



**UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA**  
**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI**  
**"M. FANNO"**

**CORSO DI LAUREA MAGISTRALE IN**  
**ECONOMIA E DIRITTO**

**TESI DI LAUREA**

**"LE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE, LA COMUNICAZIONE**  
**D'AZIENDA ED IL GOVERNO SOCIETARIO"**

**RELATORE:**

**CH.MO PROF. FABRIZIO CERBIONI**

**LAUREANDA: ELISA CHIZZALI**

**MATRICOLA N. 1129967**

**ANNO ACCADEMICO 2017 – 2018**



Il candidato dichiara che il presente lavoro è originale e non è già stato sottoposto, in tutto o in parte, per il conseguimento di un titolo accademico in altre Università italiane o straniere.

Il candidato dichiara altresì che tutti i materiali utilizzati durante la preparazione dell'elaborato sono stati indicati nel testo e nella sezione "Riferimenti bibliografici" e che le eventuali citazioni testuali sono individuabili attraverso l'esplicito richiamo alla pubblicazione originale.

Firma dello studente

---



*Alla mia Famiglia,*



# Indice

|   |    |
|---|----|
| <b>Introduzione</b> .....   | 1  |
| <b>Capitolo 1</b> .....   | 5  |
| 1. Premessa .....   | 5  |
| 2. Inquadramento preliminare del tema dei gruppi societari .....  | 8  |
| 2.1 I riferimenti normativi delle operazioni infragruppo .....  | 9  |
| 2.2 Il concetto di controllo e la responsabilità della capogruppo nel codice civile .....                           | 10 |
| 2.3 Operazioni in cui esiste un interesse degli amministratori .....  | 13 |
| 3. Le operazioni con parti correlate .....  | 16 |
| 3.1 L'individuazione dei soggetti correlati .....   | 18 |
| 3.1.1 <i>I sistemi contabili tradizionali di impresa</i> .....  | 18 |
| 3.1.2 <i>Le parti correlate alla reporting entity</i> .....   | 20 |
| 3.1.3 <i>Alcune considerazioni</i> .....  | 23 |
| 3.2 Profili di criticità legati alle operazioni con parti correlate .....   | 24 |
| 4. Operazioni con parti correlate: le origini del problema.....   | 27 |
| 4.1 Il criterio dell'economicità ed il ruolo del soggetto economico .....   | 28 |
| 4.2 La Teoria dell'Agenzia .....  | 30 |
| 4.2.1 <i>Il conflitto di interessi tra i detentori del «capitale di comando» e del «capitale controllato»</i> ..... | 31 |
| 4.3 Problema di agenzia nelle società Italiane .....  | 33 |
| 5. Le Teorie economico-giuridiche relative al tema delle OPC .....  | 36 |
| 5.1 La Teoria dei Conflitti di Interesse .....  | 37 |
| 5.1.1 <i>Alcune considerazioni critiche</i> .....   | 39 |
| 5.2 La Teoria della Transazione Efficiente.....   | 41 |
| 5.3 La Teoria Contingente .....   | 43 |
| 5.3.1 <i>Le implicazioni</i> .....  | 45 |
| 6. Considerazioni conclusive.....   | 48 |
| <b>Capitolo 2</b> .....   | 51 |
| 1. Premessa .....   | 51 |
| 2. La disciplina delle operazioni con parti correlate.....  | 54 |
| 2.1 Il Regolamento Consob n. 17721 del 2010.....  | 55 |

|                                  |   |     |
|----------------------------------|---|-----|
| 2.1.1                            | <i>La nozione di “operazione” con parte correlata</i> .....   | 57  |
| 2.1.2                            | <i>La nozione di “parte” correlata</i> .....  | 59  |
| 2.1.3                            | <i>La definizione di “parte correlata” nel Regolamento Consob e nel principio contabile internazionale IAS 24</i> ..... | 63  |
| 2.1.4                            | <i>Le soglie di rilevanza</i> .....   | 66  |
| 2.2                              | Le procedure societarie: correttezza sostanziale e procedurale.....   | 67  |
| 2.2.1                            | <i>La nozione di correttezza procedurale e sostanziale</i> .....  | 68  |
| 2.2.2                            | <i>Le procedure previste dal Regolamento Consob</i> .....   | 70  |
| 2.3                              | La disciplina delle operazioni con parti correlate nei gruppi societari.....  | 75  |
| 3.                               | La trasparenza informativa sulle operazioni con parti correlate .....   | 79  |
| 3.1                              | Le informazioni endosocietarie .....  | 81  |
| 3.2                              | Le informazioni extra societarie .....  | 82  |
| 3.2.1                            | <i>L’informativa immediata</i> .....  | 84  |
| 3.2.2                            | <i>L’informativa periodica</i> .....  | 86  |
| 3.2.3                            | <i>L’informativa «episodica»</i> .....  | 86  |
| 3.3                              | Informativa di bilancio sulle operazioni con parti correlate – IAS 24 .....   | 87  |
| 4.                               | I prezzi di trasferimento .....   | 92  |
| 4.1                              | I riferimenti normativi .....   | 94  |
| 4.2                              | <i>Transfer price</i> «esterno» e «domestico» .....   | 94  |
| 4.3                              | Il «valore normale» e l’art. 2427, comma 1, n. 22- <i>bis</i> , del codice civile .....                                 | 96  |
| <b>Capitolo 3</b>                | .....   | 101 |
| 1.                               | La disciplina delle operazioni con parti correlate: alcuni rilievi critici .....  | 101 |
| 1.1                              | Considerazioni in merito al Regolamento Consob .....  | 102 |
| 1.2                              | I limiti all’informativa in bilancio delle operazioni con parti correlate .....   | 108 |
| 1.2.1                            | <i>L’informativa sulle operazioni con parti correlate nei bilanci consolidati</i> .....                                 | 110 |
| 1.2.2                            | <i>Il prospetto di raccordo tra il bilancio della società controllante e il bilancio consolidato</i> .....              | 112 |
| 2.                               | L’evidenza empirica: il Gruppo Marcolin .....   | 114 |
| 2.1                              | Il gruppo Marcolin.....   | 115 |
| 2.2                              | L’evidenza nelle note al bilancio separato Marcolin S.p.A. e nelle note al bilancio consolidato del gruppo .....        | 117 |
| 2.3                              | Considerazioni conclusive.....  | 126 |
| <b>Riferimenti bibliografici</b> | .....   | 129 |

## *Introduzione*

Nel corso del 2003, nonostante sia stato dimostrato che le difficoltà finanziarie dell'azienda risalissero già agli inizi degli anni novanta, Calisto Tanzi – proprietario, con la sua famiglia, della Parmalat – e numerosi suoi collaboratori tra dirigenti, revisori dei conti e sindaci che avevano certificato i bilanci del gruppo, furono condannati per bancarotta fraudolenta nei confronti dei risparmiatori e dei creditori d'azienda. Quello che può essere considerato il più grande crack finanziario italiano, è costato l'azzeramento del patrimonio azionario ai piccoli azionisti, mentre i risparmiatori che avevano investito in Bond si sono visti restituire soltanto un parziale risarcimento. Il gruppo, attraverso “società veicolo” create dai dirigenti, correlate e non incluse nel bilancio consolidato, ha concluso una serie di transazioni illecite tra parti correlate al fine di manipolare i dati di bilancio e simulare l'ottima salute economica del gruppo. Inoltre, la famiglia Tanzi, ha agito in modo tale da ottenere benefici privati, arricchendo gli stessi membri della famiglia a scapito dei soci di minoranza e di tutti gli altri portatori di interessi<sup>1</sup>.

È chiaro come il sistema di controlli, in quel momento vigente, non ha funzionato a sufficienza. L'espropriazione a danno dei soci è stata una conseguenza dell'inefficacie monitoraggio da parte degli organi di amministrazione e controllo, dell'inadeguatezza del controllo sul management da parte degli azionisti, degli scarsi processi di controllo interno e di gestione dei rischi e, infine, dell'insufficienza o inadeguatezza della trasparenza e informazione al mercato.

Il caso appena descritto, insieme ad altri numerosi episodi di analoga natura, accesero un forte dibattito attorno al tema delle *related party transaction* ed imposero alle organizzazioni competenti di produrre *standard* contabili e di revisione atti a migliorare la comunicazione di bilancio e la successiva certificazione in presenza di relazioni tra parti correlate. Non stupisce dunque, che l'idea radicatasi nel tempo in merito a tale fenomeno descriva le stesse come operazioni “sospette”, realizzate da soggetti istituzionali dotati di un sufficiente grado di autonomia e di potere decisionale, per il perseguimento di obiettivi personali che, per ovvie ragioni, si pongono in contrasto con gli interessi generali dell'azienda da loro amministrata<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Per approfondimenti, si segnala G. CAPOLINO, F. MASSARO, P. PANERAI, *Parmalat. La grande truffa*, Milano Finanza, Milano, 2004

<sup>2</sup> N. MOSCARIELLO, *Le operazioni tra “parti correlate” nella comunicazione d'azienda*, Cedam, Padova, 2007, p. 139 ss.

Sebbene le operazioni con parti correlate continuino a rappresentare una possibile leva da utilizzare affinché alcuni soggetti possano soddisfare esigenze personali a scapito degli interessi sociali, si vedrà anche come queste debbano essere considerate delle operazioni del tutto fisiologiche, specialmente tra entità appartenenti al medesimo aggregato aziendale.

Allo scopo di rispondere all'esigenza di consentire la realizzazione di operazioni con parti correlate che possano essere considerate come eventi di gestione ordinaria ma, al contempo, di evitare che tali transazioni possano essere utilizzate come uno strumento di abuso e di espropriazione, sono state predisposte nuove discipline in grado di rafforzare la tutela degli azionisti di minoranza e degli altri portatori di interessi.

La presente tesi si sviluppa in tre capitoli. Il primo capitolo è dedicato all'analisi del fenomeno delle operazioni con parti correlate, illustrando le criticità e i rischi a cui esse possono essere soggette. In particolare, il timore che il compimento di tali transazioni sia finalizzato alla distrazione di *assets* sociali, alla manipolazione dell'informativa contabile e alla realizzazione di benefici privati di controllo, ove con benefici privati si fa riferimento ad una vasta gamma di vantaggi che coloro che esercitano il controllo della società possono estrarre dalla stessa (o da altre società del gruppo) per sé o per soggetti terzi. Peraltro, verrà sottolineata la centralità delle operazioni con parti correlate in due delle principali aree di interesse della *corporate governance*, ovvero il dualismo tra azionisti-amministratori, tipico delle *public company*, e le delicate relazioni tra i detentori del capitale di comando (o soci di maggioranza) e capitale di controllo (soci di minoranza), tipico delle imprese a capitale concentrato come quelle italiane.

Chiarite le ragioni che motivano l'emanazione di specifici presidi volti a diminuire l'efficacia delle operazioni con parti correlate quali strumenti di abuso, nel secondo capitolo si presenterà il quadro normativo di riferimento. Infatti, individuate le tre direttrici a cui poter ricondurre il tema delle operazioni con parti correlate, ovvero le modalità con le quali gli amministratori prendono le decisioni inerenti le transazioni con parti correlate, gli obblighi di divulgazione e trasparenza informativa – con particolare riguardo anche alle modalità di rappresentazione in bilancio di tali operazioni – e, infine, il tema del *transfer pricing*, si offriranno le soluzioni normative attualmente vigenti.

Il terzo capitolo, infine, si pone l'obiettivo di chiarire se, e in quale misura, le norme attualmente in vigore permettano, da un lato, di contrastare il conflitto di interessi che caratterizza le operazioni con parti correlate e, dall'altro, consentano di offrire al lettore del bilancio, e più in generale a tutti gli *stakeholder*, informazioni utili e complete circa l'entità, la

natura e le caratteristiche delle operazioni intercorse tra soggetti qualificabili come “parti correlate”, privilegiando soprattutto quelle fattispecie riferibili alle varie conformazioni assunte dai gruppi aziendali<sup>3</sup>. In merito, emergeranno diverse criticità legate alla disciplina, le quali rappresentano il punto di partenza per la successiva discussione. Infine, verrà presentato lo studio empirico svolto allo scopo di indagare uno dei “vuoti” normativi evidenziati, ossia la mancanza di una previsione nel bilancio consolidato di informazioni relative all’entità, alla natura e alle condizioni contrattuali caratterizzanti le operazioni infragruppo. A tal fine, sarà preso in considerazione il bilancio consolidato del gruppo Marcolin e si opererà un confronto tra le informazioni sulle operazioni infragruppo che obbligatoriamente devono essere espresse nei bilanci della *reporting entity*, ovvero Marcolin S.p.A., rispetto a quanto invece si può desumere dai documenti di bilancio consolidato.

---

<sup>3</sup> P. ANDREI, *L’informativa sui rapporti intrattenuti con “parti correlate” nei bilanci consolidati di gruppo*. in F. FORTUNA (a cura di), *Liber Amicorum per Umberto Bertini. L’uomo, lo studioso, il professore*, Franco Angeli, Milano, 2012, p. 30-41



# Capitolo 1

## LE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE: DINAMICHE DI CONFLITTO E DI EQUILIBRIO DEGLI INTERESSI AZIENDALI

### 1. Premessa

Uno degli aspetti che maggiormente caratterizzano la gestione dei gruppi aziendali è la presenza delle operazioni intercorrenti tra le società componenti tale forma di aggregazione. All'interno di un gruppo, le società che concorrono a costituirlo rappresentano delle unità economiche autonome, complementari ed interdipendenti, tra le quali possono realizzarsi rapporti e relazioni di carattere economico e finanziario di diverse intensità. Nel contesto appena tratteggiato si innesta l'oggetto della presente tesi, le operazioni tra parti correlate, orientato all'approfondimento di talune problematiche connesse alla tutela degli interessi istituzionali nelle aziende strutturate a gruppo, con particolare riguardo alla trasparenza e alla completezza dell'informativa concernente i rapporti intrattenuti con le parti correlate. È ormai opinione diffusa, infatti, che tali operazioni rappresentino uno degli argomenti di *corporate governance* più rilevanti e attuali degli ultimi anni.

Lo scopo della tesi è pertanto quello di comprendere il fenomeno delle operazioni con parti correlate cercando, innanzitutto, di individuare le criticità ed i rischi che si possono annidare dietro la realizzazione di suddette operazioni che, come si vedrà, possono essere utilizzate con fini espropriativi e per il conseguimento di benefici privati slegati dall'interesse sociale.

Siccome l'approccio alle operazioni con parti correlate sinora utilizzato prevede un pregnante sistema di *disclosure*, si vogliono analizzare le relative soluzioni normative al fine di comprendere se, e in quale natura, possono risolvere o mitigare i problemi relativi alla realizzazione di tali transazioni. Al tal fine, si andrà ad investigare il grado di *disclosure* fornito sulle operazioni con parti correlate da parte delle *reporting entity* (l'entità che redige il bilancio). Posto che, le due principali tematiche relative alle operazioni con parti correlate riguardano, da un lato, la trasparenza nella divulgazione (*disclosure*) delle informazioni obbligatorie relative alle transazioni e, dall'altro, la correttezza e trasparenza che caratterizza il procedimento decisionale di queste ultime, si presenteranno entrambi i profili con l'obiettivo di investigare principalmente il primo aspetto.

Ciò che si vuole portare all'attenzione del lettore, in definitiva, è l'attitudine delle società a divulgare i dettagli, o l'esistenza stessa, di questa particolare categoria di operazioni che, per loro natura, sono altamente delicate. Considerati soprattutto i recenti e numerosi casi di frode e dissesti finanziari, attuati proprio per mezzo delle operazioni con parti correlate, ormai è opinione comune che tali transazioni possano celare il perseguimento di obiettivi non conformi alla legge o allo stesso interesse sociale del gruppo o della singola entità.

