



**UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA**

**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI  
"M. FANNO"**

**DIPARTIMENTO DI DIRITTO PRIVATO E DI CRITICA DEL  
DIRITTO**

**CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA**

**PROVA FINALE**

**"LE PIU' RECENTI MODIFICHE AL REGOLAMENTO  
OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE"**

**RELATORE:**

**CH.MO PROF. Alberto De Pra**

**LAUREANDA: Klea Cekrezi**

**MATRICOLA N. 1222889**

## ANNO ACCADEMICO 2022– 2023

Dichiaro di aver preso visione del “Regolamento antiplagio” approvato dal Consiglio del Dipartimento di Scienze Economiche e Aziendali e, consapevole delle conseguenze derivanti da dichiarazioni mendaci, dichiaro che il presente lavoro non è già stato sottoposto, in tutto o in parte, per il conseguimento di un titolo accademico in altre Università italiane o straniere. Dichiaro inoltre che tutte le fonti utilizzate per la realizzazione del presente lavoro, inclusi i materiali digitali, sono state correttamente citate nel corpo del testo e nella sezione ‘Riferimenti bibliografici’.

Firma .....  .....

## ABSTRACT

Il seguente lavoro si propone di fornire una panoramica sulle principali recenti modifiche effettuate dalla Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (di seguito “Consob”) al Regolamento delle operazioni con parti correlate, la cui prima formulazione è entrata in vigore con l’emanazione della delibera n.17221 del 12 marzo 2010. Tali modifiche si sono rese necessarie al fine di recepire nella disciplina regolamentare nazionale la Direttiva UE 2017/828, la c.d. Shareholders Rights Directive II, di cui si analizzeranno sinteticamente le origini e le motivazioni che hanno portato alla sua emanazione.

## SOMMARIO

1. Introduzione alle operazioni con parti correlate
2. Direttiva UE 2017/828, ratio e previsioni
3. Ultime modifiche entrate in vigore al Regolamento OPC
  - 3.1 Definizione di parti correlate e operazioni con parti correlate
  - 3.2 Procedure di approvazione delle operazioni con parti correlate
  - 3.3. Trasparenza delle operazioni
  - 3.4 Casi di esenzione dalla disciplina regolamentare
4. Considerazioni Finali

### *1. Introduzione alle operazioni con parti correlate*

Quando si parla di operazioni con parti correlate ci si riferisce ad operazioni compiute tra soggetti che, all’interno di un contesto societario, esercitano controllo e forte influenza sull’assunzione di decisioni finanziarie da parte della società che redige il bilancio. Questi soggetti possono essere persone fisiche, come dirigenti e amministratori con responsabilità strategiche nella società, persone che abbiano diritti di voto nella società (compresi, negli ultimi due casi, i loro familiari stretti) oppure persone giuridiche, come imprese controllanti, controllate, consociate o collegate alla società che redige il bilancio o anche società nelle quali le stesse persone fisiche o dirigenti esercitino notevole influenza o detengano una quota significativa di diritti di voto, come ad esempio società che condividano un dirigente con responsabilità strategiche. Queste

operazioni hanno ad oggetto il trasferimento di risorse, servizi o obbligazioni<sup>1</sup> tra la parte e la società che redige il bilancio, senza che sia necessario che sia previsto un corrispettivo tra le parti per l'esecuzione dell'operazione. Alcuni esempi di suddette operazioni possono essere acquisti o vendite di beni, immobili o altre attività (come impianti, marchi, brevetti), prestazioni od ottenimento di servizi, trasferimenti di titoli di finanziamento (come prestiti o apporti di capitale) o trasferimenti per ricerca e sviluppo, retribuzione dei dirigenti con responsabilità strategiche o ancora estinzione delle passività per conto della società redigente il bilancio.

Tali operazioni sono, evidentemente, sensibili, in particolare per la natura delle parti coinvolte: non si può escludere che alcuni soggetti, come i soci di maggioranza o gli amministratori, possano cercare di sfruttare la propria influenza all'interno della società per perseguire un proprio personale vantaggio non necessariamente coincidente con gli interessi sociali. Per tutelare tali interessi il legislatore, con l'introduzione dell'art. 2391-*bis* c.c., ha conferito a Consob il potere di dettare, mediante normativa regolamentare, i principi generali relativi alla trasparenza, alla correttezza formale e sostanziale, alla competenza decisionale, alla motivazione e alla documentazione necessaria per il compimento di operazioni con parti correlate<sup>2</sup>. La prima versione di tale regolamento, rivolto comunque alle sole società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, è entrato in vigore con l'emanazione della delibera Consob n.17221 del 12 marzo 2010 «*contenente disposizioni in materia di operazioni con parti correlate*» (in seguito Regolamento OPC) . Il Regolamento OPC è stato recentemente oggetto di revisione da parte di Consob a seguito al recepimento della Direttiva UE 2017/828, la c.d. *Shareholders Rights Directive II* o *SHRD2*, avvenuto mediante il d.lgs. 49/2019 di “Attuazione della direttiva 2017/828 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 17 maggio 2017, che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti”. Il decreto legislativo di recepimento della Direttiva ha modificato, tra l'altro, l'articolo 2391-*bis* del Codice Civile e alcune disposizioni del Testo unico delle disposizioni in materia di

---

1. IAS 24, Informativa di bilancio sulle operazioni con parti correlate, paragrafo 9.

2. Cfr. MIOLA, *Le operazioni con parti correlate*, in AA.VV., *Amministrazione e controllo nel diritto delle società* – Liber amicorum Antonio Piras, Torino, 2010, p. 634.

intermediazione finanziaria (“TUF”) al fine di consentire l'adeguamento della disciplina nazionale alla richiamata normativa europea.

## 2. Direttiva UE 2017/828, ratio e previsioni

Il percorso che ha portato l'Unione europea all'emanazione della *Shareholders Rights Direttive II* ha avuto inizio già nel 2003, con il Piano d'Azione della Commissione Europea “*Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea - Un piano per progredire*”. Tale piano ha delineato un quadro generale di azione comunitaria per migliorare il diritto societario e le pratiche di *corporate governance* nell'Unione europea nella prospettiva di: a) rafforzare l'economia reale, b) promuovere l'efficienza e la competitività delle imprese europee a livello mondiale, nonché c) rafforzare i diritti degli azionisti e la protezione dei terzi<sup>3</sup>, il che ha portato all'introduzione nell'ordinamento europeo di diverse nuove disposizioni negli anni che vanno dal 2003 al 2007, tra cui la prima formulazione della SHRD2, ovvero la Direttiva 2007/36/CE del Parlamento europeo e del Consiglio relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate. Poco dopo l'emanazione della Direttiva, la crisi finanziaria avviatasi nel 2008 ha messo in luce numerose imperfezioni e debolezze nel governo societario degli istituti finanziari, dimostrando come ad un'eccessiva e imprudente assunzione di rischi in tali società si potesse accompagnare un corrispondente accumulo di rischi dell'intero sistema finanziario di più ampie proporzioni<sup>4</sup>. Anche per questa ragione la Commissione europea ha fondato il proprio programma di riforma dei mercati finanziari e di prevenzione delle crisi proprio sul rafforzamento del governo societario, nella convinzione che una crescita sostenibile richieda necessariamente una presa di coscienza e una gestione sana dei rischi all'interno dell'impresa<sup>5</sup>. Dall'esigenza, quindi, di incoraggiare l'impegno a lungo termine degli azionisti e aumentare la trasparenza tra società e investitori<sup>6</sup> è stata

---

<sup>3</sup>. In questi termini si esprime la Commissione Europea nella Comunicazione COM(2003)284, “*Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea - Un piano per progredire*,”

