI A., *Commento sub art. 2391 bis*, in *Commentario breve al diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, Padova, 2007, p. 525 ss.

PORTALE G. B., *La società quotata nelle recenti riforma (note introduttive)*, in *Rivista del diritto Societario*, 2007, p. 2 ss.

REGOLI D., *Gli amministratori indipendenti*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, vol. 2, diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, Torino, 2007, p. 385 ss.

RIGOTTI M., *Informativa societaria*, in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, a cura di A. Patroni Griffi – M. Sandulli – V. Santoro, Torino, 1999, p. 601 ss.

RORDORF R., *Gli amministratori indipendenti*, in AA. VV., *Tutela del risparmio, authorities, governo societario*, Milano, 2008, p. 169 ss.

ROSSI G., *Le c.d. regole di <<corporate governance>> sono in grado di incidere sul comportamento degli amministratori?*, in *Riv. soc.*, 2001, p. 12 ss.

ROSSI G., *La legge sulla tutela del risparmio e il degrado della tecnica legislativa*, in *Riv. soc.*, 2006, p. 1 ss.

SALERNO M. E., *Commento sub art. 53*, in AA. VV. *Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di F. Belli – G. Contento – A. Patroni Griffi – M. Porzio – V. Santoro, Bologna, 2003, vol. I, p. 761.

SALERNO M. E., *La vigilanza regolamentare sulle banche: problemi di coordinamento con il nuovo diritto societario*, in *Dir. banca e merc. fin.*, 2005, p. 407 ss.

SANCILLO M. R. – MATTINA C., *La nuova nozione di “operazioni con parti correlate” alla luce della Deliberazione Consob n. 14990 del 14 aprile 2005*, in www.dircomm.it, maggio 2005.

SANTORIELLO C., *I reati dei funzionari ed operatori bancari*, in *Tratt. dir. pen. impresa*, diretto da As. Di Amato, vol. III, Padova, 2004, p. 297.

SARALE M., *Il nuovo diritto societario. Aggiornamento al d. lgs. 310/2004*, *Commentario* diretto da G. Cottino, Bologna, 2005.

SASSO C., *Le società per azioni. Il bilancio d'esercizio*, vol. I, in *Giur. sist. di diritto civ. e comm.*, fondata da W. Bigiavi, Torino, 2004.

SBISA' G., *I controlli della Consob*, in *Commentario del cod. civ.*, a cura di Scialoja – Branca e Galgano, Bologna-Roma, 1997.

SCHLESINGER P., *Il Codice di autodisciplina per le società quotate*, in *Corriere giuridico*, 1999, p. 1455 ss.

SEPE M., *Borsa e mercati. In generale*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di F. Capriglione, t. II, Padova, 2005, p. 645 ss.

SFAMENI P., *Commento sub art. 114 t.u.i.f.*, in *La disciplina delle società quotate. Commentario*, a cura di P. Marchetti – L. A. Bianchi, t. I, Milano, 1999, p. 509.

SOTTORIVA C., *Commento al d. lgs. 28 dicembre 2004, n. 310*, in *Società*, 2005, p. 208 ss.

SPOLIDORO M. S., *Gli acquisti pericolosi*, in *Trattato delle società per azioni*, a cura di G. E. Colombo – G. B. Portale, vol. 1^{***}, Torino, 2004, p. 679 ss.

TANTINI G., *Il bilancio dopo la riforma societaria*, Padova, 2007.

TONELLO M., *Corporate governance e tutela del risparmio*, in *Tratt. dir. comm. e dir. pub. econ.*, a cura di F. Galgano, vol. XXXV, Padova, 2006.

TROIANO V., *La nuova disciplina dei conflitti di interesse. Assunzione di attività di rischio nei confronti di soggetti collegati e di obbligazioni nei confronti di esponenti aziendali*, in *La nuova legge sul risparmio*, a cura di F. Capriglione, Padova, 2006, p. 103 ss.

VENTORUZZO M. *Commento sub art. 2391*, in *Commentario alla riforma delle società*, artt. 2380 – 2396. *Amministratori*, a cura di P. Marchetti – L. A. Bianchi – F. Ghezzi – M. Notari, Milano, 2005, p. 423 ss.

VENTORUZZO M., *Commento sub art. 2391 bis*, in *Commentario alla riforma delle società*, artt. 2380 – 2396. *Amministratori*, a cura di P. Marchetti – L. A. Bianchi – F. Ghezzi – M. Notari, Milano, 2005, p. 501 ss.

ZAMPERETTI G. M., *Il conflitto di interessi degli amministratori*, in *Il nuovo diritto societario*, vol. I, a cura di S. Ambrosini, Torino, 2005, p. 230 ss.

ZAMPERETTI G. M., *Il dovere di informazione degli amministratori nella governance della società per azioni*, Milano, 2006.

ZANARDO A., *La nuova versione del Codice di autodisciplina delle società quotate: alcune osservazioni alla luce delle contestuali esperienze internazionali in materia di corporate governance*, in *Contratto e Impresa*, 2004, p. 415 ss.