In questo capitolo quindi, partendo dal presupposto che il contesto economico mondiale spinge le imprese ad aggregarsi e a scegliere il "gruppo" quale forma organizzativa per fare impresa, si introduce brevemente il concetto di gruppo e si offre una presentazione del quadro normativo attualmente vigente. In particolar modo, si focalizzerà l'attenzione sugli articoli contemplati dal nostro codice civile in relazione al tema delle operazioni di gruppo e degli interessi degli amministratori, i quali talvolta possono porsi in contrasto con l'interesse stesso della società.

Nel terzo paragrafo, sarà quindi affrontato il tema delle operazioni con parti correlate, dapprima fornendo un sintetico quadro della disciplina in vigore e, poi, entrando nel vivo dell'argomento. A tal proposito verrà inizialmente analizzata la figura "soggettiva" della "parte correlata", ossia si procederà all'individuazione dei soggetti che possono essere ritenuti tali in ragione del loro particolare rapporto con la società. Ebbene, è una precisazione che si rende necessaria visto lo studio della materia ancorché, come vedremo, il tema appaia ancora di non univoca interpretazione. Di seguito, si illustreranno i problemi che sono legati alla fattispecie della operazione con parti correlate, i quali rappresentano il punto di partenza per la nostra analisi e ai quali ci si ricongiungerà nel secondo capitolo allo scopo di offrire un quadro delle soluzioni normative attualmente previste.

Nel quarto paragrafo, si andranno a ricercare le origini del problema legato alla realizzazione di operazioni con parti correlate. In particolar modo, si chiarirà la collocazione delle OPC nell'ambito della *Teoria dell'agenzia*, elaborata da Jensen e Meckling nel 1976, cercando in ultima analisi di focalizzare l'attenzione sulla struttura proprietaria e i conseguenti problemi di agenzia specifici delle società italiane.

Nel quinto paragrafo, poi, si analizza il tema delle operazioni con parti correlate attraverso un richiamo a due teorie contrapposte presenti in letteratura, ossia la teoria dei conflitti di interesse e quella della transazione efficiente. Con ciò si cercherà di comprendere l'attuale dibattito tra le due correnti di pensiero: chi considera le OPC come una manovra espropriativa e senz'altro negativa oppure, all'estremo opposto, come un'azione necessaria per raggiungere

determinati obiettivi strategici aziendali. Tra l'altro, considerando che gli aggregati aziendali, e l'instaurarsi di forti rapporti di scambio tra le imprese che ne fanno parte (operazioni infra-gruppo), sono diventati una realtà ormai indiscutibile nelle moderne economie, è utile spiegarne l'esistenza e cogliere le ragioni economiche che hanno spinto in tale direzione. Si concluderà con un'ultima teoria emersa recentemente in letteratura, ossia la teoria della contingenza. L'approccio contingente propone un modello che implica la sovrapposizione delle due teorie precedenti e permette di elaborare una disciplina *ad hoc*, in modo che vengano considerati simultaneamente sia i rischi che i benefici legati alle operazioni con parti correlate.

Nel sesto ed ultimo paragrafo, infine, vengono riportate alcune osservazioni conclusive nelle quali ci si interroga sul fatto che la *disclosure* rappresenti davvero una soluzione al problema delle operazioni con parti correlate oppure sia soltanto un debole tentativo di contrastare un fenomeno che, nel complesso, non è stato ancora del tutto concepito.

## 2. Inquadramento preliminare del tema dei gruppi societari

L'aggregato economico costituito da più entità, e denominato gruppo, è un'evoluzione della forma delle organizzazioni aziendali orientata a favorire l'operatività aziendale di strutture complesse per il raggiungimento di una loro maggiore economicità. Esso può essere definito come un complesso economico di due o più imprese, le quali, pur essendo dotate di una propria autonomia giuridica, sono coordinate e sottoposte alla direzione unitaria di un unico soggetto economico che imprime un indirizzo di insieme alle aziende del gruppo.

La *ratio* principale di questo fenomeno sta nel creare una struttura forte e al tempo stesso flessibile, in grado di cogliere le opportunità presenti sul mercato e di adattarsi ai cambiamenti del contesto esterno, con lo scopo di meglio rispondere agli obiettivi di equilibrio economico gestionale da sempre perseguiti dalle singole aziende. Il gruppo aziendale è una forma organizzativa evoluta<sup>4</sup> che in un'ottica di crescita dimensionale e di sinergie tecnologiche, economiche e finanziarie consente un miglioramento dell'economicità complessiva rispetto alle unità che ne fanno parte. Ciò in quanto il tessuto imprenditoriale nel quale operano oggi le società impone crescenti esigenze di internazionalizzazione e delocalizzazione produttiva. I mercati in continua evoluzione richiedono una notevole diversificazione di risorse economiche e finanziarie, aggiornate competenze tecnologiche, strategie ed investimenti che difficilmente un singolo imprenditore avrebbe la possibilità di procurarsi. È questa la ragione che spinge alla creazione di aggregazioni aziendali, le quali possono manifestarsi in diverse forme<sup>5</sup>.

Le motivazioni che sottendono alla formazione di questi gruppi nascono dunque da valutazioni sia strategiche che tattiche che identificano nel gruppo un modello più efficiente ed efficace, capace di meglio penetrare i mercati di approvvigionamento e di sbocco, attraverso una maggiore integrazione dei processi produttivi e un migliore ritorno degli investimenti. In questo caso il gruppo aziendale è il frutto di un processo di crescita esterna, il quale permette di aumentare le dimensioni aziendali in tempi ristretti<sup>6</sup>. Non c'è da trascurare,

---

<sup>4</sup> C. SACCON, a cura di U. SÒSTERO, *Bilancio consolidato*. Libreria Editrice Cafoscarina, Venezia, 2015

<sup>5</sup> Ad esempio la struttura informale, la quale non presuppone accordi di natura contrattuale, come i *gentlemen's agreements*, i distretti industriali e le reti di subfornitura; oppure possono essere caratterizzate da relazioni contrattuali e patrimoniali stabili come accade nelle *joint ventures*, per i cartelli, nei consorzi fino ad arrivare ai veri e propri gruppi aziendali.

<sup>6</sup> Oltre alla ragione economica appena citata ve ne sono altre che giustificano la creazione di gruppi, le principali sono: flessibilità strutturale, sfruttamento della leva azionaria, raggiungimento di vantaggi fiscali e finanziari, limitazione della responsabilità nei confronti degli stakeholder (la quale risulterà circoscritta al patrimonio di ogni singola società controllata). Per approfondimenti sul tema si veda C. SACCON, a cura di U. SÒSTERO, *Bilancio consolidato*. Libreria Editrice Cafoscarina, Venezia, 2015

infine, che le aggregazioni aziendali e le transazioni poste in essere dai soggetti che ad esse partecipano, divengono un importante veicolo per acquisire risorse intangibili altrimenti ottenibili, se non addirittura irraggiungibili, in tempi molto lunghi e con un proibitivo impiego di risorse finanziarie. In riferimento a questo aspetto, il concetto di *related party transaction*, rispetto al passato, si arricchisce di importanti contenuti di carattere strategico - organizzativo che non possono essere trascurati nel compiere un'analisi completa del fenomeno<sup>7</sup>.

Mentre dal punto di vista economico i gruppi hanno acquisito pieno riconoscimento, in Italia il profilo giuridico costituisce tuttora un aspetto assai problematico e in fase di completamento all'interno di un diritto commerciale improntato alla regolamentazione delle singole ed isolate società<sup>8</sup>. Tuttavia, una peculiarità distintiva del capitalismo italiano riguarda proprio il fatto che è caratterizzato da una struttura proprietaria concentrata, favorita dall'adozione di strumenti come i gruppi piramidali e le c.d. «scatole cinesi»<sup>9</sup>. Le piramidi consistono in gruppi societari al cui vertice sta normalmente una holding finanziaria, ovvero una società il cui patrimonio è costituito da partecipazioni in società quotate, da cui dipendono società controllate che a loro volta, a cascata, controllano altre società. In questo modo la società capogruppo ha la possibilità di gestire una fitta rete di aziende con un ridotto investimento di capitale iniziale.

## 2.1 I riferimenti normativi delle operazioni infragruppo

All'interno del nostro ordinamento non è presente una disciplina specifica in tema di gruppi societari, eccetto che ai fini fiscali. Il quadro di riferimento per la regolamentazione del bilancio consolidato si pone, invece, come un quadro in continua evoluzione, nel senso che diversi interventi regolativi si sono succeduti nel tempo, ispirandosi ad alcuni approcci teorici piuttosto che altri. Si compone di regole di natura giuridica, come la normativa di derivazione comunitaria, e di pronunciamenti elaborati da organismi privato-professionali, cioè i principi contabili nazionali e internazionali.

---

<sup>7</sup> N. MOSCARIELLO, *Le operazioni tra "parti correlate" nella comunicazione d'azienda*, Cedam, Padova, 2007, p. 6

<sup>8</sup> A. DI MAJO, *I gruppi di imprese tra insolvenza e diritto societario*. G. Giappichelli Editore, Torino, 2012, p. 3

<sup>9</sup> N. MICHIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, Giuffrè Editore, Milano, 2016, p. 64

Dati i molteplici interessi sottostanti alle dinamiche di gruppo, che di seguito verranno dettagliatamente analizzati, la normativa comunitaria e nazionale hanno focalizzato la loro attenzione sul conflitto di interessi che può sorgere nei rapporti di controllo infragruppo, regolandone diversi aspetti a tutela dei soci di minoranza e del mercato. I tre pilastri fondamentali che disciplinano i rapporti di gruppo e comportano una regolamentazione specifica sono:

- i. La responsabilità per attività di direzione e coordinamento *ex art. 2497 c.c.*;
- ii. Le operazioni con parti correlate;
- iii. I prezzi di trasferimento.

Mentre il primo istituto riguarda aspetti prettamente civilistici e penali, gli ultimi due entrano nel novero delle operazioni regolate anche ai fini fiscali trattandosi di procedure contabili e movimentazioni di denaro che possono dar luogo a comportamenti elusivi della legge.

## 2.2 Il concetto di controllo e la responsabilità della capogruppo nel codice civile

Il gruppo, in quanto tale, non è disciplinato dal codice civile. Tra le poche norme presenti all'interno del codice, vi sono quelle che riguardano l'acquisizione del controllo e la responsabilità di colui che esercita attività di direzione e coordinamento.

Il concetto di controllo, ovvero l'influenza esercitata in termini decisionali dalla casa madre sulle società presenti nel gruppo aziendale, è un tema su cui si è sempre posta molta attenzione nel tempo. Nel gruppo aziendale, il controllo è il potere del soggetto economico di determinare l'indirizzo di gestione delle unità componenti ossia di indirizzare e coordinare le singole gestioni in una prospettiva unitaria.

L'art. 2359, co. 1, del codice civile definisce che:

Sono considerate società controllate: *1) le società in cui un'altra società dispone della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria, 2) le società in cui un'altra società dispone di voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea*

*ordinaria, 3) le società che sono sotto influenza dominante di un'altra società in virtù di particolari vincoli contrattuali con essa.*

Sono considerate, poi, *collegate le società sulle quali un'altra società esercita un'influenza notevole. L'influenza si presume quando nell'assemblea ordinaria può essere esercitato almeno un quinto dei voti ovvero un decimo se la società ha azioni quotate in mercati regolamentati (co. 3).*

All'interno di questa disposizione troviamo quindi il significato di controllo che può assumere diverse declinazioni, principalmente il controllo di diritto<sup>10</sup> e di fatto<sup>11</sup>. Nel terzo comma dell'art. 2359 si fa riferimento invece al controllo esercitato in capo alle società collegate. Oltre alle percentuali di voto in assemblea previste dal codice civile per supporre un'influenza notevole, è difficile individuare altre situazioni nelle quali si possa esercitare tale controllo<sup>12</sup>.

L'art. 2497<sup>13</sup> del codice definisce invece la responsabilità del soggetto controllante. Nonostante possa sembrare una particolare declinazione della disciplina di gruppo, la responsabilità di colui il quale esercita attività di direzione e coordinamento è di fondamentale importanza nell'analisi della materia.

Punto di partenza è la consapevolezza che l'esistenza di legami, partecipativi e non, fra le imprese del gruppo, induce la possibilità di termini "anomali" delle operazioni che le vedono protagoniste, ciò determinando risultati né efficienti né rispettosi degli interessi coinvolti. Per tali operazioni, che possono agevolmente essere ricondotte a quelle tra parti correlate, l'approccio tradizionale prevedeva l'estensione dell'applicazione della disciplina delineata per il conflitto di interessi nel codice civile. Tuttavia, considerata l'inadeguatezza di tale prospettiva che regolava situazioni del tutto diverse (di singoli soggetti e di singole

---

<sup>10</sup> Nel caso di società controllate, si esercita un controllo di diritto quando la società controllante possiede la maggioranza dei diritti di voto esercitabili in assemblea ordinaria. Tale diritto può poi essere diretto se è la controllante stessa ad essere titolare dei diritti di voto, oppure può essere indiretto se nel computo si devono considerare anche i voti spettanti a società controllate e fiduciarie.

<sup>11</sup> Il controllo di fatto si realizza invece quando la società ha la disponibilità di voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante, ovvero per determinare il processo decisionale. Questo tipo di potere si manifesta frequentemente nei gruppi con società quotate nelle quali l'azionariato è altamente diffuso e può riscontrarsi un elevato grado di assenteismo. Invero questo tipo di controllo può trarre origine da particolari vincoli contrattuali (patti parasociali).

<sup>12</sup> La presunzione di influenza notevole può manifestarsi, ad esempio, nella presenza negli organi direttivi della società, nella capacità di nomina di personale a livello dirigenziale, nell'esistenza di operazioni intra-societarie rilevanti in valore ed in natura, ecc..

<sup>13</sup> Il testo disciplina che *"Le società o gli enti che, esercitando attività di direzione e coordinamento di società, agiscono nell'interesse imprenditoriale proprio o altrui in violazione dei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale delle società medesime, sono direttamente responsabili nei confronti dei soci di queste per il pregiudizio arrecato alla redditività ed al valore della partecipazione sociale, nonché nei confronti dei creditori sociali per la lesione cagionata all'integrità del patrimonio della società. Non vi è responsabilità quando il danno risulta mancante alla luce del risultato complessivo dell'attività di direzione e coordinamento ovvero integralmente eliminato anche a seguito di operazioni a ciò dirette"* (art. 2497, co. 1).

operazioni), nel 2003 il legislatore ha scelto di intervenire dapprima imponendo un'ampia *disclosure* all'assetto di "gruppo" e poi introducendo strumenti di limitazione dei rischi connessi all'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento. Nello specifico, si tratta di disposizioni che prevedono<sup>14</sup>:

- ❖ obblighi di trasparenza nelle decisioni e specifiche forme di pubblicità connesse allo *status* di società soggetta a direzione e coordinamento;
- ❖ responsabilità *diretta* della controllante verso i soci e i creditori delle controllate in caso di abuso;
- ❖ diritto di recesso in caso di mutamento dell'assetto imprenditoriale in cui la società (del gruppo) si trova ad operare.

È giusto porre l'attenzione sul profilo delle decisioni, in quanto deve essere comunque rispettata l'autonomia imprenditoriale delle diverse società controllate e con essa deve restare individuabile e deve venire rispettato l'interesse sociale di ciascuna società del gruppo. In altre parole, la gestione unitaria non può attuarsi con modalità tali da sostituire un complessivo "interesse di gruppo" all'interesse sociale delle singole entità del gruppo.