<sup>4</sup>. ALVARO e LUPINI, *Le linee di azione della Commissione europea in materia di corporate governance e i riflessi sull'ordinamento italiano*, Quaderno Giuridico della Consob, n. 3, 2013, p. 59

<sup>5</sup>. ALVARO e LUPINI, *ivi*, p. 8

<sup>6</sup>. Direttiva 2007/36/CE, la *Shareholders Rights Direttive II*, considerando n.3

emanata, dopo un iter procedurale durato quasi 10 anni e la pubblicazione di diversi documenti<sup>7</sup>, la nuova versione della Direttiva 2007/36/CE, la *Shareholders Rights Directive II* o SHRD2 (Direttiva UE 2017/828). Punto focale della Direttiva è il raggiungimento di un maggiore coinvolgimento degli azionisti, sulla base di quanto riportato nel considerando n. 14 SHRD2: *“Un impegno efficace e sostenibile degli azionisti costituisce uno dei pilastri del modello di governo societario delle società quotate, basato su un sistema di pesi e contrappesi tra i diversi organi e i diversi portatori di interesse. Il maggiore coinvolgimento degli azionisti nel governo societario delle società rappresenta una delle leve che possono contribuire a migliorare i risultati finanziari e non finanziari delle società (...)”* e per perseguirlo regola specifiche aree problematiche: identificazione degli azionisti (artt. 3-bis, 3-ter, 3-quater), impegno e trasparenza degli investitori istituzionali, dei gestori di attivi e dei consulenti in materia di voto (artt. 3 octies, novies, decies, undecies), diritto di voto sulla remunerazione degli amministratori (artt. 9-bis, 9-ter) e, più rivelante per la mia analisi, operazioni con parti correlate (art. 9-quater). La direttiva giustifica l’interesse mostrato nei confronti della disciplina delle operazioni con parti correlate nel considerando n. 42 *“Le operazioni con parti correlate possono causare pregiudizio alle società e ai loro azionisti, in quanto possono offrire alla parte correlata la possibilità di appropriarsi di un valore appartenente alla società. È pertanto importante prevedere adeguate misure di salvaguardia per la tutela degli interessi delle società e degli azionisti. (...)”* ed introduce l’art. 9-quater «trasparenza e approvazione delle operazioni con parti correlate».

Tale articolo lascia agli Stati Membri la definizione delle operazioni rilevanti (ossia di maggiore importanza), tenendo conto dell’impatto sulle decisioni e dei rischi che queste comporterebbero per gli azionisti (art. 9-quater, comma 1, lett a) e b) e la quantificazione della stessa rilevanza tramite l’individuazione di indici quantitativi legati alla natura e l’impatto dell’operazione.

La SHRD2 richiede poi che gli Stati membri assicurino che le *“operazioni rilevanti con parti correlate siano rese note al pubblico al più tardi al momento della loro conclusione”* (art. 9-quater, comma 2) tramite una relazione informativa redatta da una

---

7. Tra cui il Libro Verde della Commissione Europea del 5 aprile 2011 («Il quadro dell’Unione Europea in materia di governo societario»); il Piano d’azione della Commissione Europea del 12 dicembre 2012 («Diritto europeo delle società e governo societario – una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili»).

figura o un organo che sia indipendente, escludendo di conseguenza le parti correlate in questione (art. 9-*quater*, comma 3) nel tentativo di garantire la massima trasparenza dell'operazione.

Per quanto riguarda l'approvazione delle operazioni rilevanti con parti correlate, il legislatore europeo richiede agli Stati Membri di assicurarsi che l'assemblea generale o l'organo di amministrazione o l'organi di sorveglianza agisca a tutela degli *“interessi della società e degli azionisti che non sono una parte correlata, compresi gli azionisti di minoranza”*, suggerendo l'esclusione dall'approvazione o votazione di amministratori o azionisti coinvolti nell'operazione o, almeno, la previsione di *“adequate misure di salvaguardia”* che impediscano *“alla parte correlata l'approvazione dell'operazione nonostante il parere contrario della maggioranza degli azionisti che non sono una parte correlata o nonostante il parere contrario della maggioranza degli amministratori indipendenti”* (art. 9-*quater*, comma 4).

L'articolo si chiude con una serie di ipotesi di esenzione (art. 9 *quater*, commi 5 e 6) e l'obbligo per le società di rendere note al pubblico le operazioni rilevanti concluse con una società controllata (art. 9 *quater*, comma 7).

Ad una prima lettura delle regole relative alle operazioni con parti correlate, si nota come il legislatore comunitario abbia concesso Stati membri un ampio margine di discrezionalità nel recepimento delle norme della Direttiva, il che non favorisce la realizzazione di una disciplina uniforme a livello europeo<sup>8</sup>. Anche la Consob, nel Documento di consultazione OPC, sulla base di quanto previsto dal considerando n. 55 della SHRD2, ha fatto notare che: *“La presente direttiva non impedisce agli Stati membri di adottare o mantenere in vigore disposizioni più rigorose nel settore disciplinato dalla presente direttiva per facilitare ulteriormente l'esercizio dei diritti degli azionisti, promuovere il loro impegno e tutelare gli interessi degli azionisti di minoranza, nonché conseguire altre finalità quali la sicurezza e la solidità degli enti creditizi e delle istituzioni finanziarie.”* L'Autorità di vigilanza ha anche ritenuto che la suddetta fonte europea si ponesse come direttiva di armonizzazione minima e riconoscesse agli Stati membri la facoltà di introdurre o mantenere deroghe o requisiti

---

<sup>8</sup>. SICCHIERO, *La disciplina delle operazioni con parti correlate: analisi, problematiche e possibili soluzioni*, in *Contratto e impresa*, 2021, p. 342.

più stringenti, in considerazione delle peculiarità del diritto societario nelle diverse giurisdizioni dell'Unione Europea.

### *3. Ultime modifiche entrate in vigore al Regolamento OPC*

Rispetto al recepimento della Direttiva SHRD2, a differenza di altri Stati Membri, come la Germania, dove una disciplina OPC non esisteva, è stato affermato che questa avrebbe richiesto in Italia modifiche meramente marginali delle norme esistenti<sup>9</sup>. La regolamentazione italiana, infatti, risultava già nella sua prima formulazione nel complesso coerente con la SHRD2 per quanto concerne le procedure di approvazione, gli obblighi di trasparenza delle operazioni nonché alcuni casi di esenzione: le modifiche di cui parlerò di seguito sono state effettuate sia per perseguire un completo allineamento del testo normativo alla Direttiva<sup>10</sup> che per includere quei correttivi che Consob ha maturato in circa dieci anni dall'emanazione della prima versione del Regolamento OPC, allo scopo di migliorarlo in quegli aspetti che nella pratica e nella vita vissuta dalla disciplina sono risultati non idonei a regolare efficacemente le operazioni con parti correlate. Nel definire tali modifiche l'Autorità ha tenuto conto delle osservazioni pervenute dopo l'apertura, in data 31 ottobre 2019, della consultazione rispetto al documento *“Modifiche al regolamento sulle operazioni con parti correlate, al regolamento mercati e al regolamento emittenti in materia di trasparenza delle remunerazioni, dei gestori degli attivi e dei consulenti in materia di voto in recepimento della direttiva (UE) 2017/828”*, poi conclusasi in data 1 dicembre 2019. Nell'analisi che segue, quindi, verranno riportati anche tali pareri e come questi hanno influito nella costruzione del nuovo Regolamento con parti correlate.

#### *3.1 Definizione di parti correlate e operazioni con parti correlate*

La prima modifica introdotta da Consob ha riguardato le definizioni di “parti correlate” ed “operazioni con parti correlate”.

