

Andrea Zoppini

**SANZIONI E DISCIPLINA
DELLE OPERAZIONI CON PARTI
CORRELATE**

Estratto

ANDREA ZOPPINI *

Sanzioni e disciplina delle operazioni con parti correlate

1. Negli ultimi anni, la materia delle operazioni con parti correlate ha acquisito sempre maggiore rilievo. Sull'onda dei noti scandali finanziari che hanno interessato talune importanti società all'inizio del 2000 essa è divenuta elemento condizionante le modalità di esercizio della funzione gestoria nelle società aperte. La relativa disciplina, compendiata nell'art. 2391-*bis* c.c. e nella regolamentazione secondaria adottata dalla Consob, ha infatti inciso in profondità sugli assetti organizzativi e di governo delle società quotate, orientando funzionamento e dinamiche dei relativi organi interni.

La scelta di apprestare regole speciali dirette a presiedere l'attività gestoria in riferimento alla conclusione di accordi con soggetti interni o contigui alla società è quindi relativamente recente e ancora molto dibattuta, a causa della natura del fenomeno e delle difficoltà poste dall'individuazione di una strategia normativa capace di risultare efficace — e dunque idonea a prevenirne o arrestarne le manifestazioni dannose — e, al contempo, efficiente e quindi tale da non disincentivarne quelle vantaggiose.

La pratica sanzionatoria in materia di operazioni con parti correlate se, per un verso, costituisce un prisma di osservazione necessario per un compiuto inquadramento del fenomeno, per l'altro, ne ha restituito un'interpretazione pressoché distorta. L'applicazione di tale plesso normativo, fondata sul procedimento amministrativo e sulla formazione del precedente, non consente invero di giungere a un'adeguata precomprensione dell'operatività in esame, rispetto alla quale si registra, di tal guisa, un pregiudizio concernente la tendenziale lesività della stessa.

Indubbiamente, le relazioni con parti correlate, assai diffuse nella prassi, pongono le premesse per la possibile configurabilità di operazioni che dissimulano conflitti di interesse a danno della società. Le parti correlate possono infatti sfruttare la partecipazione detenuta, la posizione rivestita o i

(*) Professore ordinario di Diritto civile nell'Università degli Studi di Roma Tre.

rapporti personali e/o economici intercorrenti con la società, con alcuni suoi azionisti rilevanti o con dirigenti con responsabilità strategiche per orientare in maniera opportunistica le determinazioni sociali, inducendo la società al perfezionamento di accordi verso i quali la stessa non ha interesse, ovvero all'accettazione di condizioni o termini non profittevoli, con effetti negativi per la società e tutti coloro che restano estranei al rapporto di correlazione.

Le operazioni con parti correlate rappresentano, quindi, una delle modalità con le quali si realizzano trasferimenti selettivi di risorse, costituendo manifestazione del tipico *agency problem*, che sorge ogniqualvolta il benessere di una parte (*principal*) dipende dalle azioni compiute da un'altra parte (*agent*) e che ha insito il pericolo che il secondo persegua in via esclusiva i propri interessi o li anteponga a quelli del primo.

Cionondimeno e di là da critiche aprioristiche, le operazioni con parti correlate presentano sovente, proprio in virtù dell'elemento relazionale tra i soggetti coinvolti, maggiori profili di efficienza rispetto alle operazioni concluse con estranei. Si pensi, ad esempio, all'abbattimento o alla significativa riduzione delle asimmetrie informative (e così dei costi connessi alla transazione) ovvero all'ottenimento di condizioni migliori di quelle negoziabili sul mercato. Occorre difatti tenere in considerazione, quale ulteriore prospettiva da cui riguardare il fenomeno, anche quella del contesto in cui l'operazione è realizzata. Invero, in presenza di talune condizioni, come l'appartenenza a un gruppo ovvero il collocamento in segmenti di mercato caratterizzati da marginalità basse, l'operatività con parti correlate diviene una modalità organizzativa non solo razionale, ma anche più efficiente, aprendo, a seconda dei casi ed esemplificativamente, a vantaggi compensativi e a politiche commerciali strategiche volte alla creazione e allo sfruttamento di sinergie (infragruppo e non solo), integrazioni verticali ed economie di scala.

2. In questa prospettiva, se da una parte le inefficienze connesse alle espropriazioni realizzabili in conseguenza delle operazioni con parti correlate rendono opportuna l'introduzione di meccanismi che ne presidino la realizzazione, dall'altra parte i vantaggi intrinsecamente connaturati alla vicinanza tra le parti correlate (e quindi ad almeno alcune delle operazioni da questi realizzate) inducono a superare i pregiudizi di dannosità delle stesse — alimentati peraltro dalla disciplina sanzionatoria e dalla prassi seguita dall'autorità di settore — spingendo a ricercare un bilanciamento tra effettività di tali presidi e l'esigenza di non ingessare eccessivamente l'operatività aziendale.