Ebbene, è previsto dall'art. 2479-ter del c.c. che «*le decisioni delle società soggette ad attività di direzione e coordinamento, quando da questa influenzate, debbano essere analiticamente motivate e recare puntuale indicazione delle ragioni e degli interessi la cui valutazione ha inciso sulla decisione*». Tale previsione è sicuramente coerente all'impianto generale della normativa attento a prevedere regole di trasparenza e di correttezza procedimentale dell'attività. Infatti, solo la conoscenza delle ragioni economiche ed imprenditoriali di un'operazione può consentire una valutazione sulla correttezza e, conseguentemente, di giudicare se la apparente diseconomicità di un atto, isolatamente considerato, possa trovare giustificazione in un quadro più ampio che considera costi e benefici derivanti dall'integrazione di un gruppo oppure no<sup>15</sup>.

La citata disposizione codicistica presenta tuttavia alcuni profili di criticità, in particolar modo riguardo ai contenuti delle *motivazioni* da esporre. Alcuni ritengono che tali motivazioni debbano individuare e quantificare il futuro beneficio "compensativo", anche se poi tale beneficio non si realizzi contestualmente. Si richiama così la teoria dei c.d. vantaggi

---

<sup>14</sup> F. CHIAPPETTA, *Le operazioni con parti correlate: profili sistematici e problematici*, in *Il diritto commerciale d'oggi*, VII.3, novembre 2008

<sup>15</sup> Relazione al decreto legislativo 6/2003

compensativi in base alla quale deve escludersi la sussistenza di un conflitto d'interessi in presenza di un'operazione infragruppo pregiudizievole per la singola società aggregata, qualora dall'appartenenza al gruppo derivino alla società medesima, vantaggi ritenuti idonei a compensare il danno sofferto. In tale circostanza, se da un lato vi è l'interesse dell'impresa di gruppo a non vedere paralizzata la propria attività di direzione e coordinamento, dall'altro troviamo senz'altro l'interesse dei creditori sociali e dei soci a non veder vanificata la tutela dei propri diritti attraverso l'ammissione di compensazioni eccessivamente elastiche. È logico, a questo punto, che la nozione di vantaggio compensativo sia sottoposta a differenti approcci interpretativi. Si tratta di stabilire se tali vantaggi debbano intendersi in termini strettamente quantitativi, tali cioè da consentire un'equa redistribuzione della ricchezza prodotta dall'operazione fra tutte le società del gruppo, oppure in termini più elastici, al fine di consentire una compensazione tra vantaggio e svantaggio su piani economici differenti. Nonostante le intenzioni del legislatore sembrino risolversi a favore della prima impostazione, più rigorosa, quando si parla di danno "integralmente eliminato" il fatto che egli si limiti a definire una valutazione del "risultato complessivo" consente sicuramente un'interpretazione del criterio in esame più ampia ed elastica.

In secondo luogo, sempre in riferimento all'obbligo di motivazione, emergono dei profili di interferenza<sup>16</sup> con un'altra disciplina prevista nel nostro ordinamento, ossia quella riguardante le operazioni in cui uno degli amministratori abbia un interesse proprio, o per conto di terzi, in conflitto con l'interesse sociale. Ci stiamo riferendo all'art. 2391 del codice civile che di seguito andiamo ad analizzare.

### 2.3 Operazioni in cui esiste un interesse degli amministratori

Il nostro ordinamento già detta delle discipline specifiche per alcune ipotesi di operazioni con parti correlate. Una è quella appena affrontata delle "operazioni di gruppo", nella quale gli articoli 2497 e ss. del codice civile sono volti a disciplinare un'attività di direzione e coordinamento il cui esercizio determina il condizionamento dell'attività d'impresa di altra società. La seconda invece, contenuta nell'art. 2391 del c.c., è nel suo insieme orientata ad un principio sistematico di trasparenza (al quale, per la verità, sono improntate anche le

---

<sup>16</sup> F. CHIAPPETTA, *Le operazioni con parti correlate: profili sistematici e problematici*, in *Il diritto commerciale d'oggi*, VII.3, novembre 2008

disposizioni in tema di operazioni di “gruppo”), il quale ha portato un’evoluzione in materia permettendo di passare da un divieto assoluto di voto in capo agli amministratori “in conflitto di interessi” ad un sistema di *disclosure* obbligatoria e di decisione informata. Il nuovo articolo prevede che l’amministratore non debba più astenersi dal partecipare alla deliberazione in cui si trovi “interessato”, ma piuttosto che debba comunicare agli altri amministratori e al collegio sindacale l’interesse che, per conto proprio o di terzi, abbia nei riguardi di una determinata operazione della società, con l’obbligo di precisarne la natura, i termini, l’origine e la portata.

Questa nuova versione si applica ad ogni ipotesi in cui l’amministratore sia portatore, in relazione all’atto da compiere, di un interesse proprio o per conto di terzi. Ebbene viene meno, in questa formulazione, il presupposto dell’incompatibilità tra quell’interesse e l’interesse della società (proprio in ragione di questo aspetto si assiste al cambiamento della disciplina da “conflitto di interessi” a “interessi degli amministratori”).

Quanto sinora detto, pone l’attenzione su due aspetti importanti: l’individuazione della natura dell’interesse rilevante e l’eventualità in cui l’interesse per conto di terzi sia costituito dall’interesse della società capogruppo, della quale l’amministratore della società sottoposta sia espressione. In quest’ultimo caso si presenterebbe il problema di interferenza, precedentemente anticipato, tra la disciplina in esame e quella dettata in materia di gruppo (attività di direzione e di coordinamento).

Considerando il primo tema, il dubbio interpretativo soggiace alla definizione di interesse dell’amministratore. Ci si interroga sul fatto che assuma rilevanza qualunque interesse dell’amministratore oppure occorra fare riferimento ad una qualche soglia di rilevanza<sup>17</sup>. Sempre l’articolo 2391 del codice civile, nel 2° comma, disciplina inoltre la necessità che si addivenga a una decisione informata. Al riguardo, si prevede che la deliberazione del consiglio di amministrazione, il cui oggetto si riferisca ad una operazione in cui uno degli amministratori abbia un interesse proprio o per conto di terzi, «*deve adeguatamente motivare le ragioni e la convenienza per la società*» dell’operazione stessa. Questo dovere di motivazione, in modo analogo al dovere di informazione, risulta essenzialmente finalizzato a

---

<sup>17</sup> Diverse sono le tesi formulate in merito, alcuni considerano irrilevanti i casi in cui l’interesse dell’amministratore è legato alla propria posizione all’interno della società, includendo nell’ambito dell’art. 2391 solamente le situazioni in cui l’interesse dell’amministratore discende dalla sua sfera “extrasociale”. Altri ritengono invece che gli interessi debbano essere sottoposti dall’amministratore ad un giudizio di “rilevanza sociale”, al fine di valutare la loro effettiva idoneità a interferire sulla decisione. Altri ancora, infine, ravvisano l’interesse rilevante limitatamente alle utilità che, al pari delle operazioni da compiere, abbiano carattere di specificità e concretezza e il cui conseguimento sia in un rapporto di derivazione immediata e diretta (e non di mera occasionalità), rappresentando così quest’ultima la condizione necessaria e sufficiente per l’integrale soddisfacimento di tale interesse. In F. CHIAPPETTA, *Le operazioni con parti correlate: profili sistematici e problematici*, in *Il diritto commerciale d’oggi*, VII.3, novembre 2008

rafforzare l'obiettività e l'imparzialità nell'esercizio della funzione gestoria, nella prospettiva di un ottimale svolgimento dell'attività economica pianificata<sup>18</sup>.

Andando infine a richiamare il secondo tema, ovvero il problema di una possibile interferenza tra questa disciplina e quella delle operazioni di gruppo (art. 2497 e ss.), occorre chiedersi se vi sia spazio per applicare contemporaneamente entrambe le discipline ovvero se debba trovare applicazione solo una delle due e, in quest'ultimo caso, quale delle due. Innanzitutto è giusto ricordare che le discipline presentano importanti differenze in termini di fattispecie e di interessi tutelati. Infatti, la disciplina di cui all'art. 2391 del c.c. si occupa di singoli atti od operazioni e si prefigge di definire il comportamento dell'amministratore nell'adozione delle relative decisioni, per le ipotesi del tutto occasionali e problematiche, in cui risulti portatore di interessi diversi da quelli che egli stesso dovrebbe tutelare (l'interesse "sociale"). Al contrario, gli articoli 2479 e ss. del codice civile si riferiscono a quei casi in cui l'esercizio di un'attività di "direzione e coordinamento" determina il condizionamento dell'attività d'impresa di altra società.

È chiaro che la portata di questa ultima previsione sia diversa da quella con cui si regolano delle occasionali interferenze dell'interesse dell'amministratore con quello della società. Ciò significa che una volta riconosciuta l'esistenza di un interesse imprenditoriale di gruppo meritevole di tutela, che trascende quello delle singole società coinvolte nella decisione, il rischio di abuso nei confronti di terzi finanziatori o creditori della società necessita di essere circoscritto attraverso obblighi di trasparenza e di pubblicità, oltre che attraverso l'assunzione da parte della capogruppo di una responsabilità diretta. A tal riguardo, anche le operazioni che isolatamente considerate sarebbero ricomprese nell'ambito applicativo dell'art. 2391 c.c. saranno invece disciplinate esclusivamente dalle disposizioni "speciali" di cui gli artt. 2497 ss. del codice civile. In questo modo sarà garantita una tutela dei vari interessi coinvolti sicuramente maggiore e più mirata rispetto a quella fornita dalla disciplina "generale" di cui all'art. 2391 del codice civile<sup>19</sup>.

---

<sup>18</sup> La disciplina vigente, diversamente che in passato, prevede inoltre che ai fini dell'esonerazione da responsabilità dell'amministratore "interessato" non sia più decisiva la mera astensione dal voto ma, piuttosto, la dannosità per la società della deliberazione concretamente adottata. Infatti il 4° comma dell'art. 2391 c.c. detta che l'amministratore interessato risponda dei «danni derivati alla società dalla sua azione od omissione». In altre parole la disciplina se da un lato si preoccupa di assicurare un'adeguata valutazione della convenienza imprenditoriale dell'operazione (dovere di motivazione), dall'altro si appresta a responsabilizzare maggiormente l'amministratore, inducendolo a valutare il comportamento da tenere sulla base delle conseguenze che potrebbero derivare alla società dall'eventuale adozione della delibera.

<sup>19</sup> F. CHIAPPETTA, *Le operazioni con parti correlate: profili sistematici e problematici*, in *Il diritto commerciale d'oggi*, VII.3, novembre 2008

### 3. Le operazioni con parti correlate

La disciplina delle operazioni con parti correlate è caratterizzata da una molteplicità di fonti normative e regolamentari che, peraltro, sono state oggetto negli ultimi anni di continue evoluzioni. In passato era prevista una forma di regolamentazione solamente all'interno della normativa secondaria della Consob e nei Codici di Autodisciplina delle società quotate. Il D. Lgs. n. 310 del 28 dicembre 2004 ha finalmente introdotto nel codice civile la disciplina delle Operazioni con Parti Correlate all'art. 2391-*bis*, il quale rimanda espressamente al Regolamento Consob.

L'art. 2391-*bis* del codice civile regola le operazioni tra parti correlate, prevedendo che *«gli organi di amministrazione della società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio adottano, secondo principi generali indicati dalla Consob, regole che assicurano la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate e li rendono noti nella relazione sulla gestione; a tali fini possono farsi assistere da esperti indipendenti, in ragione della natura, del valore o delle caratteristiche dell'operazione»*.

Inoltre, nel 2° comma, l'articolo continua prevedendo che *«i principi di cui al primo comma si applicano alle operazioni realizzate direttamente o per il tramite di società controllate e disciplinano le operazioni stesse in termini di competenza decisionale, di motivazione e di documentazione. L'organo di controllo vigila sull'osservanza delle regole adottate ai sensi del primo comma e ne riferisce nella relazione all'assemblea»*.

In Italia, in modo differente rispetto agli altri paesi europei, la domanda di informazione sulle operazioni con parti correlate ha spinto ad intraprendere due direzioni<sup>20</sup>:

- a.* l'applicazione di regole che impongono di evidenziare il bilancio, e/o nella relazione sulla gestione, l'effetto delle operazioni con parti correlate (la *disclosure*);
- b.* l'applicazione di regole che impongono di adottare procedure di correttezza sostanziale e procedurale per la loro approvazione.

In tal proposito, le disposizioni legislative, regolamentari e contabili che impongono specifici obblighi di informativa nei riguardi delle transizioni con parti correlate sono: lo IAS 24, il quale disciplina l'informativa di bilancio sui rapporti con parti correlate, la delibera CONSOB n. 17221 del 2010 riguardante le società quotate e che reca disposizioni in materia di OPC e,

---

<sup>20</sup> Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, *Le parti correlate e le indicazioni del Principio Contabile IAS 24, strumenti di controllo e metodologie applicative*. Dicembre 2015

infine, l'articolo 2427, 1° comma, numero 22-*bis*, del codice civile, che richiede, per le società non quotate, di evidenziare in nota integrativa le operazioni con parti correlate qualora queste risultino contestualmente rilevanti e concluse a condizioni non di mercato.

Per quanto riguarda il Regolamento Consob n. 17221 del 12 marzo 2010, questo disciplina il fenomeno in modo organico occupandosi sia di regole sulla trasparenza informativa, sia di specifici presidi procedurali. Con riferimento alla nozione di parti correlate la Consob si basa su un rinvio ai criteri identificativi della categoria indicati nel principio contabile internazionale “*International Accounting Standard 24 – Related party Disclosures*”. Nello specifico, con lo scopo di difendere i diritti degli azionisti di minoranza, promuovendo una maggiore trasparenza sull'operato delle società, lo IAS 24 definisce quali sono le parti correlate della società. Il principio richiede un'adeguata divulgazione dei rapporti e delle operazioni con parti correlate al fine di «*assicurare che il bilancio di un'entità contenga le informazioni integrative necessarie a evidenziare la possibilità che la sua situazione patrimoniale - finanziaria ed il suo risultato economico possano essere stati alterati dall'esistenza di parti correlate e da operazioni e saldi in essere con tali parti, inclusi gli impegni*».

L'aspetto da considerare è che lo IAS 24 giace sul piano informativo di bilancio, ossia si concentra sull'area del “conoscere” una certa operazione per poter valutare ciò che effettivamente è già stato fatto. È, concretamente, uno strumento funzionale ad illustrare al mercato e principalmente a chi ha investito nella società, alcune situazioni di allocazione di risorse operate dall'impresa che potrebbero ripercuotersi significativamente sulla situazione patrimoniale, economica o finanziaria di questi.

Al pari, l'art. 2391-*bis* del codice civile si concentra sul piano della trasparenza e, dunque, dell'informativa ma ha riguardo soprattutto al momento dell'agire gestorio, o per meglio dire, all'area del “fare” degli amministratori. Ciò indubbiamente allo scopo di impedire che il negoziare con una parte correlata un'operazione o un affare possa comportare termini anomali o abusivi. L'art. 2391-*bis* giace pertanto sul piano dell'organizzazione e della *governance* societaria<sup>21</sup>. In conclusione, il rinvio allo IAS 24 previsto dal regolamento Consob potrebbe risultare non del tutto condivisibile se si considera che le due discipline si riferiscono ad ambiti operativi differenti.

---

<sup>21</sup> Senza trascurare, poi, che il codice civile ha già provveduto a dettare una disciplina per alcune operazioni con parti correlate a tutela della loro correttezza sostanziale e procedurale, ovvero le operazioni connesse all'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento (art. 2479 e ss.) e quelle in cui sussiste un interesse degli amministratori (art. 2391).

Ci siamo limitati, in questa sede, a presentare un quadro generale relativo alla disciplina del tema delle operazioni con parti correlate, rimandando poi al secondo capitolo la descrizione puntuale e dettagliata delle normative attualmente vigenti.