Nella prima bozza di quello che sarebbe poi diventato il regolamento OPC, nel definire le “parti correlate” si faceva diretto richiamo ai principi contabili internazionali, anche

---

<sup>9</sup>. MULA, *La revisione della Direttiva sui diritti degli azionisti: un nuovo approccio dell'UE alla corporate governance delle società quotate*, in *Riv. dir. banc.*, 2017, p. 6.

<sup>10</sup>. CONSOB, Relazione illustrativa, 11/12/2020, p.4

come conseguenza del fatto che, con l'entrata in vigore del Regolamento n. 1606/2002, le società quotate dell'UE sarebbero state obbligatoriamente tenute ad applicare i suddetti principi. Ciò, tuttavia, sollevò forti critiche da parte della dottrina<sup>11</sup> che non riteneva accettabile che la disciplina OPC fosse legata ai mutamenti futuri del principio contabile. Ciò portò il Consob, nella delibera n. 17221 del 12 marzo 2010, a fornire una definizione "statica" di parti correlate che risultava, nella realtà dei fatti, una riproduzione di ciò che lo IAS 24 prevedeva allora.

La SHRD2, tuttavia, ha introdotto una definizione univoca di parte correlata sostenendo che *"ha lo stesso significato che nei principi contabili internazionali adottati a norma del regolamento (CE) n. 1606/2002 del Parlamento europeo e del Consiglio"* (riferendosi chiaramente allo IAS 24) e la Consob ha deciso di conseguenza di tornare alla sua formulazione originaria della definizione operando un rinvio mobile alla definizione del principio contabile internazionale. Tale modifica è stata accolta positivamente da alcuni partecipanti alla consultazione, come Assogestioni, Nedcommunity, Trevisan&Associati, Legance, che hanno ritenuto tale soluzione idonea ad assicurare un'adeguata flessibilità rispetto alle evoluzioni dei principi contabili internazionali. L'uniformazione tra la disciplina emanata da Consob e quella in materia di bilancio appare anche coerente con la "matrice contabile" sottesa alla fattispecie in esame. Va ricordato, invero, che è nella disciplina contabile e del bilancio che le operazioni con parti correlate hanno assunto per la prima volta - e tuttora assumono - rilievo<sup>12</sup>. L'Associazione Bancaria Italiana (ABI) ha evidenziato l'esigenza di chiarire come eventuali aggiornamenti della definizione di parte correlata contenuta negli IAS/IFRS rilevino ai fini dell'applicazione delle procedure, suggerendo di specificare, a chiusura dell'art. 3, comma 1, lett. a) del Regolamento OPC, che i principi siano "vigenti al momento della deliberazione dell'operazione". In risposta a tale osservazione Consob specifica che "si ritiene preferibile che sia presa in considerazione la definizione di parti correlate in vigore al momento di avvio delle trattative su un'operazione, anziché al momento della deliberazione. Ciò tenuto conto della necessità di attivare tempestivamente le procedure, che investono in generale l'istruzione

---

<sup>11</sup>. LIACE, *Le operazioni con parti correlate*, Milano, 2016, p. 9; MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate*, in *Giur. comm.*, 2011, I, p. 328.

<sup>12</sup>. In arg. si v. M. Miola, *op. cit.*, p. 626.

dell'operazione (e non solo la sua deliberazione) e, in particolare nelle operazioni di maggiore rilevanza, prevedono il coinvolgimento del comitato di amministratori indipendenti fin dalla fase delle trattative<sup>13</sup>, non accogliendo quindi la proposta di modifica dell'articolo.

L'art. 3, comma 1, lett. a) del Regolamento OPC, il quale prevedeva che per la definizione di "parti correlate" si dovesse fare riferimento all'Allegato n.1 (abrogato), ad oggi definisce «*parti correlate e operazioni con parti correlate: i soggetti e le operazioni definiti come tali dai principi contabili internazionali adottati secondo la procedura di cui all'articolo 6 del regolamento (CE) n. 1606/2002*»

All'interno del Regolamento OPC è stato inoltre inserita un'Appendice dal titolo "Definizioni di parti correlate e di operazioni con parti correlate e definizioni ad esse funzionali secondo i principi contabili internazionali" in cui vengono riportate, per facilitarne la ricerca e l'applicazione, le definizioni presenti all'interno dello IAS 24, paragrafo 9 ("Informativa di bilancio sulle operazioni con parti correlate"). Esse prevedono quanto segue:

*Una parte è correlata a un'entità se:*

*(a) direttamente o indirettamente, attraverso uno o più intermediari, la parte:*

*(i) controlla l'entità, ne è controllata, oppure è sotto comune controllo (ivi incluse le entità controllanti, le controllate e le consociate);*

*(ii) detiene una partecipazione nell'entità tale da poter esercitare un'influenza notevole su quest'ultima; o*

*(iii) controlla congiuntamente l'entità;*

*(b) la parte è una società collegata (secondo la definizione dello IAS28*

*Partecipazioni in società collegate) dell'entità;*

*(c) la parte è una joint venture in cui l'entità è una partecipante (vedere IAS 31 Partecipazioni in joint venture);*

*(d) la parte è uno dei dirigenti con responsabilità strategiche dell'entità o della sua controllante;*

*(e) la parte è uno stretto familiare di uno dei soggetti di cui ai punti (a) o (d);*

---

<sup>13</sup>. CONSOB, Appendice 1 alla relazione illustrativa del 11.12.2020- Modifiche al regolamento operazioni con parti correlate, p. 1-2.

*(f) la parte è un'entità controllata, controllata congiuntamente o soggetta ad influenza notevole di uno dei soggetti di cui ai punti (d) o (e), ovvero tali soggetti detengono, direttamente o indirettamente, una quota significativa di diritti di voto ; o*

*(g) la parte è un fondo pensionistico per i dipendenti dell'entità, o di una qualsiasi altra entità ad essa correlata.*

*Un'operazione con una parte correlata è un trasferimento di risorse, servizi o obbligazioni fra parti correlate, indipendentemente dal fatto che sia stato pattuito un corrispettivo.*

*Si considerano familiari stretti di un soggetto quei familiari che ci si attende possano influenzare, o essere influenzati, dal soggetto interessato nei loro rapporti con l'entità.*

*Essi possono includere:*

*(a) il convivente e i figli del soggetto;*

*(b) i figli del convivente; e*

*(c) le persone a carico del soggetto o del convivente.*

Nonostante la definizione dello IAS 24 sia slegata da parametri valoriali, una definizione univoca di operazioni con parti correlate non risulta sufficiente. La normativa in esame segue, infatti, il principio di proporzionalità e prevede norme procedurali diverse a seconda che le operazioni vengano classificate come “di maggiore rilevanza”, “di minore rilevanza” o “di importo esiguo”. Il regolamento OPC prevede, all'art. 4, che siano i consigli di amministrazione o di gestione delle società ad adottare procedure che identifichino le operazioni di maggiore rilevanza, includendo necessariamente però tutte quelle ipotesi in cui almeno uno dei seguenti indici di rilevanza, applicabili a seconda della specifica operazione, risulti superiore alla soglia del 5%: indice di rilevanza del controvalore, indice di rilevanza dell'attivo e indice di rilevanza delle passività'.

Le operazioni di minore rilevanza sono invece identificate, al punto c) delle definizioni di cui all'art.3 del Regolamento OPC, “in negativo” come *le operazioni con parti correlate diverse dalle operazioni di maggiore rilevanza e dalle operazioni di importo esiguo eventualmente individuate ai sensi dell'articolo ai sensi dell'articolo 4, comma 1, lettera a)*. Quanto alle “operazioni di importo esiguo”, è obbligo dell'organo

amministrativo della società identificarle, “fissando, per queste ultime, criteri differenziati in considerazione almeno della natura della controparte”<sup>14</sup>.