In Italia, la ricerca di tale compromesso si è riflessa in una struttura a tre livelli di disciplina: (i) la norma primaria fissa l'ambito di applicazione soggettivo e gli obiettivi perseguiti; (ii) la regolamentazione secondaria di competenza della Consob si occupa dei principi generali relativi ai presidi che,

sul piano della competenza decisionale e degli obblighi di motivazione e documentazione, sono destinati ad assistere l'operatività con parti correlate; (iii) le procedure aziendali interne si occupano di declinare i suddetti principi generali, eventualmente accedendo alle esenzioni o alle deroghe rimesse più o meno discrezionalmente alle singole società.

Tale plesso normativo è stato rivisto in sede di recepimento nell'ordinamento nazionale della Direttiva (UE) 2017/828 che modifica la Direttiva 2007/36/CE in tema di incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti. Le principali novità introdotte dal d.lgs. 10 maggio 2019, n. 49 di attuazione della Direttiva hanno riguardato proprio la materia delle operazioni con parti correlate istituendo, all'art. 192-*quinquies* TUF, un regime sanzionatorio specifico per la violazione della relativa disciplina in capo alle società quotate e, in via residuale, agli amministratori la cui condotta abbia inciso in modo rilevante sulla complessiva organizzazione e sui profili di rischio aziendali ovvero abbia provocato un grave pregiudizio per la tutela degli investitori e per la trasparenza, l'integrità e il corretto funzionamento del mercato.

Si tratta di una previsione dalla portata del tutto inedita, posto che — sebbene il tema sia stato e sia ancora ampiamente trattato dalla dottrina — né la legge né la disciplina regolamentare si erano prima di quel momento occupate, con riferimento alla posizione degli amministratori, della patologia delle operazioni con parti correlate e delle conseguenze sanzionatorie a essa associabili. Prima dell'entrata in vigore del nuovo art. 192-*quinquies* TUF, stante l'assenza di una apposita norma sanzionatoria, le violazioni da parte degli amministratori dell'art. 2391-*bis* c.c. e delle riconosciute disposizioni di attuazione erano infatti intercettate attraverso la valorizzazione dell'art. 193 TUF, il cui disposto era interpretato in modo da ricomprendere nel relativo ambito applicativo anche i casi di inosservanza degli obblighi di trasparenza informativa previsti per le operazioni con parti correlate.

3. Le recenti modifiche normative non sono valse comunque a superare le criticità interpretative e applicative associate alla disciplina in materia di operazioni con parti correlate e al relativo regime sanzionatorio.

L'introduzione della sanzione diretta, sebbene coerente in ottica di sistema, non è stata accompagnata da un intervento che consenta di individuare e definire con maggior certezza il concetto di "operazione con parti correlate". Anzi, nel nuovo quadro regolamentare, la nozione di operazioni con parti correlate e il perimetro delle parti correlate è determinato mediante un rinvio secco ai principi contabili internazionali *pro-tempore* vigenti, senza alcuna ulteriore e specifica declinazione nell'ambito del Regolamento della Consob. La mancanza di chiarezza e determinatezza che deriva dalla nuova impostazione, basata sul rinvio a parametri di natura economico-contabile (spesso poco perspicui e non necessariamente coincidenti con le

omonime categorie del diritto societario nazionale), aggrava evidentemente i costi di *compliance* e alimenta fenomeni di *overdeterrence* che, per un verso, possono pregiudicare l'attuazione di operazioni efficienti per le parti coinvolte e, per l'altro, incidere sugli equilibri di mercato.

Taluni problemi interpretativi permangono anche con riferimento all'esatta delimitazione del compito richiesto agli amministratori del comitato chiamato a esprimersi con il parere di competenza. Ciò in relazione sia all'esatta individuazione dei singoli elementi oggetto del medesimo parere, sia al coinvolgimento degli amministratori indipendenti nella fase delle negoziazioni.

Sotto il primo profilo, resta aperto il tema concernente la portata della valutazione sulla « convenienza delle condizioni dell'operazione » richiesta agli indipendenti e, in particolare, se in essa vi rientri un'analisi di merito dell'operazione ovvero, e più semplicemente, un mero accertamento circa la congruità dei prezzi, delle forme di pagamento e dell'impatto finanziario della stessa. Le implicazioni pratiche dei due scenari non sono irrilevanti: sul piano della responsabilità dei comitatisti tanto più ci si spinge a configurare il parere di questi ultimi come giudizio di merito tanto più si pone il tema di comprendere se le relative valutazioni siano coperte o meno da *business judgement rule* e, dunque, se — salva manifesta irragionevolezza o irrazionalità delle stesse — siano insindacabili.