L'aspetto importante che si vuole sottolineare in questo elaborato è come la regolamentazione di una tale materia presenti tutt'ora chiari profili di delicatezza, posto che si vanno a toccare aspetti essenziali dell'organizzazione societaria, quali la discrezionalità dell'attività gestoria, il patrimonio sociale, le posizioni dei singoli portatori di interessi (finanziari) nell'ambito della società e quindi, in poche parole, tutto ciò che caratterizza "l'interesse sociale".

Ancora oggi, infatti, al termine "operazioni con parti correlate" si associa quasi istintivamente l'idea di operazioni commerciali/finanziarie dalla natura sospetta, poiché realizzate senza essere sottoposte al giudizio ed alla disciplina del mercato (*arm's length character*). Invero, i numerosi episodi di frode finanziaria, attuati proprio per mezzo delle operazioni con parti correlate – ad esempio in Italia sono degni di menzione i casi Cirio (2002) ed il caso di apertura Parmalat (2003) – sembrano giustificare tale impostazione e sottolineano costantemente la necessità di adottare strumenti atti a ridurre la probabilità circa il ripetersi di simili eventi.

Al fine di operare un'analisi completa della fattispecie, la rilevanza del tema richiede preliminarmente di individuare con chiarezza i soggetti da ritenersi correlati all'azienda. Soltanto dopo aver circoscritto l'area entro cui comprendere la categoria delle "parti correlate" sarà possibile, infatti, definire le "*related party transaction*" e le criticità a cui sono soggette, allo scopo di ricercare le più opportune soluzioni da adottare al fine di migliorare la comunicazione economica.

### 3.1 L'individuazione dei soggetti correlati

#### 3.1.1 I sistemi contabili tradizionali di impresa

Come si avrà modo di mostrare più nel dettaglio nel proseguo dell'elaborato, un'efficace comunicazione economica d'azienda non può ignorare le conseguenze prodotte da operazioni che, coinvolgendo entità tra loro correlate, presentano caratteri potenzialmente differenti rispetto a quelle realizzate con operazioni di mercato indipendenti.

Al fine di favorire un chiaro sviluppo di una simile affermazione risulta indispensabile andare ad investigare il concetto di “parti correlate”. Una generica e preliminare definizione individua queste ultime attraverso “*l’esercizio di controllo o di significativa influenza esercitata da un soggetto sulle scelte gestionali di un altro*”, in particolare, l’esistenza di tale relazione può intaccare il grado di significatività e la qualità informativa generalmente riconosciuta al sistema di raccolta dei dati contabili. È agibile comprendere, infatti, come una chiara indipendenza ed una netta separazione dell’azienda dai soggetti preposti alla sua amministrazione e dagli attori costituenti il mercato sono sempre stati un valido presupposto per una significativa rilevazione contabile<sup>22</sup>. Evidentemente, lì dove l’indipendenza dell’impresa venga messa in discussione, la rappresentazione quantitativa dei valori ad essa riconducibili assumerebbe un altro significato. I valori di bilancio dovrebbero essere adeguatamente ponderati con le specifiche condizioni che ne hanno permesso il verificarsi, mentre una corretta comprensione della situazione economico-finanziaria richiederebbe un’attenta valutazione degli effetti prodotti sull’azienda dalla “straordinaria” situazione in cui essa opera. Il semplice riepilogo di quantità reddituali rigidamente preposte alla rappresentazione di ciò che formalmente si è realizzato nel corso dell’esercizio ed una acritica lettura del risultato che di tali grandezze funge da sintesi, quindi, non basterebbero più ad offrire un’adeguata conoscenza degli equilibri aziendali, limitando altresì il corretto esercizio dell’attività di amministrazione.

Il problema, quindi, che si viene a presentare in questo contesto è legato principalmente alla valorizzazione di tali operazioni: la contabilità a costo storico è da tempo condivisa per la sua attendibilità, economicità e chiarezza, ma anche per l’elevata significatività che si accompagna a tale criterio di misurazione in quanto ragionevole espressione del valore imputabile ad un bene e servizio scambiato<sup>23</sup>. Tuttavia, è evidente comprendere come, in transazioni prive di libera concorrenza, il prezzo pattuito perde gran parte del suo potenziale informativo e, soprattutto, introduce all’interno dei prospetti contabili grandezze qualitativamente eterogenee di difficile interpretazione.

In presenza di transazioni in cui la capacità di perseguire in modo indipendente i propri fini non sia simmetricamente distribuita, e quindi viene meno la contrapposizione dei legittimi interessi dei contraenti a favore delle preferenze dell’uno nei confronti di quelle dell’altro, è probabile che non solo il prezzo pattuito per lo scambio, ma anche le altre e numerose

---

<sup>22</sup> N. MOSCARIELLO, *Le operazioni tra “parti correlate” nella comunicazione d’azienda*, Cedam, Padova, 2007, p. 42 ss.

<sup>23</sup> N. MOSCARIELLO, *Le operazioni tra “parti correlate” nella comunicazione d’azienda*, Cedam, Padova, 2007, p. 42 ss.

condizioni che solitamente contraddistinguono i rapporti commerciali si discostino dai corrispettivi valori e dalle usuali condizioni di mercato. Orbene, le quantità scambiate, i tempi previsti per il compimento dell'operazione, le modalità di pagamento prescelte, la presenza o meno di garanzie sono, al pari del prezzo pattuito e dei suoi eventuali scostamenti dal mercato, elementi da cui poter trarre indebiti vantaggi<sup>24</sup>.

Tuttavia, nonostante gli evidenti limiti che caratterizzano il sistema contabile delle *related party transaction*, soltanto intorno alla metà degli anni Settanta i principali *standard setter* decidono di emettere documenti contabili in merito a tale argomento. Infatti, lo sviluppo dei gruppi aziendali, la sempre più netta separazione della dirigenza dalla proprietà, l'utilizzo da parte delle multinazionali delle transazioni infragruppo per ridurre il carico fiscale complessivo ed il conseguente interessamento da parte delle autorità competenti nei confronti delle modalità di determinazione del *transfert price* sono solo alcuni tra i principali fattori che hanno spinto, recentemente, i comitati contabili ad approfondire le conseguenze legate all'assenza di libera concorrenza di questi scambi.

Quanto concluso sinora ci aiuta a comprendere il perché, al fine di accrescere l'utilità delle informazioni divulgate da una impresa, diviene necessario analizzare i diversi soggetti con cui essa opera al fine di individuare, eventualmente, coloro i quali potrebbero favorire una allocazione delle risorse dissimile da quella che si realizzerebbe in presenza del naturale contrapporsi di diversi interessi.

### 3.1.2 *Le parti correlate alla reporting entity*

È possibile individuare tre principali filoni per la definizione delle parti correlate<sup>25</sup>. Il primo si concentra essenzialmente sulla natura dei soggetti e ritiene che all'interno della categoria debbano rientrare tutti coloro che sono collegati all'azienda da una relazione di controllo/significativa influenza. Il secondo approccio, differentemente, si focalizza sulle operazioni poste in essere individuando come parti correlate gli operatori economici che realizzano con l'azienda transazioni dissimili da quelle di mercato. Infine, una terza soluzione propone una versione intermedia alle precedenti: dopo aver individuato alcune fattispecie collegate all'azienda da relazioni di varia natura (presunzione), ritiene che si possa parlare di

---

<sup>24</sup> AIROLDI, BRUNETTI, CODA, *Economia Aziendale*, Il Mulino, 2005, pag. 55

<sup>25</sup> N. MOSCARIELLO, *Le operazioni tra "parti correlate" nella comunicazione d'azienda*, Cedam, Padova, 2007, p. 51 ss.

*related party* soltanto nell'ipotesi in cui queste ultime vengano coinvolte da transazioni realizzate a condizioni differenti da quelle altrimenti pattuite da soggetti indipendenti.

Nella pratica si riscontra comunque una netta prevalenza del primo tra i tre approcci descritti. È agevole individuare come nella quasi totalità dei principi contabili si utilizzi, infatti, una astratta idea di “controllo o di significativa influenza” come concetto guida da cui, poi, trarre una analitica elencazione dei numerosi soggetti riconducibili alla categoria delle parti correlate, indipendentemente dalle caratteristiche assunte dalle transazioni poste in essere da questi ultimi.

È bene porre l'attenzione, ora, sull'ancora dibattuta condizione di “controllo o significativa influenza”, in quanto si profila come un perimetro non del tutto delineato. È da ritenersi, infatti, che tale situazione venga a crearsi unicamente nell'ipotesi in cui la stessa sia tale da “*impedire che il soggetto ad essa sottoposto possa liberamente perseguire i propri interessi*”. L'introduzione di un così netto discrimine tra i vari gradi di influenza che potrebbero contraddistinguere il rapporto esistente tra una azienda ed una o più parti correlate, potrebbe limitare la possibilità di concentrare l'attenzione verso casi di minore o scarsa importanza (incapaci quindi di comportare significativi effetti sui dati contabili), con evidenti benefici nei riguardi dell'informativa divulgata e dei costi sostenuti per la sua produzione e comprensione. Dinanzi al rischio che la nozione di “parti correlate” divenga eccessivamente sfumata, i principi contabili nazionali ed internazionali hanno inoltre deciso di tralasciare esplicitamente quelle ipotesi di correlazione per cui difficilmente sarebbe possibile ottenere univoche interpretazioni.

Ebbene, si evidenzia la volontà di concentrare l'attenzione dei principali *standard setter* solo su di una particolare tipologia di *related party transaction*, la quale non si caratterizza esclusivamente da operazioni prive di libera concorrenza, ma occorre che queste siano contemporaneamente poste in essere da parti le cui relazioni indicano una situazione di chiara subordinazione dell'una nei confronti dell'altra. Chiari esempi di questa “subordinazione” si evidenziano in presenza di operazioni infragruppo (le cui condizioni vengono, direttamente o indirettamente, stabilite dalla *parent company*), nonché dinanzi a transazioni di cui gli azionisti di maggioranza, gli amministratori od i loro stretti familiari si rendono diretti protagonisti.

È agevole individuare, dunque, la strada percorsa dai comitati contabili di voler concentrare l'attenzione solo su alcune delle numerosissime fattispecie che, per le relazioni instaurate con l'azienda di riferimento, possano ritenersi correlate ad essa. Ciò non in quanto si voglia dare

una interpretazione restrittiva alle stesse, ma piuttosto perché c'è la volontà di affrontare la problematica in questione cercando una giusta sintesi tra opposte interpretazioni. Vi è sicuramente la consapevolezza del fatto che le *related party transaction* (normalmente prive di particolari intenti opportunistici) possono influenzare negativamente l'efficacia informativa del bilancio, ragion per cui devono essere individuati degli adeguati strumenti contabili che permettano di migliorare la capacità previsionale in merito ai futuri flussi di cassa/reddito. Tuttavia, altrettanto evidente, è pure l'attenzione rivolta dagli stessi *standard* nei confronti dei problemi di *governance* riconducibili a simili operazioni, i quali possono essere mitigati da una approfondita comunicazione economica d'azienda.

Si tratta, quindi, di una scelta strumentale quella di circoscrivere la categoria dei “soggetti correlati” a coloro i quali risultino coinvolti da relazioni di controllo/significativa influenza, al fine di produrre una regolamentazione che possa efficientemente soddisfare entrambe le istanze appena descritte. È importante segnalare, però, che l'individuazione dei soggetti che, data la natura dei legami che li coinvolge possano considerarsi correlati all'azienda, è semplicemente una indicazione di massima, un suggerimento volto a semplificare il processo di analisi dei possibili casi di transazioni non indipendenti<sup>26</sup>.

È semplice comprendere, dunque, perché l'interpretazione di questo tema sia ancora oggetto di numerose perplessità. In particolar modo, risulta forte la soggettività legata alla distinzione tra gli innumerevoli atti di gestione in base al loro grado di aderenza alle condizioni standard di indipendenza. Peraltro, il prezzo rappresenta solo uno degli aspetti su cui i contraenti devono accordarsi per concludere la transazione, ciò significa che la stima del grado di “equità” di uno scambio dovrà necessariamente considerare molteplici altre dimensioni che ne qualificano l'esistenza e raramente condurrà ad univoche soluzioni. Non si può trascurare, poi, che le transazioni realizzate tra parti correlate possono trovare la loro ragione d'essere proprio nella particolare situazione di dipendenza che contraddistingue i contraenti. Ebbene, in questo caso, un termine di paragone verrebbe completamente a mancare.

L'analisi sinora svolta, in merito agli approcci impiegati per l'individuazione delle *related party*, ha dato modo di comprendere perché la selezione principalmente adottata dagli *standard setter* si basa su una metodologia che<sup>27</sup>:

---

<sup>26</sup> N. MOSCARIELLO, *Le operazioni tra “parti correlate” nella comunicazione d'azienda*, Cedam, Padova, 2007, p. 61 ss.

<sup>27</sup> N. MOSCARIELLO, *Le operazioni tra “parti correlate” nella comunicazione d'azienda*, Cedam, Padova, 2007, p. 65

- considera unicamente le realtà caratterizzate da rapporti di “controllo o significativa influenza”;
- non ammette una distinzione qualitativa dei casi, preferendo un analogo trattamento per ognuno di essi.

Non meno significative, inoltre, sono le difficoltà che si presentano nel momento in cui si decide di spostare il focus dalla categoria delle persone fisiche correlate all’azienda a quella delle persone giuridiche. Non v’è alcun dubbio che le operazioni concretizzatesi tra le differenti unità costituenti un “gruppo societario” siano da considerarsi *related party transaction*. La pluralità di soggetti giuridici costituenti il gruppo non è altro che una formale rappresentazione circa la distribuzione di risorse nel loro insieme riconducibili comunque ad un unico soggetto economico. I vincoli di natura contrattuale o partecipativa che si instaurano in simili circostanze rappresentano un chiaro presupposto affinché i rapporti commerciali o finanziari riguardanti la capogruppo e le sue *subsidiary*, oppure le società sottoposte a comune controllo, possano ritenersi privi del carattere di indipendenza.

Nell’assoluta “normalità” che caratterizza questi rapporti tra entità del gruppo, si avverte l’esigenza di conoscere i termini di tali operazioni (quantità, tipologia del contratto, prezzo-costo/prezzo-ricavo, tempi di esecuzione, ecc.), cosicché ciascun *stakeholder* sarà libero di giudicare le ragioni del verificarsi delle suddette transizioni e le conseguenze delle stesse prodotte sull’equilibrio economico del gruppo e sulla specifica entità cui egli giuridicamente si ricollega.

### 3.1.3 Alcune considerazioni

Malgrado la vasta e dettagliata individuazione delle possibili “parti correlate”, continua ad essere molto elevato il rischio che fattispecie analoghe nella sostanza a quelle fino ad ora considerate, siano di fatto completamente trascurate in quanto ad esse non formalmente assimilabili. Il mancato utilizzo di generiche definizioni e la scelta di preferire ad esse specifiche soluzioni dotate di un elevato grado di obiettività e verificabilità comporta, infatti, l’inevitabile presenza di casi non sottoposti ad alcuna specifica disciplina<sup>28</sup>.

---

<sup>28</sup> N. MOSCARIELLO, *Le operazioni tra “parti correlate” nella comunicazione d’azienda*, Cedam, Padova, 2007, p. 65 ss.

Un possibile approccio al grado di indeterminatezza che caratterizza la disciplina sulle operazioni tra parti correlate può riscontrarsi, forse, nella redazione di *standard* contabili che rinuncino ad offrire un elenco preciso di soggetti che indiscutibilmente rientreranno nella definizione di parti correlate all'azienda, per preferire, piuttosto, una chiara descrizione dei principi ritenuti fondamentali all'individuazione di simili fattispecie.