Questo complesso di definizioni non è stato sostanzialmente modificato dalle ultime integrazioni della disciplina OPC, ma è utile evidenziarla poiché le operazioni di maggiore rilevanza sono assoggettate ad un particolare regime procedurale, ritenuto speciale in quanto più stringente rispetto a quello generale delle operazioni di minor rilevanza.<sup>15</sup>

### *3.2 Procedure di approvazione delle operazioni con parti correlate*

Consob si è poi occupata di intervenire sulle previsioni del Regolamento OPC in tema di procedure di approvazione delle operazioni con parti correlate. Con l'entrata in vigore della nuova versione del Regolamento OPC è stato introdotto l'obbligo di astensione degli amministratori “coinvolti nell'operazione”, introducendo la lett. *d-bis*) all'art. 7, comma 1, Reg. Consob n. 17221/2010, il quale prevede che “*nelle società con azioni quotate in mercati regolamentati, qualora l'operazione sia di competenza del consiglio di amministrazione, gli amministratori coinvolti nell'operazione si astengano dalla votazione sulla stessa*”.

Per prevenire eventuali divergenze rispetto all'interpretazione del concetto di “amministratore coinvolto nell'operazione” Consob ne ha dettato espressamente una definizione, dopo aver vagliato le cinque differenti opzioni interpretative di seguito riportate:

Opzione 1) l'amministratore che è controparte nell'operazione; soluzione che avrebbe comportato l'astensione dei soli amministratori che nell'operazione avessero avuto un coinvolgimento diretto; tale ipotesi è stata subito scartata, in quanto appariva non pienamente rispondente alla ratio della delega regolamentare e facilmente eludibile ponendo in essere l'operazione non direttamente con l'amministratore ma, ad esempio, con un suo stretto familiare

Opzione 2) l'amministratore che è, direttamente o indirettamente, controparte dell'operazione; soluzione che avrebbe esteso la portata della precedente, ma non

---

<sup>14</sup>. Così l'ultima parte del citato art. 4, comma 1, lett. a), Reg. Consob n. 17221/2010

<sup>15</sup>. MICHIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, Milano, 2016, p. 110.

incluso gli amministratori stretti familiari del soggetto che controlla la controparte o quelli che ricoprono nella controparte cariche rilevanti senza detenerne il controllo solitario;

Opzione 3) l'amministratore che è controparte dell'operazione o è correlato a quest'ultima; tale possibilità interpretativa avrebbe comportato l'astensione non soltanto dell'amministratore direttamente coinvolto ma anche dell'amministratore correlato con l'entità diretta controparte dell'operazione ove quest'ultima fosse stata sua "parte correlata"

Opzione 4) l'amministratore che è portatore, per conto proprio o di terzi, di interessi in conflitto con quelli della società; soluzione poi individuata come preferibile;

Opzione 5) l'amministratore che è titolare di interessi per conto proprio o di terzi ai sensi dell'art. 2391 c.c.; soluzione particolarmente estensiva in termini di perimetro applicativo.

Dal documento di consultazione emerge come Consob prediligesse, inizialmente, la terza soluzione, ossia l'interpretazione che avrebbe determinato, nell'ambito della deliberazione attinente ad una operazione con parte correlata, l'astensione non solo dell'amministratore controparte diretta ma anche di quello correlato alla controparte diretta. Tale linea è stata condivisa da alcuni partecipanti alla consultazione che ritenevano l'opzione 3, in assonanza con le considerazioni iniziali di Consob<sup>16</sup>, la più adeguata, in quanto basata su valutazioni da effettuare in via preventiva, connotata da minore discrezionalità e ampiezza rispetto alle opzioni 4 e 5 e in linea con gli standard internazionali, l'art. 2391-*bis* del c.c. e con il Regolamento OPC<sup>17</sup>. Alcune critiche a queste posizioni hanno riguardato i dubbi di eccessiva estensione ed efficacia dell'applicazione della proposta n. 3 alla luce dei meccanismi procedurali già previsti dal Regolamento OPC relativi al coinvolgimento degli amministratori non correlati e indipendenti; questi sarebbero già stati chiamati a partecipare alle trattative e a redigere

---

<sup>16</sup>. Nel Documento di consultazione del 31 ottobre 2019, in merito Consob si esprime a favore di tale opzione in questi termini "l'opzione 3 presenti il vantaggio di essere coerente con l'approccio già seguito dal Regolamento OPC nell'individuazione delle regole sopra richiamate, fondato su valutazioni svolte in via preventiva (cioè i rapporti di correlazione). L'opzione 3 risulta inoltre caratterizzata da maggiore oggettività rispetto alla valutazione circa la titolarità in capo a un amministratore di un interesse in conflitto con quelli della società (opzione 4) o più in generale di un interesse ai sensi dell'art. 2391 del codice civile (opzione 5)"

<sup>17</sup>. In arg. si v. Osservazioni al documento di consultazione del 31 ottobre 2019 da parte di, Nedcommunity, Seri Industrial, e gli Studi Legali Galbiati, Sacchi e Associati (GSA), Trevisan&Associati, Legance e White&Case

un parere sulle operazioni con parti correlate e l'imposizione di un obbligo di astensione in capo agli "amministratori correlati" avrebbe determinato un'impropria attribuzione di potere sostanzialmente decisorio a tali figure, oltre a difficoltà nel raggiungimento dei quorum necessari per l'approvazione delle operazioni<sup>18</sup>; per queste ragioni le loro proposte si orientate ad interpretazioni di coinvolgimento nell'operazione più restrittive, come le opzioni 1 o 2. Le critiche che, invece, hanno portato ad un cambio di rotta da parte di Consob hanno sostenuto la necessità di una previsione di un più esteso obbligo di astensione in linea con l'opzione n. 4 sottoposta alla consultazione. Tali osservazioni hanno sostenuto come l'opzione 3 non fornisse adeguata tutela, consentendo potenzialmente il voto di soggetti in conflitto di interessi non ricomprese nel riferimento esclusivo alla nozione di parte correlata, e non fosse conforme con quanto previsto dall'art. 53 del Testo Unico Bancario (d.lgs. 385/93 "TUB")<sup>19</sup>. Determinante per la decisione presa da Consob sono state, infine, le osservazioni espresse da COMI (Comitato degli Operatori di Mercato e degli Investitori), secondo cui la nozione di "parte correlata" della controparte dell'operazione, come definita negli IFRS, non cogliesse tutte le possibili ipotesi di conflitto d'interessi, delle discipline in materia OPC dettate nei principali Paesi europei, nonché della disciplina di cui all'art. 53, comma 4, del TUB, in materia di attività di rischio nei confronti di coloro che possono esercitare, direttamente o indirettamente, un'influenza sulla gestione della banca o del gruppo bancario nonché dei soggetti a essi collegati. Consob è giunta, quindi, ad adottare la quarta opzione sopra riportata, identificando l'amministratore coinvolto nell'operazione come questi ultimi con gli amministratori portatori, per conto proprio o di terzi, di interessi in conflitto con quello sociale ma ha tuttavia chiarito, proprio con l'intento di "smorzare" la portata del nuovo obbligo di astensione<sup>20</sup>, che procederà ad osservare ed analizzare attentamente i risvolti applicativi della scelta interpretativa attuata, al fine di valutare un eventuale cambio di rotta, se dovesse mostrarsi necessario, all'esito di un congruo periodo.