Sotto il secondo profilo, ci si chiede se il coinvolgimento nella fase delle trattative degli stessi indipendenti — che il nuovo Regolamento della Consob stabilisce debba essere *tempestivo* — possa andare oltre la richiesta di informazioni e la formulazione di osservazioni (facoltà espressamente previste nel medesimo Regolamento), spingendosi, ad esempio, alla presentazione di proposte e all'assunzione, in sostanza, di un ruolo (co)decisionale. Tale ultima ipotesi giustificherebbe il riconoscimento di una remunerazione aggiuntiva agli amministratori che, su delega del comitato di competenza, abbiano svolto compiti e funzioni aggiuntive per la negoziazione di una certa operazione, sollevando così la questione relativa alla compatibilità di tale attribuzione con il requisito dell'indipendenza.

Tali criticità si riverberano anche in ottica di supervisione finanziaria, ove si consideri che l'utilizzo nel Regolamento della Consob di espressioni atecniche — in relazione tanto ai contenuti del parere del comitato (« convenienza e correttezza sostanziale ») quanto al « coinvolgimento nelle trattative » degli indipendenti — rischia di aprire a margini di discrezionalità eccessiva da parte dell'autorità di vigilanza, la quale potrebbe accedere a pratiche applicative e sanzionatorie eccessivamente restrittive, ostacolando così anche la realizzazione di quelle operazioni con parti correlate realmente vantaggiose per la società.

Ulteriore problematica è quella riconnessa all'opportunità di una applicazione « tipologica » della disciplina in materia di operazioni con parti correlate, che abbia riguardo alle specificità proprie del soggetto destinatario

dei relativi presidi normativi. In quest'ottica, un canone certamente sottovalutato nell'apprezzamento dei rapporti di correlazione è quello riconnesso all'incidenza degli assetti proprietari, atteso che il fenomeno può assumere connotati diversi a seconda della specifica conformazione della base proprietaria della società. In effetti, la valutazione circa la configurazione di forme di *tunneling* si atteggia diversamente in una società a compagine ristretta, in una società governata da una coalizione, in una società manageriale, in una società pubblica e via discorrendo.

Va da sé che nelle società prive di uno stabile gruppo di comando, quali le *public companies* e le altre società “a controllo fluido”, ove il governo è affidato a una cerchia più o meno ristretta di dirigenti, sono questi ultimi a essere nella situazione ideale per realizzare estrazioni di benefici privati del controllo. Nelle società con assetti proprietari concentrate, invece, il rischio è che sia il socio di maggioranza ad appropriarsi delle risorse sociali a discapito delle minoranze.

A conferma dell'importanza del canone in parola, si consideri che, in forza dell'art. 4 del Regolamento della Consob, in sede di definizione delle procedure aziendali interne in materia di operazioni con parti correlate, le società valutano se indicare come destinatari dei relativi presidi anche soggetti diversi dalle parti correlate e, nel fare questo, tengono conto, tra le altre cose, proprio degli assetti proprietari.

Problemi definitori e di disciplina si manifestano altresì con riguardo all'individuazione, in sede di istruttoria preventiva da parte del comitato degli indipendenti, delle ragioni e della convenienza dell'operazione: queste ultime infatti possono essere spesso apprezzate solo *ex post*, se del caso anche alla luce del risultato complessivo dell'attività di direzione e coordinamento delle controllanti ovvero di operazioni dirette a eliminare integralmente il danno derivante dalla singola operazione con parte correlata.

Tale scenario rafforza l'esigenza del rilascio, da parte della Consob, di nuovi e specifici orientamenti interpretativi e applicativi, come strumento di *soft law* per la regolazione del mercato ma anche di guida per gli operatori e di riduzione dei costi di *compliance*. In effetti, tenuto conto delle modifiche apportate nel 2020 al Regolamento OPC, la Consob ha annunciato l'intendimento di procedere all'aggiornamento della Comunicazione n. 10078683 del 24 settembre 2010. Tuttavia, gli esiti di tale attività di revisione — che, secondo quanto precisato dall'Autorità nella relazione illustrativa dell'11 dicembre 2020, avrebbe fatto seguito a una preliminare osservazione delle procedure societarie adottate in attuazione della rinnovata disciplina — non sono ancora disponibili.