La via che si sta percorrendo oggi, effettivamente, è quella di regolamentare il tema attraverso l'emissione di *principle-based standard*, cosicché è lasciata alla professionalità dei soggetti coinvolti nel processo di redazione del bilancio la concreta applicazione dei precetti basilari in essi contenuti. Ciò riducendo, tra l'altro, la possibilità che il management, pur rispettando formalmente la norma, possa utilizzare le falle che inevitabilmente si presentano in una regolamentazione per raggiungere degli obiettivi personali<sup>29</sup>.

Ciononostante, sono gli stessi documenti riguardanti le *related party transaction* che sottolineano come, al di là delle considerazioni in essi contenute, una completa analisi dei soggetti da ritenersi correlati all'azienda non possa mai prescindere da una interpretazione sostanziale delle relazioni instaurate tra le diverse entità.

Concludendo, è importante segnalare che, al di là di tutto l'impegno profuso per l'individuazione delle differenti "parti correlate", tutto ciò sarebbe vanificato qualora non si accompagnasse ad una disciplina che, attraverso la trasmissione di informazioni utili nei confronti degli *users* del bilancio, fosse in grado di ridimensionare le temute distorsioni contabili. Tutte le riflessioni portate sinora, quindi, possono essere considerate come una fase necessaria, ma non sufficiente, di uno studio che si propone di offrire un quadro completo dell'argomento delle *related party relationship*.

### 3.2 Profili di criticità legati alle operazioni con parti correlate

Le operazioni con parti correlate possono prestarsi a diversi profili di criticità e dar luogo a possibili fenomeni fraudolenti. Ciò in ragione del fatto che, come più volte specificato, quando si parla di OPC si fa riferimento a quelle operazioni in cui il particolare rapporto intercorrente con la controparte fa presumere un rischio di non congruità sostanziale delle stesse. A tal riguardo, la disciplina in materia si concentra sull'esigenza di assicurare una

---

<sup>29</sup> N. MOSCARIELLO, *Le operazioni tra "parti correlate" nella comunicazione d'azienda*, Cedam, Padova, 2007, p. 65 ss.

gestione trasparente e corretta di quelle operazioni nelle quali è maggiore il rischio che le scelte degli amministratori siano orientate, non tanto al conseguimento dell'interesse della società e, quindi, degli azionisti e di tutti coloro i quali hanno investito nella società, quanto piuttosto al perseguimento di benefici privati per sé stessi o per terzi. Le OPC possono interessare sia le imprese in cui è netta la separazione tra proprietà e controllo, ed in questo caso l'estrazione dei benefici privati è promossa dai manager aziendali, sia quelle caratterizzate da un'elevata concentrazione della proprietà, come tipicamente quelle italiane. In quest'ultimo caso, che sicuramente ci interessa più da vicino, gli azionisti di controllo (o di maggioranza) possono consumare benefici a danno dei soci di minoranza e dei creditori sociali.

Appurato che l'approccio attualmente vigente nei confronti delle operazioni con parti correlate è sicuramente prudentiale, l'orientamento prevalente non è comunque quello di proibire tali operazioni, bensì di richiederne un'adeguata e scrupolosa informativa, in quanto essenziale per l'efficiente funzionamento del mercato dei capitali. Ciò tenuto conto che la completezza delle informazioni necessarie è maggiore all'aumentare delle asimmetrie informative e dei conflitti tra *insider* ed *outsider*. Peraltro l'obiettivo del citato IAS 24 è proprio quello di consentire all'utilizzatore di bilancio di comprendere in che modo i rapporti con parti correlate possano o meno influenzare la formazione del risultato di periodo, o di quelli futuri, per effetto del realizzo od estinzione dei saldi patrimoniali in essere con le parti correlate<sup>30</sup>. Nell'analisi di questa particolare tipologia di operazioni, importante è considerare la sostanza dell'operazione, nonché gli effetti sui flussi di cassa, sulla situazione patrimoniale e sul risultato di periodo, piuttosto che la forma giuridica della transazione. Inoltre, le informazioni fornite sulle OPC possono rappresentare anche un utile strumento per comprendere in che modo gli amministratori hanno impiegato le risorse fornite dagli investitori, offrendo quindi degli elementi per la valutazione dell'operato degli amministratori stessi.

Siccome le operazioni con parti correlate possono generare effetti potenzialmente efficienti o dannosi per la società e i suoi *outsider* (minoranze azionarie o creditori sociali), bisogna individuare la linea di separazione tra queste operazioni. Tendenzialmente, lo spartiacque è rappresentato dal prezzo applicato alla transazione, purtroppo, però, non sempre questo parametro può essere indicativo ai nostri fini. Può succedere infatti che il prezzo sia allineato alle condizioni di mercato, tuttavia l'operazione con parte correlata non è conclusa

---

<sup>30</sup> Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, *Le parti correlate e le indicazioni del Principio Contabile IAS 24, strumenti di controllo e metodologie applicative*. Dicembre 2015

nell'interesse della società e dei suoi *outsider*, bensì nell'interesse dei manager o dei soci di maggioranza (ad esempio, una società del gruppo che su ordine della holding debba acquistare una partita di merce o un servizio da una consociata, a prezzo di mercato, senza però che questo sia necessario).

In conclusione, l'aspetto fondamentale che caratterizza un'operazione con parte correlata è essenzialmente il fatto che, in virtù dei particolari e rilevanti collegamenti giuridici, economici o personali esistenti tra i soggetti contraenti, si possa concludere (o, al contrario, si determini il mancato realizzo) una transazione a condizioni diverse da quelle che sarebbero state pattuite fra soggetti non influenzati dai suddetti rapporti.

Cercando di dare un ordine agli aspetti appena descritti, possiamo ricondurre il tema delle operazioni con parti correlate a tre pilastri:

- 1) Le modalità con le quali gli amministratori assumono le decisioni riguardati le operazioni con parti correlate;
- 2) Le modalità di rappresentazione in bilancio di tali operazioni e, più in generale, dei rapporti intrattenuti con parti correlate;
- 3) Aspetti fiscali, in particolar modo il tema del *transfer pricing*.

Questi punti trovano, rispettivamente, una regolamentazione in tre diverse soluzioni normative che saranno analizzate dettagliatamente nel corso del secondo capitolo.

Ciò su cui si vuole porre l'attenzione ora, invece, sono i rischi e le criticità che stanno all'origine delle operazioni con parti correlate, ossia si vogliono individuare le ragioni per le quali tali transazioni possono essere utilizzate con fini espropriativi – se non anche fraudolenti – e perché, quindi, continuano a rappresentare un campanello d'allarme nel nostro sistema economico.

A tal fine, lo scopo dei seguenti paragrafi sarà quello di fornire una definizione della fattispecie delle operazioni con parti correlate da un punto di vista della *governance* societaria e della letteratura.

#### 4. Operazioni con parti correlate: le origini del problema

È utile, in questa sede, porre particolare enfasi sulla centralità del sistema aziendale, all'interno del quale le operazioni di gestione si inseriscono e trovano il proprio significato economico<sup>31</sup>. Inoltre è necessario considerare la complessità dei processi decisori che determinano il comportamento aziendale e, soprattutto, le dinamiche di conflitto ed equilibrio di interessi che caratterizzano le decisioni aziendali. Con riferimento alle grandi imprese aperte, poi, occorre focalizzarsi su due delle principali aree di interesse della *corporate governance* che sono influenzate dalle operazioni con parti correlate: il dualismo tra principale (azionisti della società) e l'agente (*management*), tipico delle c.d. *public company* caratterizzate da un elevato frazionamento proprietario, e le delicate relazioni tra i detentori del c.d. capitale di comando (in genere i soci di maggioranza) e del c.d. capitale controllato (soci di minoranza), tipiche delle imprese a capitale concentrato.

Infatti, il diffondersi del modello della grande impresa a capitale aperto e la progressiva riduzione delle barriere alla libera circolazione internazionale dei beni e dei capitali, sono stati alcuni tra i fattori che, negli ultimi anni, hanno determinato un crescente ed ampio dibattito sulla *corporate governance*, ossia sul «*modo in cui le grandi imprese sono dirette e controllate*<sup>32</sup>». Tutto ciò, in considerazione sia delle complessità gestionali connesse alle loro dimensioni, che della numerosità e della rilevanza degli interessi coinvolti.

In questo contesto, la disciplina delle operazioni con parti correlate è oggetto di particolare attenzione in quanto è diffusa la consapevolezza che esse possano costituire uno strumento per il compimento di abusi, a danno delle imprese stesse e delle diverse categorie di *stakeholder*, da parte dei soggetti che si trovano in posizioni apicali o che siano detentori del potere decisionale all'interno delle organizzazioni.

In definitiva, la particolarità che caratterizza le operazioni con parti correlate è che si riduce, o addirittura si annulla, la contrapposizione di interessi tipica delle normali transizioni di mercato (*arm's length character*) e ciò può influenzare, potenzialmente:

- la decisione stessa di concludere la transazione;

---

<sup>31</sup> P. VIERI, *Il processo decisionale nelle operazioni con parti correlate. Analisi economico-aziendale alla luce della normativa di riferimento*, Università degli studi di Foggia, 2009, p. 10

<sup>32</sup> CADBURY REPORT, *Report of the committee on the financial aspects of corporate governance*, Gee & c., Londra, 1992. In P. VIERI, *Il processo decisionale nelle operazioni con parti correlate. Analisi economico-aziendale alla luce della normativa di riferimento*, Università degli studi di Foggia, 2009, p. 11

- la definizione delle condizioni dell'operazione<sup>33</sup>.

Ciò significa, in buona sostanza, che i soggetti che detengono il potere decisionale nell'azienda hanno la possibilità di concludere con una parte correlata delle operazioni che non avrebbero concluso con una controparte non correlata, invero potrebbero stabilire condizioni economiche (quali ad esempio corrispettivi, tempi, eventuali garanzie prestate o ricevute, ecc) non in linea a quelle che verrebbero praticate in una medesima transazione indipendente, con lo scopo di avvantaggiare l'una o l'altra parte. È evidente come queste operazioni si rivelino potenzialmente pericolose, soprattutto in considerazione dei molteplici interessi in gioco che, non di rado, possono trovarsi in posizione conflittuale rispetto agli interessi dell'impresa (c.d. interesse sociale).

Come meglio si analizzerà nel corso del paragrafo, il principale rischio sotteso alle operazioni con parti correlate è che possano costituire uno strumento efficace e poco controllabile per la sottrazione di risorse all'economia dell'azienda per il loro trasferimento ad altre economie, nell'interesse personale dei soggetti investiti del potere decisionale (cc.dd. *tunneling transactions*). Le OPC possono anche costituire un efficace strumento di alterazione dell'informativa contabile (c.d. *earnings management*) e per questo motivo rappresentano una delle principali aree di rischio sulle quali si concentra l'attenzione dei revisori contabili.

Si vogliono, pertanto, analizzare i conflitti e gli equilibri dei diversi interessi che influenzano le decisioni aziendali, i quali possono condurre a decisioni conformi o non conformi al criterio guida dell'economicità aziendale, indipendentemente dal fatto che tali decisioni implicino o meno operazioni con parti correlate.

#### 4.1 Il criterio dell'economicità ed il ruolo del soggetto economico

Ancor prima di affrontare il tema dei conflitti d'agenzia, può risultare utile porre l'attenzione sui conflitti e gli equilibri che influiscono sulle decisioni aziendali. Partendo infatti dal presupposto che le decisioni aziendali non sono altro che il punto d'incontro tra diversi interessi, i quali possono tra loro essere in accordo o in opposizione gli uni agli altri, l'economista e aziendalista Aldo Amaduzzi (1957) fornisce una specifica tassonomia degli

---

<sup>33</sup> P. VIERI, *Il processo decisionale nelle operazioni con parti correlate. Analisi economico-aziendale alla luce della normativa di riferimento*, Università degli studi di Foggia, 2009, p. 14

interessi che incidono sulle decisioni dell'azienda e ne propone una classificazione che, tutt'ora, può ritenersi di grande utilità.

Amaduzzi<sup>34</sup> distingue tra:

- i. interessi *oggettivi*, «che sono dettati dalla necessità di mantenimento delle condizioni di equilibrio aziendale, ed in genere dalla necessità di buon governo dell'azienda»;
- ii. interessi *soggettivi*, «che fanno a capo a persone o a gruppi di persone che prestano la loro opera nell'azienda o che, dal di fuori, si interessano del posto che l'azienda può occupare nel sistema sociale. Sono interessi, questi ultimi, che non hanno il loro fondamento in un fenomeno oggettivo dell'azienda, ma nelle vedute e nelle aspirazioni di persone, avulse da una logica oggettiva ma intonate ad esigenze di classi, di persone».

La tassonomia proposta dall'autore può condurre alla seguente interpretazione: gli interessi oggettivi dell'azienda e gli interessi soggettivi determinano complessivamente gli interessi che influiscono, in ultima battuta, sulle decisioni aziendali. Considerando che gli interessi oggettivi sono, per loro natura, conformi alle condizioni di “equilibrio aziendale”, sono gli interessi soggettivi che rivestono un ruolo cruciale nel nostro ragionamento. Questi interessi, possono appartenere sia a persone dell'azienda che a persone o enti estranei all'azienda (ma ad essa correlati), e a loro volta possono essere conformi o contrari alle condizioni di “equilibrio aziendale”<sup>35</sup>.

Appurato questo schema, è necessario investigare il significato di equilibrio aziendale che, come appena detto, oltre che a qualificare gli interessi oggettivi, rappresenta anche un significativo spartiacque tra gli interessi soggettivi che incidono sulle decisioni d'impresa (conformi o contrari).

Il concetto di equilibrio aziendale, essenzialmente, può essere definito attingendo alle nozioni che caratterizzano l'equilibrio economico, nonché al fondamentale criterio dell'economicità. In poche parole, i diversi interessi soggettivi (siano essi di persone interne all'azienda ovvero di persone o enti esterni) possono essere ispirati ad obiettivi conformi o contrari alla salvaguardia e al miglioramento dell'equilibrio aziendale e possono, pertanto, indurre comportamenti che tendono o meno al criterio dell'economicità aziendale.

---

<sup>34</sup> A. AMADUZZI, *Conflitto ed equilibrio di interessi nel bilancio dell'impresa*, Cacucci, Bari, 1957

<sup>35</sup> Elaborazione dello schema proposto da Amaduzzi, in A. AMADUZZI, *Conflitto ed equilibrio di interessi nel bilancio dell'impresa*, Cacucci, Bari, 1957

Per giungere alle nostre conclusioni, dobbiamo considerare ora la rilevanza che assume il c.d. soggetto economico, ossia «*la persona o il gruppo di persone che di fatto ha ed esercita il supremo potere nell'azienda*». Egli detiene la capacità, la volontà e il potere di governare l'azienda, ciò significa che nelle proprie decisioni si trova a convogliare molteplici interessi che gravitano intorno all'impresa. È agevole comprendere, dunque, come è possibile che gli interessi del soggetto economico non necessariamente coincidano con gli interessi oggettivi dell'azienda e, di conseguenza, come i giudizi di convenienza economica formulati dallo stesso possano discostarsi dal criterio di economicità ispirato all'equilibrio di quella specifica azienda, a favore di giudizi di economicità “super-aziendale” (qualora il medesimo soggetto riunisca sotto la propria sfera di influenza più entità giuridiche) o, più frequentemente, avvantaggiando interessi soggettivi degli individui che compongono il soggetto economico (indipendentemente dal fatto che siano conformi o contrari)<sup>36</sup>.

## 4.2 La Teoria dell'Agenzia

Il problema dell'espropriazione di ricchezza tramite le operazioni con parti correlate configura una delle forme più comuni con cui può manifestarsi la “*teoria dell'agenzia*”, elaborata da Jensen e Meckling nel 1976.