---

<sup>18</sup>. In arg. si v. Osservazioni al documento di consultazione del 31 ottobre 2019 da parte di Assonime-Confindustria, Borsa Italiana, Studio Legale Carbonetti&Associati, Unipol Gruppo

<sup>19</sup> In arg. si v. Osservazioni al documento di consultazione del 31 ottobre 2019 da parte di Assogestioni, Studio Legale Clifford Chance, ABI

<sup>20</sup>. PAOLONI, *L'astensione obbligatoria degli amministratori coinvolti nelle operazioni con parti correlate*, in *Nuovo Diritto Delle Società*, 2022, p.595.

In ragione di tale interpretazione, ne risulta che l'obbligo di astensione sarà azionato in ogni operazione con parte correlata ove l'amministratore si trovi in conflitto; tale soluzione appare in netta contrapposizione rispetto alla posizione che il legislatore assume in materia di dovere di fedeltà degli amministrazioni di s.p.a., regolato dall'art. 2391 c.c. La norma, dopo la riforma societaria del 2003, non dispone più che l'amministratore portatore di interessi (non necessariamente in conflitto) debba astenersi dalla deliberazione ma, perseguendo un'impostazione improntata a regola di trasparenza, oggi prevede obblighi di informativa e *disclosure* in capo al detto amministratore di dare comunicazione al consiglio, così come al collegio sindacale, di ogni informazione utile al tenore dell'interesse personale, in modo da eliminare l'asimmetria informativa per tutti i componenti degli organi; una volta adempiuto a questo dovere, l'amministratore portatore di interessi sarà tenuto ad agire al pari degli altri, esprimendo il proprio voto verso la soluzione che, indipendentemente dal proprio interesse, sia a suo avviso più coerente con l'interesse sociale.

L'allontanamento della disciplina di Consob dalle disposizioni del Codice Civile si giustifica, anche sulla base delle previsioni della Direttiva SHRD2 (considerando 42), con l'esigenza di tutelare gli interessi della società e degli azionisti che non sono una parte correlata, compresi gli azionisti di minoranza; questa esigenza porta il legislatore a limitare l'autonomia dell'organo amministrativo, seppur nell'ottica del miglior raggiungimento dell'interesse sociale.

In risposta, infine, alle numerose osservazioni pervenute all'Autorità in merito, Consob fornisce un chiarimento sul computo dei *quorum* costitutivi e deliberativi dell'organo amministrativo di cui all'art. 2388 c.c. commi 1 e 2 nei suddetti termini: *"In linea con quanto rappresentato nella relazione illustrativa al d.lgs. 49/2019 che richiama la dottrina prevalente relativa alle norme vigenti che prevedono l'obbligo di astensione per conflitti d'interessi (cfr. art. 53 del Testo Unico Bancario, d.lgs. 385/1993) – nonché in linea con la giurisprudenza e la dottrina pronunciatasi sull'applicazione dell'art. 2391 del c.c. ante e post riforma del diritto societario del 2003 - si ritiene che gli amministratori tenuti ad astenersi concorrano al raggiungimento del quorum costitutivo dell'organo amministrativo ma siano esclusi da quello deliberativo previsto dal secondo comma dell'art. 2388 del c.c.."*<sup>21</sup>

---

<sup>21</sup> CONSOB, Appendice I - Modifiche al Regolamento Operazioni con parti Correlate, p. 9-10.

### 3.3. Trasparenza delle operazioni

Un'ulteriore novità all'interno della disciplina sulle operazioni con parti correlate si ha in tema di trasparenza. Quest'ultimo si articola in due livelli: trasparenza nelle dinamiche interne ed esterne alla società.

Per quanto riguarda le dinamiche interne, il Regolamento di Consob prevedeva - e prevede tuttora, agli artt. 7 e 8 e all. 2, Reg. Consob n. 17221/2010 - che il consiglio di amministrazione approvi l'operazione previo motivato parere favorevole di un comitato, anche appositamente costituito, composto da amministratori in maggioranza (per l'approvazione di operazioni di minore rilevanza) o esclusivamente (per l'approvazione di operazioni di maggiore rilevanza) indipendenti: tale parere valuta l'interesse della società al compimento dell'operazione nonché la convenienza e la correttezza sostanziale delle relative condizioni<sup>22</sup> ed è allegato, garantendo appunto la trasparenza degli atti interni, al verbale della riunione del comitato.

Guardando poi alla disciplina extrasocetaria l'art. 5 del Regolamento OPC (*«Informazione al pubblico sulle operazioni con parti correlate»*) dà attuazione alle deleghe previste dall'art. 2391 bis c.c., dall'art. 154 ter T.U.F., il quale richiede alla Consob di disciplinare il contenuto delle informazioni sulle operazioni rilevanti con parti correlate, e dall'art. 114 t.u.f., con riguardo alle informazioni privilegiate che gli emittenti quotati devono trasmettere al mercato<sup>23</sup>, fornendo in tal modo una disciplina in grado di assicurare un'informativa immediata e periodica al mercato<sup>24</sup>. Tale articolo del Regolamento prevede, solamente per le operazioni di maggiore rilevanza (da realizzarsi anche da parte di società controllate italiane o estere), l'informazione al mercato tramite la predisposizione, ai sensi dell'art. 114, comma 5, del T.U.F., di un documento informativo redatto in conformità all'Allegato 4<sup>25</sup> (art. 5, comma 1), che dovrà essere

---

22. DE POLI, *Le recenti modifiche al Regolamento "Operazioni con parti correlate"*, in *Società*, 2022, p.79.

23. LIACE, *op. cit.*, p. 47.

24. POMELLI, *Commento sub art. 2391 bis*, in MAFFEI ALBERTI, *Commentario breve al diritto delle società*, Padova, 2017, p. 749.

25. Tale allegato prevede un elenco specifico di informazioni minime che il documento deve contenere, allo scopo di *“evidenziare, in sintesi, i rischi connessi ai potenziali conflitti di interesse derivanti dall'operazione con parte correlata descritta nel documento informativo”*

messo a disposizione del pubblico, presso la sede della società entro i termini stabiliti dallo stesso art. 5 commi 3 e 4. Il comma 5 prevede che a tale documento informativo siano allegati anche gli eventuali pareri di amministratori o consiglieri indipendenti e di esperti indipendenti di cui tali amministratori o l'organo di amministrazione si siano avvalsi. Per le società emittenti azioni quotate aventi l'Italia come Stato membro d'origine sorge poi un nuovo obbligo, ai sensi dell'articolo 154-ter del TUF, di fornire informazione, nella relazione intermedia sulla gestione e nella relazione sulla gestione annuale sulle singole operazioni di maggiore rilevanza concluse nel periodo di riferimento o descritte nella relazione precedente, nel caso in cui queste abbiano avuto un effetto rilevante sulla situazione patrimoniale o sui risultati delle società nel periodo di riferimento<sup>26</sup>.

La dottrina, in questo caso, ha visto un eccesso di delega da parte della Consob, sostenendo che l'art. 2391-bis c.c. si limitasse a richiedere un intervento in materia di informazione endosocietaria<sup>27</sup>.

Un'ulteriore modifica del Regolamento OPC, in tema di trasparenza verso il pubblico, si ritrova nell'art. 6, Reg. Consob n. 17221/2010. La disposizione tratta l'ipotesi in cui l'operazione con parti correlate sia resa nota attraverso comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate<sup>28</sup>. Ferme restando le informazioni richieste dal citato Reg. UE n. 596/2014, questa volta all'art.17, l'art. 6, Reg. Consob n. 17221/2010 esige che le società comunichino al pubblico anche: i) l'indicazione che la controparte dell'operazione è una parte correlata e la descrizione della natura della correlazione; ii) la denominazione o il nominativo di detta controparte; iii) se l'operazione supera o meno le soglie di rilevanza di cui si è detto, nonché l'indicazione circa l'eventuale successiva pubblicazione del documento informativo di cui all'art. 5; iv) la procedura che è stata o sarà seguita per l'approvazione dell'operazione e, in particolare, se la società si è avvalsa di un caso di esclusione previsto dal Regolamento; v) l'eventuale approvazione dell'operazione nonostante l'avviso contrario degli amministratori o dei consiglieri indipendenti. Rispetto alla formulazione previgente, Consob ha previsto che

---

<sup>26</sup>. Reg. Consob n. 17221/2010, art.5 comma 8

<sup>27</sup>. In arg. si v. VENTORUZZO, *Commento all'art. 2391 bis del codice civile – operazioni con parti correlate*, in GHEZZI, *Amministratori. Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti, Bianchi, Ghezzi e Notari, Milano, 2005.

<sup>28</sup>. Un'analitica definizione di queste è data dall'art. 7, Reg. UE n. 596/ 2017.

venga comunicata anche “la descrizione dell’operazione”, massimizzando così l’informativa resa al pubblico.

Gli obblighi di *disclosure* appena riportati sono stati oggetto di dibattito da parte della dottrina, in particolare per quanto riguarda la pubblicazione dell’opinione degli esperti indipendenti: alcuni partecipanti alla consultazione hanno infatti rilevato che l’introduzione di tale nuovo obbligo di *disclosure* in capo alle società non era richiesto dalla Direttiva e non è stata adeguatamente motivata, oltre a far intendere che l’organo amministrativo debba necessariamente avvalersi di un *advisor* che sia “indipendente”. L’assoggettamento delle attività istruttorie del CdA agli stessi requisiti di *disclosure* dell’attività degli indipendenti è giudicato quindi incoerente con lo stesso Regolamento, fondato sulla valorizzazione del ruolo della componente indipendente <sup>29</sup>. A queste critiche Consob risponde con una riformulazione volta a precisare che solo laddove l’organo decida di avvalersi di un *advisor* qualificato come indipendente, il parere reso da quest’ultimo è oggetto di pubblicazione (in allegato al documento informativo) e sottolinea che l’Autorità ritenga che la disciplina OPC attribuisca un ruolo centrale al plenum del consiglio di amministrazione nell’esame e approvazione delle operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate, in coerenza con il principio della centralità del *board* che è alla base del Codice di Autodisciplina<sup>30</sup>.

### 3.4 Casi di esenzione dalla disciplina regolamentare

In ultima analisi, le recenti modifiche che Consob ha effettuato al Regolamento OPC riguardano i casi di possibile esenzione dalla disciplina regolamentare.

All’art.9-*quater* comma 6 della Direttiva UE 2017/828 il legislatore comunitario prevede cinque casi in cui “gli Stati membri possono esentare o possono consentire alle società di esentare” le operazioni dagli obblighi a cui ai paragrafi 2 (trasparenza delle operazioni), 3 (relazione sulla correttezza e convenienza dell’operazione) e 4 (approvazione delle operazioni).

La prima ipotesi di esclusione prevista dalla SHRD II riguarda le “operazioni concluse tra la società e le sue controllate, a condizione che queste ultime siano interamente

---

<sup>29</sup>. In arg. si v. Osservazioni al documento di consultazione del 31 ottobre 2019 da parte di Assonime-Confindustria, Studio Legale Gianni Origoni&Partners.

<sup>30</sup>. CONSOB, Appendice I - Modifiche al Regolamento Operazioni con parti Correlate, p. 21.

partecipate dalla società o che nessun'altra parte correlata della società detenga un interesse nella controllata o a condizione che il diritto nazionale preveda un'adeguata tutela degli interessi della società, della controllata e dei rispettivi azionisti che non sono una parte correlata, compresi gli azionisti di minoranza, in dette operazioni". Consob, a questo proposito, non ha dovuto integrare la disciplina in quanto l'art. 14 comma 2 del Regolamento OPC già prevedeva la possibile esclusione delle "operazioni con o tra società controllate, anche congiuntamente, nonché delle operazioni con società collegate, qualora nelle società controllate o collegate controparti dell'operazione non vi siano interessi, qualificati come significativi in base ai criteri definiti dalle procedure di cui all'articolo 4, di altre parti correlate della società. Non si considerano interessi significativi quelli derivanti dalla mera condivisione di uno o più amministratori o di altri dirigenti con responsabilità strategiche tra la società e le società controllate o collegate" La significatività degli interessi è quindi valutata, secondo quanto previsto dalle procedure dell'art. 4, dallo stesso Consiglio di amministrazione o di gestione, secondo gli stessi principi del Regolamento, mediante le proprie procedure interne.

Unica eccezione a questa previsione è l'applicazione dell'art. 5, comma 8, del Regolamento OPC: le società emittenti di azioni quotate aventi l'Italia come Stato membro d'origine non possono quindi esimersi dal fornire informazione:

- a) sulle singole operazioni di maggiore rilevanza concluse nel periodo di riferimento;
- b) sulle altre eventuali singole operazioni con parti correlate, concluse nel periodo di riferimento, che abbiano influito in misura rilevante sulla situazione patrimoniale o sui risultati delle società';
- c) su qualsiasi modifica o sviluppo delle operazioni con parti correlate descritte nell'ultima relazione annuale che abbiano avuto un effetto rilevante sulla situazione patrimoniale o sui risultati delle società nel periodo di riferimento.

Tale eccezione risulta perfettamente in linea con quanto previsto dalla direttiva in materia di trasparenza delle operazioni.

Andando ora avanti, risulta utile, secondo me, analizzare congiuntamente i punti b) ed e) dell'art. 9-*quater* comma 6 della Direttiva UE 2017/828. Essi prevedono rispettivamente la possibile esclusione di:

*" - tipologie di operazioni chiaramente definite per le quali il diritto nazionale richiede l'approvazione dell'assemblea generale degli azionisti, a condizione che tali*

*disposizioni normative prevedano e tutelino in modo specifico il trattamento equo di tutti gli azionisti e gli interessi della società e degli azionisti che non sono una parte correlata, inclusi gli azionisti di minoranza;*

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

La loro trasposizione nella disciplina italiana ha indotto Consob ad introdurre un nuovo comma (1-bis) all'art. 13 (*casi e facoltà di esclusione*) del Regolamento n.17221 del 12 marzo 2010, il quale prevede che le disposizioni di tale regolamento non si applichino alle operazioni “deliberate dalle società e rivolte a tutti gli azionisti a parità di condizioni” offrendo poi anche alcuni esempi esplicativi (non tassativi), definiti anche sulla base delle osservazioni pervenute dal mercato in sede di consultazione: *a)* gli aumenti di capitale in opzione, anche al servizio di prestiti obbligazionari convertibili, e gli aumenti di capitale gratuiti previsti dall'articolo 2442 del codice civile; *b)* le scissioni in senso stretto, totali o parziali, con criterio di attribuzione delle azioni proporzionale; *c)* le riduzioni del capitale sociale mediante rimborso ai soci previste dall'articolo 2445 del codice civile e gli acquisti di azioni proprie ai sensi dell'articolo 132 del Testo Unico. In questo modo si persegue il trattamento equo di tutti gli azionisti in quanto esse vengono rivolte a tutti loro a parità di condizioni e, anche se vi fosse il rischio che l'operazione possa recare un qualche pregiudizio alla società, l'approvazione assembleare farebbe presumere la sufficiente conoscenza dei soci in merito nonché l'accettazione del rischio in questione<sup>31</sup>.