Gli autori affrontano il problema distinguendo i conflitti in due categorie:

- I. Il “problema di agenzia di *I tipo*” che riguarda la separazione tra la proprietà (ossia la titolarità del capitale azionario, definito come Principale) e l'esercizio delle prerogative del controllo societario (quale la gestione dell'impresa, funzione tipica del management, definito come Agente). Questo problema (A-P) è tipico delle grandi imprese con un elevato frazionamento proprietario, le c.d. *public company* del modello anglosassone. È proprio grazie alla polverizzazione del capitale azionario, diviso tra un numero assai elevato di azionisti, e conseguentemente, ai limitati controlli e all'asimmetria informativa che vi è spazio per potenziali comportamenti opportunistici da parte del management, il quale può trovarsi nella condizione di sottrarre ricchezza alla società a proprio favore tramite scelte operative e strategiche.

---

<sup>36</sup> P. VIERI, *Il processo decisionale nelle operazioni con parti correlate. Analisi economico-aziendale alla luce della normativa di riferimento*, Università degli studi di Foggia, 2009, p. 33

II. Il “problema di agenzia di *II tipo*”, considera, invece, le relazioni tra gli azionisti che detengono il c.d. «capitale di comando» e la generalità degli altri azionisti, titolari del c.d. «capitali controllato». In questa fattispecie si considerano i potenziali conflitti tra Principale e Principale (P-P), o più chiaramente, tra gli azionisti di maggioranza (ossia l'azionista, o coalizione di azionisti, che è in grado di dominare stabilmente l'assemblea e, indirettamente, di concorrere alle decisioni strategiche) e quello di minoranza. È agevole comprendere come, vista la sua posizione, l'azionista di maggioranza possa trovarsi nella situazione di ottenere benefici privati influenzando le decisioni aziendali. A questo punto, se gli interessi dei/l soci/o di maggioranza si discostano da quelli generali della società (quelli che prima abbiamo definito come interessi oggettivi), si reca un danno implicito agli azionisti di minoranza che si vedono deturpare il patrimonio aziendale. Tale problema di agenzia si manifesta con maggiore probabilità quando la proprietà ed il controllo coincidono in uno o più soci di maggioranza e, soprattutto, quando il quadro istituzionale volto a proteggere i diritti dei soci di minoranza è assente o inefficace (Peng e Jiang, 2010).

Ciò premesso, di seguito si svolge un breve approfondimento delle dinamiche di *corporate governance* relative al secondo problema in esame, ossia il conflitto tra Principali, e quindi prendendo in riferimento il modello d'impresa a capitale concentrato. Questa scelta è data dal fatto che nella realtà economica italiana le problematiche evidenziate vengono a presentarsi, con una netta prevalenza, sottoforma di conflitti d'interesse tipici del secondo modello.

#### *4.2.1 Il conflitto di interessi tra i detentori del «capitale di comando» e del «capitale controllato».*

Questo problema di agenzia deriva dalla divergenza tra gli obiettivi particolari dei soci, i quali non sono gestiti in maniera appropriata dal sistema di controllo interno o esterno (Wright et al., 2005) e permettono alla parte controllante di trarre benefici privati a danno dei restanti soci. Infatti, il soggetto che detiene il controllo potrebbe sfruttare la propria posizione di vantaggio informativo, nonché il proprio potere decisionale, per porre in essere comportamenti finalizzati a massimizzare la propria personale utilità. Tutto ciò andando a ledere, indirettamente, gli azionisti detentori del capitale controllato che in questa situazione divengono il soggetto debole del rapporto di agenzia. Tale conflitto di interessi assume la massima intensità qualora la quota detenuta dall'azionista di comando sia molto limitata, ad

esempio nel caso in cui il controllo sia ottenuto attraverso piramidi societarie, tramite partecipazioni incrociate o con l'emissione di categorie di azioni a voto limitato. A questo punto le minoranze di controllo hanno l'opportunità di sfruttare il loro ruolo apicale (seppur mediato dalla presenza dei manager) per estrarre ricchezza prodotta dall'azienda attraverso le c.d. operazioni di *tunneling* e *perquisites*.

I benefici privati di controllo, perseguibili mediante queste operazioni con parti correlate, possono essere classificati in ragione della tipologia di operazione (*tunneling* pecuniaria o *perquisites* non pecuniaria) ed in base alla trasferibilità. (Ehrhardt e Nowak, 2003)<sup>37</sup>.

Ponendo un particolare accento sul *Tunneling*, secondo una classificazione condivisa dalla letteratura internazionale questo può manifestarsi in due modi:

- i. Le c.d. *self-dealing transactions*, le quali prevedono l'appropriazione di risorse aziendali da parte di chi esercita il controllo. Ciò può avvenire tramite veri e propri furti o frodi, sicuramente illegali ma difficilmente identificati e puniti, ma anche, e soprattutto, attraverso attività tipiche di impresa quali la vendita di attività a prezzi vantaggiosi per il socio di controllo, garanzie per debiti privati, appropriazione di opportunità di business dell'azienda, ecc.

Possiamo suddividere ulteriormente questa categoria in: operazioni di *cash-flow tunneling*, le quali intaccano il risultato del singolo esercizio ma non coinvolgono i fattori produttivi sui quali l'impresa fonda la propria sopravvivenza nel lungo periodo e, le più pericolose, operazioni di *asset tunneling*, nel quale vi è un trasferimento di fondamentali *asset*, tangibili e intangibili, ad un prezzo non commisurato alla loro valenza strategica. Com'è facile intuire, queste ultime operazioni sono le più dannose in quanto vanno ad erodere in modo significativo non solo i risultati dell'esercizio ma soprattutto la capacità dell'azienda di generare flussi di cassa e di reddito anche negli esercizi futuri.

- ii. Le c.d. *diluting transactions*, le quali si caratterizzano per essere operazioni dell'azionista di controllo tese all'incremento della propria quota nel capitale ordinario, in assenza però di un vero e proprio trasferimento di risorse aziendali. Rientrano in questa categoria una serie di operazioni, tra le quali: l'emissione di azioni a prezzi diluitivi (nel momento in cui, ad esempio, il valore di un conferimento di beni

---

<sup>37</sup> M. PIZZO, *Related party transactions under a contingency perspective*. In *Journal of Management & Governance*, 2013, p. 310-330

in natura o complessi aziendali funzionanti non sia completamente giustificato economicamente), le c.d. *creeping acquisitions*, le strategie di *freeze-out* e di *squeeze-out* delle minoranze o, infine, l'attività di *insider trading*.

Sebbene entrambe le categorie di *tunneling* si attestino ad essere dannose per i detentori del capitale controllato, solo la prima tipologia di queste (al punto *i.*) si caratterizza per essere sempre contraria all'interesse oggettivo dell'impresa e, di conseguenza, non rispondente al criterio dell'economicità aziendale.

È chiaro dunque che le operazioni di *tunneling*, indipendentemente dalla forma che assumono, debbano essere contrastate mediante apposite disposizioni legislative e regolamentari, nonché da una efficace tutela degli azionisti-risparmiatori di minoranza<sup>38</sup>. Alla luce di ciò, è compito dell'azienda stessa dotarsi di procedure tali da impedire la sottrazione di risorse da parte dell'azionista di controllo e, soprattutto, di munirsi di un sistema di *corporate governance* in grado di garantire che le OPC (ossia lo strumento privilegiato che ha in mano l'azionista di maggioranza per l'appropriazione delle risorse) siano sempre subordinate alla rispondenza degli interessi oggettivi dell'impresa, pur nella consapevolezza della enorme complessità legata a tale applicazione.

È evidente, a questo punto, l'importanza di riuscire a regolamentare e controllare l'effettuazione di operazioni con parti correlate, in quanto ciò permette di sottrarre all'azionista di controllo (e ai manager) una delle leve principali su cui può contare per compiere abusi a danno della società e, di conseguenza, dei detentori del capitale controllato.

#### 4.3 Problema di agenzia nelle società Italiane

Al fine di chiarire l'importanza e l'attualità che caratterizza il tema delle OPC, è utile analizzare le caratteristiche delle società italiane e comprendere quali siano i possibili problemi di agenzia legati a questa realtà.

---

<sup>38</sup> N. MICHIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, Giuffrè Editore, Milano, 2016

Il modello di capitalismo italiano presenta alcune peculiarità rilevanti che lo distinguono dai due modelli tradizionali, quello anglosassone (*outsider system*) e quello renano-nipponico (*insider system*), anche se può essere ricondotto in grandi linee al secondo.

Tali caratteristiche<sup>39</sup> distintive possono riscontrarsi in:

- ❖ Una presenza predominante di piccole medie imprese, caratterizzate essenzialmente da un modello di gestione familiare, retto da accordi e rapporti di parentela o di amicizia tra coloro che detengono la proprietà della società;
- ❖ Un numero limitato di grandi imprese, anch'esse caratterizzate da una proprietà concentrata e con la prevalenza di una gestione e di un controllo di tipo familiare;
- ❖ Un mercato finanziario storicamente poco sviluppato, con la presenza impattante degli intermediari finanziari (i quali ricoprono un ruolo marginale nella *corporate governance* in quanto raramente possiedono una quota significativa di capitale nella società) e la sostanziale assenza di investitori istituzionali;
- ❖ Un'elevata concentrazione dei diritti di voto che consentono ad un azionista o ad una coalizione di azionisti di detenere il controllo dell'assemblea. Considerando questo aspetto, molto diffusa è anche la presenza delle strutture di controllo piramidale (o gruppi piramidali), in cui la società Holding è capace di controllare un numero potenzialmente elevato di società con investimenti considerevolmente inferiori. Questo meccanismo prende il nome di "scatole cinesi" e permette all'azionista di maggioranza della capogruppo di acquisire e mantenere le quote di capitale sociale necessarie al controllo dell'intero gruppo con un modesto ammontare di investimento. È evidente, in questa fattispecie, come possano essere "lontani" e divergenti gli interessi tra la capogruppo controllante e gli azionisti di minoranza delle società controllate che fanno parte dell'ultimo anello della catena (Fortuna, 2001).

Questi aspetti che delineano l'assetto proprietario delle società italiane, sommato ad una debole protezione istituzionale delle minoranze, hanno fatto sì che le operazioni con parti correlate siano state utilizzate nel tempo come strumento espropriativo, specialmente nei

---

<sup>39</sup> M. PIZZO, *Related party transactions under a contingency perspective*. In *Journal of Management & Governance*, 2013, p. 310-330

gruppi di società<sup>40</sup>. È giustificata, quindi, la reazione negativa del mercato alla presenza di gruppi piramidali ed è forse anche per questo che negli ultimi anni si assiste ad un passaggio dalle piramidi alle coalizioni, quindi ad accordi basati su un sindacato di voto (Montalenti, 2007).

In conclusione, è comunque corretto precisare che non sempre i gruppi piramidali sono utilizzati con fini fraudolenti. Secondo un recente studio (Di Carlo, 2013), più del 70% delle capogruppo quotate hanno dichiarato che gli azionisti di controllo della holding non esercitano concretamente l'attività di direzione verso le consociate, e ciò in quanto, nonostante operino nello stesso settore, si vuole limitare il rischio di espropriazione percepito dagli azionisti di minoranza ed il conseguente rischio di riduzione del prezzo delle azioni.

Ciò non è sicuramente sufficiente a convincere gli *outsiders* che vi è una concreta separazione tra proprietà/controllo e direzione, e quindi, che i soci di maggioranza rinunceranno ad ottenere benefici privati a scapito delle *minorities*, tuttavia l'impatto che la "reputazione" può avere sul valore delle azioni è da considerarsi ugualmente un importante deterrente.

Riconducendoci a quanto sinora detto, nelle società caratterizzate da una struttura concentrata come quella italiana, si manifesta maggiormente il problema di agenzia di II tipo (facendo riferimento alla definizione di Jensen e Meckling, 1976) ed è quindi necessario concentrarsi su ogni possibile conflitto che può venirsi a creare tra gli azionisti di controllo e quelli di minoranza.

---

<sup>40</sup> Oltre al caso Parmalat e Cirio già menzionati, ci sono stati numerosi episodi anche nello scenario internazionale. Ad esempio il caso Enron (2001), il caso dell'Adelphia Communications (2002), il caso Tyco (2002), il caso Worldcom (2002). Per una sintesi dei principali scandali finanziari degli Stati Uniti si rinvia a G. GIROUX, *What Went Wrong? Accounting Fraud and Lessons from the Recent Scandals*, in *Social Research*, Vol. 75, n. 4, 2008

## 5. Le teorie economico-giuridiche relative al tema delle OPC

La letteratura economico-giuridica ha ampiamente dibattuto in merito al tema delle OPC, in quanto opinioni contrastanti qualificano tali operazioni da un lato come manovre espropriative e dannose per l'interesse sociale, e dall'altro invece, come azioni necessarie ed anche fisiologiche per il raggiungimento di determinati obiettivi strategici ed aziendali.

Naturalmente, le conclusioni che possono trarsi in merito alla problematica relativa alle operazioni con parti correlate variano molto a seconda del quadro concettuale che si decide di adottare. Una breve rassegna delle teorie in tal senso più rappresentative ci permetterà di ampliare l'angolo di osservazione e di apprezzare le diverse sfumature che indubbiamente contraddistinguono il tema oggetto d'analisi<sup>41</sup>.

Le due principali teorie presenti in letteratura<sup>42</sup> che si occupano di analizzare le OPC sono:

- a) La teoria dei conflitti d'interesse
- b) L'ipotesi della transazione efficiente

Come si vedrà, i sostenitori della prima tesi ritengono che tali operazioni implicino comportamenti opportunistici (i cc.dd. problemi di *moral hazard*, riferiti all'agente ed *adverse selection*, tipici del principale) realizzati considerando unicamente l'interesse del soggetto in posizione di comando (esso sia l'azionista di maggioranza o il management) e finalizzati ad espropriare valore ai soci; i secondi, invece, considerando queste come accordi che soddisfano i bisogni economici dell'azienda e permettono di incrementarne il suo valore.

È logico, quindi, che fare riferimento ad una o l'altra teoria farà sì che si presentino soluzioni applicative completamente discordanti riguardo le disposizioni sulle OPC. Di seguito andiamo ad investigare e presentare queste due posizioni.

---

<sup>41</sup> N. MOSCARIELLO, *Le operazioni tra "parti correlate" nella comunicazione d'azienda*, Cedam, Padova, 2007, p. 27

<sup>42</sup> M. PIZZO, *Related party transactions under a contingency perspective*. In *Journal of Management & Governance*, 2013, p. 310-330. E. DI CARLO, *Interpretare le operazioni con parti correlate: importanza della disclosure delle motivazioni sottostanti e delle procedure di approvazione*. In *Rivista Italiana di Ragioneria ed Economia Aziendale*, 2014, p. 197-212

## 5.1 La Teoria dei Conflitti di Interesse

Considerando la teoria dei conflitti di interesse, sono stati evidenziati numerosi svantaggi associati alle operazioni con parti correlate. Ricerche hanno infatti messo in evidenza:

- ❖ Inefficienze di *corporate governance*. La probabilità che si concludano OPC potenzialmente dannose è negativamente correlata all'indipendenza dell'organo amministrativo. È possibile, quindi, che nelle società caratterizzate da un debole sistema di governo societario questo strumento venga utilizzato con maggiore frequenza. In aggiunta a ciò, esiste il pericolo che le OPC possano minare le funzioni dei direttori non esecutivi, rendendoli così non indipendenti e sempre più vicini ai manager esecutivi (la parte forte del problema di agenzia).
- ❖ *Earnings management*, in quanto le operazioni con parti correlate possono costituire un efficace strumento di alterazione dell'informativa contabile, attraverso cui si può manipolare l'utile d'esercizio ed ottenere desiderati indici reddituali. In altre parole, il management può essere incentivato a modificare i risultati di gestione al fine di raggiungere specifici obiettivi, con l'intento di ottenere guadagni personali, per giustificare determinate azioni o, soprattutto, per nascondere l'appropriazione di ricchezza aziendale.
- ❖ *Tunneling*, già descritto nel paragrafo precedente, consiste in transizioni con le quali è possibile trasferire valore dalla società all'esterno. Il fenomeno del *tunneling* può assumere svariate forme in quanto sono molteplici le modalità con le quali è possibile sottrarre risorse all'azienda.
- ❖ *Transfer pricing*, strettamente legato al fenomeno dell'*earning management*, rappresenta un delicato tema d'interesse tributario e fiscale. È possibile, infatti, che operazioni con parti correlate (o meglio, operazioni infra-gruppo) compiute nell'ambito di gruppi multinazionali, siano finalizzate ad ottimizzare il livello di imposizione fiscale complessivo mediante il trasferimento dei redditi fiscali nei paesi a più ridotta tassazione. Ciò è permesso, per l'appunto, grazie alla determinazione del valore/corrispettivo (c.d. *transfer price*) che viene stabilito tra le parti correlate per lo scambio di quel determinato bene o prestazione di servizio.

La teoria richiama, dunque, quanto già descritto in merito ai problemi d'agenzia. Gli autori assumono che le OPC possano condurre a comportamenti opportunistici, in conflitto di interesse, da parte del management nel caso in cui ci sia un utilizzo improprio dei beni aziendali (e quindi problemi di azzardo morale) ovvero quando queste operazioni conducano ad una manipolazione delle informazioni al fine di ottenere determinati risultati di bilancio (ossia problemi di selezione avversa).

Per contrastare suddetti problemi, gli azionisti si trovano costretti a sopportare i c.d. costi di agenzia (Jensen M., 1976) che possono essere identificati in<sup>43</sup>:

- Costi di monitoraggio, ovvero quei costi sostenuti dagli azionisti/principali per cercare di osservare, misurare, controllare ed incentivare l'operato e la performance dei manager. Ciò è dovuto al fatto che essi si trovano in una situazione di asimmetria informativa. Questi costi possono ad esempio riguardare l'auditing e i sistemi di controllo interno.
- Costi di riassicurazione, ossia tutti quei costi dovuti al fatto che i manager si trovano nella situazione di dover "convincere" il principale che i propri interessi sono conformi a quelli degli azionisti. Includono quindi tutte quelle attività implementate dall'agente in questa direzione.
- Costi residuali, quindi una categoria che accoglie tutti i costi associati a qualsiasi altra divergenza non precedentemente contemplata.

Tutti questi costi, in conclusione, vanno a spiegare il perché le operazioni con parti correlate siano collegate a peggiori performance aziendali, ritorni inferiori, o a minore valore del capitale<sup>44</sup>. Infatti, considerando che esiste un obbligo alla divulgazione delle informazioni sulle operazioni con parti correlate, il mercato, che è a conoscenza di tali problematiche, potrebbe reagire negativamente correndo al riparo vendendo le proprie azioni. Ciò indubbiamente determinerebbe la riduzione del prezzo di tali azioni nonché del valore del capitale. È comunque importante segnalare che non è immediata la valutazione negativa da parte del mercato in caso di effettuazione di OPC ma ciò avviene, in genere, a seguito della realizzazione di determinate categorie (ad esempio prestiti con parti correlate).

---

<sup>43</sup> M. PIZZO, *Related party transactions under a contingency perspective*. In *Journal of Management & Governance*, 2013, p. 310-330

<sup>44</sup> N. MOSCARIELLO, *Le operazioni tra "parti correlate" nella comunicazione d'azienda*, Cedam, Padova, 2007, p. 30-31

### 5.1.1 *Alcune considerazioni critiche*

La teoria dei conflitti di interesse sembra essere particolarmente sensibile ai bisogni sociali, concentrandosi sulla protezione delle minoranze, sull'equità e sull'efficienza del mercato dei capitali. Non sorprende, dunque, che le sue soluzioni siano coerenti con la crescente preoccupazione legata a suddetti rapporti e al clima politico che si sta creando intorno alla questione. Si potrebbe sostenere che, in una certa misura, questa prospettiva offre una "scusa politica"<sup>45</sup> per legittimare requisiti più stringenti ed invasivi di *disclosure* e di monitoraggio.

Questo approccio, tuttavia, risulta indebolito da alcuni fattori che mettono in dubbio ciò che la teoria supporta. Andiamo ora ad esaminarli brevemente.

L'evidenza empirica: Non sempre, o sistematicamente, le analisi empiriche soddisfano i risultati attesi. Come è già successo, la letteratura supporta anche conclusioni contraddittorie e rivela diverse sfumature, che introducono distinzioni e avvertenze le quali richiedono un trattamento specifico. Per questo motivo, sta lentamente emergendo l'idea che le transazioni con parti correlate non possano essere valutate tutte nello stesso modo e, di conseguenza, che solo alcune categorie di esse debbano essere considerate pericolose.

Infatti si è assistito a risultati che appaiono errati o incoerenti rispetto a quelli che la teoria propone. Basti considerare che l'ipotesi secondo la quale la presenza di OPC possa, di per sé, aumentare il rischio di frode non ha mai riscontrato evidenze a supporto (Bell e Carcello 2000). Inoltre, non tutte le OPC sono collegate all'*earning management*. È fondato il timore dei prestiti a tasso fisso tra parti correlate, che si attestano ad essere positivamente correlati all'alterazione del *reporting*, tuttavia non sono disponibili elementi di prova per altre tipologie di transazioni, sostenendo così la conclusione generale che le operazioni con parti correlate non implicano necessariamente la gestione dei guadagni. (Gordon e Henry 2005).

La motivazione economica: la teoria dei conflitti di interesse è soggetta ad alcune critiche in merito ai suoi limiti stringenti. Infatti, non riesce a considerare nell'analisi anche i possibili benefici che le OPC possono produrre ed esclude a priori che queste transazioni possano essere scelte perché più convenienti rispetto al mercato. Tuttavia queste possibilità ci sono e devono essere prese in considerazione, ad esempio:

---

<sup>45</sup> M. PIZZO, *Related party transactions under a contingency perspective*. In *Journal of Management & Governance*, 2013, p. 310-330

- il *tunneling*, tanto demonizzato, non implica necessariamente l'espropriazione opportunistica della ricchezza perseguita dagli amministratori e/o dall'azionista di controllo per ottenere benefici privati. Può essere, infatti, parte di una più ampia strategia fiscale volta a ridurre il carico tributario (ad esempio il *tunneling*, nel caso delle multinazionali, può essere utilizzato per spostare i redditi tra un paese e l'altro, generalmente verso quello con la minor tassazione – gli *ex* paradisi fiscali – con lo scopo di ridurre il carico tributario complessivo del gruppo). Ciò sicuramente allarma e scatena la preoccupazione delle autorità fiscali, tuttavia non può essere classificato come operazione in conflitto di interesse da parte degli amministratori e nemmeno come una decisione necessariamente dannosa per gli azionisti di minoranza.

- esiste l'eventualità che l'azionista di controllo possa utilizzare fondi privati per sostenere temporaneamente una società in difficoltà finanziarie al fine di salvarla dal fallimento. Questo tipo di *tunneling* è conosciuto in letteratura come "*propping*" (Friedman et al 2003) ed è correlato positivamente alle strutture piramidali.

Esiste, inoltre, un altro fondamentale presupposto che rende poco significativa la teoria dei conflitti di interesse, infatti una condizione implicita alla teoria è che le transazioni con parti correlate possano essere concluse con terze parti a valori e condizioni di mercato (*at arm's lenght conditions*). È chiaro, qui, il riferimento ai paradigmi economici neoclassici nei quali si sostiene l'esistenza di mercati efficienti in cui gli attori economici operano in maniera razionale e, dunque, che i rapporti interni non siano giustificati ma debbano essere guardati con sospetto. Tuttavia già sappiamo che questo approccio è puramente teorico e in conflitto con l'attuale logica di business, ragion per cui un mercato può agevolmente non esistere (a causa di restrizioni o limiti tecnici, logistici, economici o politici) oppure c'è la possibilità che lo scambio con terze parti possa consapevolmente non essere preferito dall'azienda in quanto il legame creato con le parti correlate risulta essere più conveniente. Il perché di questa convenienza ci viene spiegato dalla Teoria dei costi di transazione (Williamson, 1985), la quale descrive come gli scambi all'interno del gruppo, o con parti ad esso correlate (ad esempio *Joint venture*), siano preferibili rispetto al mercato in quanto riducono i costi di transazione, permettono migliori condizioni ed offrono nuove opportunità (permettono di perseguire determinati obiettivi strategici).

Per concludere, risulta chiaro come l'esistenza di informazioni incomplete (mercati imperfetti) e di evidenze empiriche che non supportano efficacemente la teoria dei conflitti di

interesse, ci porti a considerare altre strade. Queste criticità, dunque, legittimano e sembrano favorire la seconda teoria prodotta dalla letteratura. L'ipotesi che le transazioni con parti correlate possano perseguire obiettivi aziendali equi ed economicamente sani, dunque, merita di essere considerata benché, come vedremo, anch'essa non sembra rappresentare una valida alternativa alla teoria dei conflitti di interesse.

## 5.2 La Teoria della Transazione Efficiente

La seconda teoria, l'ipotesi della transazione efficiente, considera le operazioni con parti correlate come uno strumento economico a disposizione dell'azienda per la realizzazione di determinate esigenze di business.

Pertanto, con riferimento agli interessi degli azionisti, o dei vari *stakeholder*, tali operazioni non possono essere considerate dannose in quanto permettono di massimizzare il valore aziendale grazie alla riduzione dei costi di transazione. Inoltre, richiamando quanto precedentemente detto, rappresentano un importante strumento contrattuale per gestire i rapporti che si concludono in un ambiente caratterizzato da informazione incompleta. Le operazioni poste in essere tra parti correlate e, per questo, in una condizione intermedia tra mercato e gerarchia, diventano così la strada più conveniente per eseguire parte della catena del valore (coerentemente con la *teoria dei costi di transazione*, Coase 1937; Williamson 1985).

Altri possibili benefici legati al compimento di OPC possono essere<sup>46</sup>:

- ❖ maggiore coordinamento delle diverse attività, una più attenta analisi delle procedure e feedback tempestivi grazie al fatto che i rappresentanti delle parti contraenti sono membri dello stesso Consiglio;
- ❖ possono realizzarsi transazioni che difficilmente sarebbero concluse a condizioni di mercato (ad esempio quando entrano in gioco i c.d. investimenti specifici) oppure vengono stabiliti termini e condizioni più convenienti per entrambe le parti. Tutto ciò è

---

<sup>46</sup> M. PIZZO, *Related party transactions under a contingency perspective*. In *Journal of Management & Governance*, 2013, p. 310-330

giustificato dalla profonda conoscenza reciproca e la familiarità che caratterizza i rapporti tra le parti correlate;

- ❖ queste operazioni possono anche essere utilizzate come integrazione alla remunerazione degli amministratori.

Pertanto, i mercati dei capitali interni possono risultare favorevoli per l'intero gruppo quando i canali esterni sono scarsi e incerti (Khanna e Palepu 1997). L'esistenza dei gruppi, infatti, permette anche di superare le difficoltà che compromettono la produzione nei paesi emergenti e rendono più appetibili e redditizi gli investimenti in questi luoghi (Fisman e Khanna 2004). La condivisione di diverse competenze (come quelle tecnologiche, di marketing, ...) associata alla disponibilità delle risorse finanziarie del gruppo, contribuisce alla redditività, integra i mercati dei capitali inefficienti e riduce i costi complessivi (Chang e Hong 2000, Moscariello 2007).

Tuttavia, le prove a favore non sono ancora del tutto sufficienti e, soprattutto, non assicurano in alcun modo che non vi sia la possibilità di trasferire ricchezza attraverso rapporti interni. Inoltre, i problemi di agenzia svolgono ancora un ruolo fondamentale nella formazione dei benefici e dei costi di affiliazione di gruppo, andando a ridurre considerevolmente gli effetti positivi derivanti dallo sfruttamento dei mercati interni (Claessens e Fan 2002, Claessens, et al 2006). Purtroppo, l'approccio basato sulla teoria dei costi di transizione non sembra rappresentare una valida alternativa alla teoria dei conflitti di interesse. Anche in questo caso le evidenze empiriche non supportano pienamente la teoria e l'idea che le transazioni con parti correlate soddisfino sempre dei bisogni economico-strategici risulta essere abbastanza sempliciotta.

I rischi associati alle OPC non possono dunque essere ignorati né trascurati e rimane fermo il concetto che esse possano rappresentare un danno per gli azionisti di minoranza nonché minare la fiducia del mercato dei capitali.

In conclusione, sebbene le transazioni con parti correlate siano da considerarsi come fisiologiche operazioni di gestione, emergono chiare le ragioni per le quali è importante dedicare particolare attenzione a questo tema, in considerazione degli effetti distorsivi ed impattanti che possono scaturire.

### 5.3 La Teoria Contingente

Giunti alla conclusione che nessuna delle precedenti metodologie sia in grado di far fronte ad un'analisi completa della fattispecie delle operazioni con parti correlate – viste le carenze e i limiti che presentano nel fornire interpretazioni che, seppure diametralmente opposte, si caratterizzano per ragionamenti essenzialmente incompleti – andiamo allora a considerare un approccio differente.

È necessario innanzitutto che vengano presi in considerazione sia i benefici (teoria della transazione efficiente) che i costi (teoria del conflitto di interesse) relativi alle OPC affinché si possa fornire una visione completa del fenomeno. La possibilità che queste due teorie possano coesistere è stata presa in considerazione solo recentemente attraverso un riferimento alla teoria della contingenza (Aguilera et al., 2008)<sup>47</sup>.

Il punto della discussione si fonda sul fatto che le transazioni tra parti correlate vengono analizzate astrattamente attraverso una struttura puramente teorica, senza fare riferimento ad organizzazioni specifiche o contesti istituzionali che potrebbero evidentemente influenzare la natura di simili operazioni. Di conseguenza, le transazioni con parti correlate vengono classificate unicamente in ragione ad alcune delle loro caratteristiche (rischi nel primo approccio, vantaggi nel secondo), influenzando così implicazioni normative che risultano inevitabilmente sbilanciate in quanto evidenziano solo un lato della medaglia. Inoltre, i documenti che si occupano di regolamentare e normare il tema delle OPC raramente considerano eventuali complementarità o conflittualità tra le pratiche di *corporate governance*, compromettendo l'effettiva efficacia delle regole che si pongono. Ebbene, nell'adozione di un approccio deduttivo, viene richiesto semplicemente di individuare una serie sempre più numerosa di requisiti di divulgazione e monitoraggio, pur presupponendo che venga mantenuta, allo stesso tempo, una sostanziale libertà d'affari.

Probabilmente, è invece necessario andare oltre a questa mentalità e adottare un approccio più pragmatico e sistematico, in cui le transazioni con parti correlate siano adeguatamente individuate e classificate per quello che effettivamente rappresentano, considerando cioè che tali rapporti possono:

- sia soddisfare bisogni aziendali meritevoli, sia essere destinati a scopi fraudolenti o espropriativi;

---

<sup>47</sup> M. PIZZO, *Related party transactions under a contingency perspective*. In *Journal of Management & Governance*, 2013, p. 310-330

- essere influenzati da altri fattori, come le differenze geografiche e culturali, l'industria e la dimensione delle corporazioni, nonché dai meccanismi di *governance*, come l'approvazione del CdA, la partecipazione di amministratori indipendenti, le valutazioni di soggetti esterni, ecc..