Terza ipotesi di esclusione prevista dal legislatore europeo riguarda “operazioni relative alla remunerazione degli amministratori o taluni elementi della remunerazione degli amministratori riconosciuta o dovuta in conformità dell'articolo 9 *bis*”. L'art. 13 co. 1 del Regolamento OPC, non modificato dalle ultime delibere di Consob, era già in linea con tale ipotesi comunitaria, prevedendo la non applicazione delle disposizioni del regolamento per le deliberazioni assembleari di cui all'art. 2389 commi 1 e 3, c.c. (*compenso degli amministratori*), all'art. 2402 c.c. (*Retribuzione dei sindaci*) e 2409-*terdecies*, comma 1, lett. a) (*compenso del consiglio di gestione*). La *ratio* di tale esclusione risulta:

---

<sup>31</sup>. DE POLI, *op. cit.*, p. 80.

- il coinvolgimento dell'assemblea nell'elaborazione della politica di remunerazione, così come previsto anche dalla Direttiva SHRD II all'art. 9-*bis* comma 1;
- La possibilità di applicare l'art. 2373 c.c. che dispone la possibilità di annullare, nel caso in questione, tutte quelle deliberazioni potenzialmente lesive e assunte con il voto determinante dell'azionista o degli azionisti che rivestono cariche che gli permettono di decidere il compenso<sup>32</sup>.

Continuando con la lettura dell'art. 13, al comma 3, lett. b), troviamo, sempre in assonanza con la disciplina comunitaria, l'esenzione per le delibere in materia di remunerazione degli amministratori e consiglieri investiti in particolari cariche, nonché degli altri dirigenti con responsabilità strategiche qualora la società abbia adottato una politica di remunerazione, con il coinvolgimento di un comitato di amministratori o consiglieri non esecutivi in maggioranza indipendenti, approvata dall'assemblea. In questo caso la ricezione della Direttiva ha richiesto alcuni interventi da parte di Consob. In primo luogo è stato soppresso il punto iii) dell'art. 13, comma 3, lett. b), che prevedeva un coinvolgimento marginale dell'assemblea, tenuta ad approvare o emettere, solamente, un voto consultivo rispetto ad una relazione sulla politica di remunerazione. La nuova versione del Regolamento OPC prevede invece che l'esenzione di cui sopra potrà essere applicata a condizione che sia l'assemblea ordinaria dei soci ad approvare la politica di remunerazione (come anche previsto dall'art. 9-*bis* comma 1 della Direttiva SHRD II). Anche il punto iv) dell'art. 13, comma 3, del Regolamento OPC è stato integrato, prevedendo ora che "la remunerazione assegnata sia individuata in conformità con tale politica e quantificata sulla base di criteri che non comportino valutazioni discrezionali". Tale modifica è stata suggerita anche dall'esperienza applicativa della Consob circa la verifica della corretta applicazione del caso di esenzione in esame. Infatti, qualora le formulazioni della politica di remunerazione siano di carattere generico, meramente facoltative o intervengano modifiche rispetto alla politica, l'assegnazione del compenso verrà sottoposto alla disciplina per le operazioni con parti correlate<sup>33</sup>. Il mercato ha reagito con criticità a questa modifica, in particolare nella condizione che la quantificazione della remunerazione avvenga in assenza di valutazioni discrezionali: diversi osservatori infatti, come Abi, Assonime, Confindustria,

---

<sup>32</sup>. POMELLI, *op. cit.*, p. 762-763.

<sup>33</sup> CONSOB, Documento di Consultazione OPC, p. 13-14.

Unipol Gruppo e COMI, hanno giudicato ingiustificata l'introduzione di tale ulteriore requisito ai fini dell'esenzione, in quanto di difficile applicazione e aggiuntiva rispetto a quanto indicato nella Direttiva (la quale richiedeva unicamente l'approvazione della politica in assemblea come condizione per l'applicazione dell'esclusione), in considerazione del fatto che i margini per valutazioni discrezionali sussistono in quanto concessi dalla politica di remunerazione<sup>34</sup>. Il nuovo punto iv) rischia di comportare un aggravio procedurale per le società italiane rispetto a quelle degli altri Stati membri, anche a causa della sua poca chiarezza in sede applicativa<sup>35</sup>.

Ultima ipotesi europea di esclusione riguarda le "operazioni concluse da enti creditizi sulla base di misure volte a salvaguardare la loro stabilità, adottate dalle autorità competenti responsabili della vigilanza prudenziale ai sensi del diritto dell'Unione" ed era già prevista dal Regolamento Consob n. 17221 del 12 marzo 2010, all'art. 13, comma 4, riguardante le operazioni da realizzare sulla base di istruzioni con finalità di stabilità impartite da Autorità di vigilanza alla società interessata o alla società capogruppo, nell'interesse della stabilità del gruppo.

Il Regolamento OPC prevede ulteriori ipotesi di esclusione, e anch'esse sono state interessate dalle recenti modifiche alla disciplina delle operazioni con parti correlate. All'art. 13, comma 6, del Regolamento OPC è prevista la deroga, ferme le disposizioni dell'art. 5, Reg. Consob n. 17221/2010 "e la riserva di competenza a deliberare in capo al consiglio di amministrazione ai sensi dell'articolo 8, comma 1, lettera a), o in capo al consiglio di gestione ai sensi dei paragrafi 2 e 3 dell'Allegato 2, applicabili alle operazioni di maggiore rilevanza" delle operazioni in caso di urgenza di competenza dell'organo amministrativo, qualora previsto dallo statuto, concluse in condizioni di urgenza, purché siano soddisfatte determinate condizioni. Nonostante questa fattispecie, introdotta per permettere alle società di far fronte tempestivamente alle situazioni di crisi aziendale, non venga presa in considerazione dalla SHRD II, Consob, sostenuta anche da Assonime (Associazione fra le società italiane per azioni), ritiene giustificato il mantenimento di tale ipotesi di esenzione, alla luce dell'eccezionalità delle operazioni urgenti, del criterio di proporzionalità rispetto alle caratteristiche delle operazioni previsto dal legislatore all'art. 2391 bis, comma 3, lett. b), c.c. e delle numerose

---

<sup>34</sup> In arg. si v. Osservazioni al documento di consultazione del 31 ottobre 2019 da parte di COMI.

<sup>35</sup> SICCHIERO, *op. cit.*, p. 351.

accortezze informative comunque applicabili ai casi d'urgenza<sup>36</sup>. Per allineare pienamente tale articolo alla previsione dell'art. 9-*quater* comma 4 della Direttiva, che prevede imprescindibilmente che tutte le operazioni rilevanti con parti correlate siano approvate dall'assemblea o dall'organo amministrativo, la nuova versione del Regolamento OPC ha specificato che, qualora l'operazione sia di maggior rilevanza e non di competenza dell'assemblea, questa debba essere approvata dall'organo amministrativo nel suo *plenum*.

Oggetto di modifica è stato anche il comma 2 dell'art 13 del Regolamento Consob n. 17221 del 12 marzo 2010, il quale inizialmente prevedeva la possibilità per le società di individuare autonomamente criteri per l'identificazione di operazioni di importo esiguo alle quali non applicare le disposizioni del Regolamento. Quest'ampia discrezionalità in capo alle società nello stabilire i criteri poteva potenzialmente tradursi nell'inclusione nell'esenzione di operazioni di importo rilevante in ragione, ad esempio, del tipo di controparte o del valore complessivo dell'operazione, nel caso in cui questa fosse stata frazionata in più parti singolarmente qualificabili come di importo esiguo. Nonostante il parere contrario di alcuni partecipanti alla consultazione <sup>37</sup> Consob ha ritenuto quindi di modificare l'intero comma 2, prevedendo che l'esclusione delle operazioni di importo esiguo e la fissazione delle soglie di esiguità non siano più opzionali per le società, ma che siano identificate dalle stesse ai sensi dell'articolo 4, comma 1, lettera *a*), e che prevedano soglie differenziate tenendo conto almeno della natura della controparte.

Ultimo caso di esenzione dalla disciplina sulle operazioni con parti correlate che intendo prendere in considerazione riguarda le operazioni concluse nell'ordinaria attività e a normali condizioni di mercato. Il regolamento OPC le definisce, senza distinzioni tra operazioni di maggiore o minore rilevanza, sia come operazioni ordinarie ovvero "le operazioni che rientrano nell'ordinario esercizio dell'attività operativa e della connessa attività finanziaria" (art. 3 comma 1 lett. b) sia le operazioni concluse alle condizioni equivalenti a quelle di mercato o standard, definite come «condizioni analoghe a quelle usualmente praticate nei confronti di parti non correlate per operazioni di corrispondente natura, entità e rischio, ovvero basate su tariffe

---

<sup>36</sup>. CONSOB, documento di consultazione OPC, p. 15.

<sup>37</sup>. Lo Studio Legale Galbiati Sacchi&Associati non condivide tale modifica, in quanto tiene conto che "imprese che non operano con clienti retail potrebbero non avvertirne la necessità".

regolamentate o su prezzi imposti ovvero quelle praticate a soggetti con cui l'emittente sia obbligato per legge a contrarre a un determinato corrispettivo» (art. 3, comma 1, lett. e). La direttiva UE 2017/828 prevede che “per tali operazioni l'organo di amministrazione o di vigilanza della società istituisce una procedura interna per valutare periodicamente il rispetto di tali condizioni. Le parti correlate non partecipano a tale valutazione.”, procedura non prevista dalla prima versione del Regolamento Consob. Per sopperire a questa mancanza l'Autorità, in un primo momento aveva proposto una modifica dell'art. 4 del Regolamento OPC per cui gli amministratori indipendenti previsti dall'artt. 7 e 8 del Regolamento valutassero almeno annualmente la corretta applicazione dei casi di esenzione, oltre ad un'ulteriore verifica in via preventiva per le operazioni di maggiore rilevanza, ma tale proposta ha sollevato critiche da parte del mercato, in quanto (i) non previsto dalla Direttiva; (ii) oneroso per i membri del Comitato OPC e per il collegio sindacale dell'emittente in quanto implica approfondimenti non dissimili a quelli richiesti per le operazioni di maggiore rilevanza non esentate; (iii) privo di particolari benefici essendo le operazioni non soggette a obbligo di disclosure mediante documento informativo<sup>38</sup>.

Nella nuova versione dell'art. 4, comma 1, lettera *e-bis*), dunque, gli amministratori indipendenti “verificano la corretta applicazione delle condizioni di esenzione alle operazioni di maggiore rilevanza definite ordinarie e concluse a condizioni di mercato o standard [...]” “entro il termine indicato nell'articolo 5, comma 3” (ai sensi dell'articolo 13, comma 3, lettera *c*), punto *i*) ovvero entro sette giorni dall' approvazione dell'operazione da parte dell'organo competente.

#### *4. Considerazioni Finali*

Dall'analisi svolta emerge come la ricezione della Direttiva UE 2017/828 nella disciplina italiana di Consob non abbia apportato modifiche sostanziali della stessa: il Regolamento Consob n. 17221/2010 infatti, già nella sua prima versione, sembrava quasi anticipare quello che il legislatore comunitario avrebbe stabilito anni dopo.

Le modifiche che sono state apportate al Regolamento non hanno risposto solo all'esigenza di allineare la disciplina regolamentare del nostro Paese al resto dei Paesi

---

<sup>38</sup>. In arg. si v. *Osservazioni al documento di consultazione* del 31 ottobre 2019 da parte di Nedcommunity.

membri della Comunità europea (nonostante il carattere di armonizzazione minima della Direttiva abbia reso questo compito piuttosto difficile) ma anche all'esigenza di includere quelle necessarie migliorie di cui l'Autorità ha tenuto traccia durante gli anni di applicazione del Regolamento OPC. La disciplina che ne risulta è piuttosto strutturata, analitica e complessa, soprattutto rispetto a quella di altri Stati membri (come Francia o Germania) che nulla prevedono, per dirne una, riguardo ad operazioni che non siano rilevanti. Tuttavia, tale struttura non deve essere, secondo me, percepita come svantaggiosa e limitante alla celerità del mercato delle società italiane rispetto a quelle comunitarie, né necessariamente un'ipotesi di *goldplating* immotivato da parte dell'Autorità, ma piuttosto la dimostrazione di una forte attenzione nello strutturare un Regolamento che potesse fornire la maggiore tutela possibile agli azionisti che non siano parti correlate, soprattutto quelli di minoranza, e questo incarna fino in fondo lo spirito della Shareholders Rights Direttive II.

## RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

- Regolamento Consob n. 17221/2010
- CONSOB, Documento per la consultazione per le modifiche al Regolamento sulle operazioni con parti correlate, al Regolamento mercati e al Regolamento emittenti in materia di trasparenza delle remunerazioni, dei gestori degli attivi e dei consulenti in materia di voto in recepimento della Direttiva (UE) 2017/828 (Shareholder Rights Directive 2), 31 ottobre 2019
- CONSOB, Relazione Illustrativa alle modifiche al Regolamento sulle operazioni con parti correlate, al Regolamento mercati e al Regolamento emittenti in materia di trasparenza delle remunerazioni, dei gestori degli attivi e dei consulenti in materia di voto in recepimento della Direttiva (UE) 2017/828 (Shareholder Rights Directive 2), 11 dicembre 2020
- CONSOB, Appendice 1 alla relazione illustrativa del 11.12.2020- Modifiche al Regolamento Operazioni con parti Correlate
- DE POLI, *Le recenti modifiche al Regolamento “Operazioni con parti correlate”*, in *Società*, 2022, p. 75-81.
- PAOLONI, *L’astensione obbligatoria degli amministratori coinvolti nelle operazioni con parti correlate*, in *Nuovo Diritto Delle Società*, 2022, p. 583-599.
- SICCHIERO, *La disciplina delle operazioni con parti correlate: analisi, problematiche e possibili soluzioni*, in *Contratto e impresa*, 2021, p. 336-375.
- ALVARO e LUPINI, *Le linee di azione della Commissione europea in materia di corporate governance e i riflessi sull’ordinamento italiano*, in *Quaderni Giuridici della Consob*, 2013.

## RINGRAZIAMENTI

Arrivare a questo punto della mia carriera universitaria non è stato un percorso sempre facile, ma ho sempre goduto del supporto incondizionato di tante meravigliose persone che sono fortunata di poter chiamare la mia famiglia.

In primo luogo ringrazio quindi mia mamma e mio papà: è grazie alle vostre scelte, ai vostri sogni e ai vostri infiniti sacrifici se ho avuto la possibilità di scegliere la mia strada senza limitazioni e di questo (e molte altre cose) vi sarò per sempre grata.

Grazie alle mie sorelle, Chiara, Amanda e Margherita, che anche da lontano sono una fonte di amore incondizionato che non so cos'ho fatto per meritare.

Grazie ai miei amici, Andrea, Sara, Anna, Federico, Veronica, Luca, Laura, Miriam, Tanya, per tenermi ancorata ai miei vent'anni e continuare a riempire la mia vita di divertimento, risate, riflessioni condivise e viaggi che forse (probabilmente) non si realizzeranno mai.

Grazie a Teresa e Fausto, che mi hanno accolta in famiglia un po' come una terza figlia e si interessano a me e il mio percorso ogni giorno.

Grazie, infine e soprattutto, a Stefano, per essere colui che riesce ad accendere la luce quando brancolo nel buio.