In considerazione di ciò, è chiaro come ogni scelta teorica presa a priori sarà sempre troppo focalizzata e provocherà soluzioni insoddisfacenti di *disclosure* e monitoraggio. Al contrario, la ricerca di misure più versatili – capaci di proteggere gli investitori senza imporre restrizioni inappropriate o eccessive alle relazioni economiche – non può trascurare il ruolo svolto dai fattori interni ed esterni dell'azienda sulla forma, sulla natura e sugli scopi delle OPC.

È all'interno di questo quadro che si inserisce il nuovo modello, definito come l'*approccio contingente*, in cui i potenziali rischi e benefici associati alle specifiche categorie di OPC sono valutati e ponderati tenendo conto delle relazioni esistenti con i diversi fattori sopra citati, dei meccanismi di *governance*, delle peculiarità del contesto organizzativo e, infine, dell'ambiente istituzionale in cui si trova la specifica azienda.

In riferimento allo studio di Aguilera et al. (2008)<sup>48</sup>, viene proposto un modello basato sulle contingenze che esamina le cause e le conseguenze delle OPC alla luce delle influenze esercitate da:

- ❖ il contesto organizzativo e i fattori sociali (molto impattante, ad esempio, è la struttura proprietaria e il modello di business e *governance* che possono variare a seconda del paese di riferimento);
- ❖ la complementarità/sostituzione tra i fattori di *governance*. L'autore, in questo caso, intende evidenziare che l'aumento della *disclosure* e delle procedure di controllo come pratica di governo societario sono spesso associate, nella percezione comune, ad una migliore informazione e controllo. Tuttavia, è possibile che requisiti più restrittivi possano non implicare necessariamente un controllo più efficace se questi sono incompatibili con il sistema di *governance* esistente (Walsh e Seward, 1990). In altre parole, un sistema più complesso di reporting e controllo è giustificato solo qualora questo sia supportato da un coerente sistema di *corporate governance*.

L'adozione di una prospettiva di contingenza implica chiaramente una sovrapposizione dei modelli teorici rappresentati dal conflitto di interessi e dall'ipotesi di transazioni efficienti. Di conseguenza, le interpretazioni sulle OPC devono essere filtrate attraverso un'analisi

---

<sup>48</sup> R. V. AGUILERA, I. FILATOTCHEV, H. GOSPEL, & G. JACKSON. *An organizational approach to comparative corporate governance: Costs, contingencies, and complementarity*. Organization Science, 19(3), 2008, p. 475–492.

approfondita dei fattori contingenti su specifici contesti organizzativi e ambienti istituzionali. In questo modo, finalmente, si potrebbero ottenere implicazioni normative conformi al "pacchetto" delle pratiche di *governance* esistenti.

### 5.3.1 *Le implicazioni*

L'approccio appena proposto, tuttavia, solleva alcuni importanti problemi di applicazione e ci incoraggia a riflettere sulle conseguenti implicazioni normative. In particolare, la coesistenza di due modelli teorici, considerati finora come reciprocamente esclusivi, comporta alcune riflessioni preliminari<sup>49</sup>.

La *disclosure* difficilmente potrà svolgere ancora il suo ruolo centrale, sarebbe preferibile infatti che prevalesse il controllo sul processo decisionale delle OPC rispetto alla divulgazione (la quale potrebbe concentrarsi progressivamente sulla verifica delle politiche e delle procedure più che sulla transazione in sé). È appurato ormai che il grande numero e, soprattutto, la varietà dei possibili rapporti con parti correlate determinano un rischio di sovraccarico in capo alle società, o comunque portano ad una riduzione dell'utilità prevista. Solo la corretta ed accurata descrizione delle politiche e delle procedure implementate dall'azienda consente una corretta valutazione della loro ragionevolezza. Inoltre, con politiche efficienti il rischio di frode potrebbe ridursi autonomamente e la *disclosure* esterna potrebbe gradualmente essere limitata a pochi casi.

Il secondo aspetto da considerare attiene al fatto che i regolatori e gli ispettori dovrebbero essere indirizzati a promuovere nuovi principi di *disclosure* e di monitoraggio che siano quanto più allineati ai vantaggi che si prevede di ottenere. Infatti, al crescere delle informazioni richieste aumentano di pari passo anche i costi e la complessità che l'azienda si trova a governare, con la possibilità di ottenere dei vantaggi per lo più incerti. È ragionevole, quindi, che una dettagliata divulgazione di informazioni sia limitata esclusivamente alle transazioni che presentano determinate caratteristiche, quali:

- *rilevanza*, considerando il loro impatto potenziale su valori come il fatturato, il patrimonio totale o il patrimonio netto;
- *non effettuata al prezzo di mercato* o, in quanto tale riferimento non esista o non possa essere facilmente accertabile, con un prezzo significativamente *diverso dal fair value*;

---

<sup>49</sup> M. PIZZO, *Related party transactions under a contingency perspective*. In *Journal of Management & Governance*, 2013, p. 310-330

- *anomalo per la società*. Per esempio, operazioni che riguardano gli investimenti con partner commerciali meritano un'attenzione particolare solo quando non appaiono coerenti con l'attività delle controparti, sono caratterizzate da condizioni significativamente diverse da quelle del mercato o quando l'entità correlata non è controllata. Tale distinzione non è tuttavia frequente e generalmente le parti correlate sono definite includendole all'interno di un grande gruppo (non è mai stata accettata l'idea di differenziare la divulgazione in base al tipo di operazioni, quindi solamente quelle anomali, o ai soggetti coinvolti).

Infine l'approccio contingente, che si pone di valutare ed interpretare l'efficacia delle discipline sulle OPC sulla base della presenza di ulteriori fattori di *governance* come il contesto organizzativo e gli ambienti istituzionali, influenza i potenziali modelli di regolamentazione riducendo i benefici associati alle recenti tendenze di standardizzazione, a favore invece di una armonizzazione delle regole sulle OPC. A tal proposito, alcuni esempi possono chiarire il concetto<sup>50</sup>:

- Contesto organizzativo. Nelle società quotate, l'esistenza di azionisti di minoranza implica necessariamente la presenza di regole più rigide che ne garantiscano la tutela. Diversamente, nelle società con capitale non diffuso o dove partecipino solo investitori professionali è idoneo un approccio meno stringente. Ciò che si vuole sottolineare, quindi, è la necessità di considerare il contesto organizzativo in modo da proporre un approccio specifico a seconda dell'impresa a cui ci si riferisce, differenziando nel caso si tratti di una PMI oppure di una multinazionale.
- Ambiente istituzionale. Le soluzioni dovrebbero tenere in considerazione due importanti fattori: la probabilità del rischio e la possibilità che si verifichino i danni correlati. Ridurre gli obblighi sulla *disclosure* o concedere deroghe per alcuni soggetti può essere giustificato nel momento in cui il rischio percepito è minimo. Pertanto, a seconda dell'ambiente istituzionale di riferimento, sarà ragionevole o meno l'esonero dalla divulgazione per l'impresa (ad esempio se è controllata dallo Stato);
- Complementarità/Sostituzione. Se la stessa operazione è già disciplinata da leggi o regolamenti specifici, la disciplina delle OPC non deve introdurre obblighi ridondanti sulla stessa materia (ad esempio per la remunerazione degli amministratori). In egual modo, una regolamentazione delle OPC efficace dovrebbe sempre considerare la

---

<sup>50</sup> M. PIZZO, *Related party transactions under a contingency perspective*. In *Journal of Management & Governance*, 2013, p. 310-330

complementarità con gli altri strumenti di *corporate governance* al fine di migliorare l'utilità complessiva delle pratiche di governo.

Concludendo, il concetto che si vuole sottolineare è che la ricerca di misure più efficaci per regolare e disciplinare il tema delle OPC non può trascurare i fattori sociali e i modelli di *governance* che caratterizzano le singole imprese e/o paesi. Tutto ciò deve poi essere necessariamente sorretto da un quadro giuridico e dalla presenza di istituzioni finalizzate a tutelare gli investitori, nonché dalla presenza di soggetti indipendenti (come gli amministratori indipendenti di cui si parlerà in seguito) che limitino possibili espropriazioni o utilizzi distorti dello strumento delle operazioni con parti correlate.

## 6. Considerazioni conclusive

I modelli teorici hanno considerato, sino ad ora, la *disclosure* come uno strumento utile a prevenire atti espropriativi. Si è sempre ritenuto, quindi, che la diffusione di informazioni – sia che esse avvengano volontariamente che in adempimento a specifiche normative – da parte di una società quotata in relazione alle sue performance finanziarie storiche, alle previsioni, alle attività correnti e a tutte quelle informazioni che risultano rilevanti per gli investitori, siano parte integrante della *corporate governance*.

È stato dimostrato, infatti, che efficaci e sostenibili strutture di *corporate governance* aumentano la fiducia degli investitori e aiutano la società a soddisfare le aspettative del mercato, incrementando così la sua reputazione (McCahery e Vermeulen, 2011).

Una *disclosure* di buona qualità permette di ridurre l'asimmetria informativa tra manager, soci e gli altri *stakeholder* andando così a contrastare e a disincentivare i problemi di agenzia descritti finora. Inoltre, permette di migliorare la performance aziendale, di ridurre il costo del capitale e di limitare i costi della ricerca d'informazione da parte degli investitori così da valorizzare l'immagine del governo societario (Ho e Wond, 2001).

Per tutti questi motivi, sistemi di divulgazione e di reporting accurati e tali da garantire trasparenza alle società quotate, sono considerati il fulcro di una infrastruttura di *corporate governance* efficace (Easterbrook e Fischel, 1991) e rappresentano un forte deterrente al compimento di atti espropriativi.

Tuttavia, nel corso del capitolo, abbiamo individuato molteplici criticità legate alla *disclosure*, e sebbene questa permetta di mitigare la situazione di asimmetria informativa esistente tra gli *insiders* e i soggetti operanti all'esterno della società, non garantisce la creazione di una reale situazione di parità tra gli investitori. Tutto ciò senza considerare, inoltre, che la divulgazione è costosa sia per la società, la quale deve elaborare e rendere pubbliche le proprie informazioni, che per gli *outsiders*, che devono raccogliere ed interpretare le informazioni divulgate. Non a caso, è frequente che il “costo di informarsi” sia superiore al rendimento atteso e ciò può scoraggiare l'investitore ad informarsi, determinando l'inefficacia delle

regole di trasparenza obbligatorie che in questo senso non consentirebbero di eliminare l'asimmetria informativa<sup>51</sup>.

Infine, ma non di minore importanza, bisogna considerare che i miglioramenti nella *disclosure* potrebbero non essere sufficienti a disincentivare le operazioni con parti correlate come strumento di abuso. In effetti, le informazioni fornite tramite la *disclosure* riguardano solo eventi già compiuti e, conseguentemente, ogni danno inflitto è ormai compiuto.

È proprio per questo motivo che recentemente i legislatori e le autorità di regolamentazione dei vari paesi hanno avvertito l'esigenza di temperare due differenti aspetti: da un lato, consentire il compimento di quelle operazioni che, seppure effettuate tra parti correlate, risultano essere economicamente convenienti ed eque per le parti coinvolte e, dall'altro, contrastare l'utilizzo di tali operazioni con fini espropriativi.

Per perseguire tali obiettivi, sono state imboccate due importanti direzioni<sup>52</sup>, prevedendo degli obblighi di *disclosure* riguardo alla:

- I. **Informazione Endosocietaria:** subordinando il compimento delle OPC al rispetto di particolari regole che, nella fase decisoria (*ex ante*), garantiscono la razionalità e la piena tracciabilità delle decisioni assunte e che, nella successiva fase di controllo (*ex post*), consentano un'adeguata attività di monitoraggio da parte degli organi del sistema di controllo interno.
- II. **Informazione Extrasocietaria:** ossia stabilire specifici obblighi di trasparenza e di informativa esterna, sia di carattere periodico da fornirsi nelle relazioni finanziarie, sia di carattere speciale subordinato al compimento di particolari operazioni.

È chiaro che esiste una differente impostazione tra questi due tipi di informazione, la prima è funzionale alla valutazione interna dell'operazione per consentire agli organi sociali competenti (essenzialmente in CdA e l'Assemblea dei soci) di decidere sull'operazione; la

---

<sup>51</sup> P. VIERI, *Il processo decisionale nelle operazioni con parti correlate. Analisi economico-aziendale alla luce della normativa di riferimento*, Università degli studi di Foggia, 2009

<sup>52</sup> P. VIERI, *Il processo decisionale nelle operazioni con parti correlate. Analisi economico-aziendale alla luce della normativa di riferimento*, Università degli studi di Foggia, 2009

seconda invece è una informazione diretta a realizzare la trasparenza nei confronti del mercato della transazione con parti correlate decisa dalla società<sup>53</sup>.

Partendo dal presupposto che l'obiettivo primario in materia di OPC sia quello di garantire che il processo decisionale che conduce al loro compimento sia assistito da adeguati presidi che ne assicurino l'allineamento agli interessi oggettivi dell'impresa (richiamando ciò che è stato descritto nel par. 4, tali interessi possono essere sintetizzati nel mantenimento e nel miglioramento delle condizioni di equilibrio aziendale e nello sviluppo duraturo dell'impresa), in tale ottica possiamo inserire gli obblighi di trasparenza informativa come "conseguenza" a questo, infatti si collocano inevitabilmente in una sequenza temporale successiva al compimento delle operazioni (nonostante possano rappresentare ugualmente un potente deterrente all'effettuazione di operazioni scorrette). Ecco perché, in conclusione, la *disclosure* potrebbe aver ormai perso il suo ruolo centrale in tema di OPC, o meglio potrebbe essere considerata un presidio di secondo livello.

In Italia, entrambe queste problematiche sono state oggetto di specifici interventi normativi sia da parte del legislatore, che, in prevalenza, da parte della Consob.

Pertanto, lo scopo di questo lavoro è arricchire il dibattito sia in materia di processo decisionale che della trasparenza informativa delle operazioni con parti correlate, cercando di mettere in luce i tanti problemi ancora aperti, che potranno essere oggetto di maggiori approfondimenti nell'ambito di future ricerche. Come si vedrà, infatti, nonostante sia prevista una regolamentazione sempre più complessa ed evoluta, nella pratica sono ancora molti i dubbi e le "zone d'ombra" della normativa. Basti pensare, ad esempio, al bilancio consolidato e all'assenza di specifici presidi che richiedono una adeguata evidenziazione delle operazioni con parti correlate nello stesso. Questa rappresenta una questione che, peraltro, verrà riposta ed approfondita nel terzo capitolo.

---

<sup>53</sup> D. REGOLI, *L'informazione delle e sulle operazioni con parti correlate*, in *Le operazioni con parti correlate*, Atti del convegno Università Cattolica del Sacro Cuore, Piacenza, 19 novembre 2010, Milano, 2011, p. 140

## *Capitolo 2*

### IL QUADRO NORMATIVO

#### **1. Premessa**

Il presente elaborato è dedicato allo studio del fenomeno delle operazioni con parti correlate, nonché all'analisi tecnica ed applicativa dell'impatto che tali operazioni hanno sull'informativa di bilancio e sugli altri obblighi informativi delle società italiane. A tal riguardo, nel seguente capitolo si sviluppano le disposizioni esistenti in materia, individuando contestualmente anche i soggetti che per legge sono tenuti a fornire le informazioni previste. Nello specifico, saranno distintamente indicate le disposizioni che si rivolgono alle società IAS *Adopters* quotate, le quali sono tenute – oltre che alle stesse previsioni IAS – all'osservanza del Regolamento Parti Correlate emanato dalla Consob il 12 marzo 2010, rispetto alle informazioni che devono presentare le società IAS *Adopters* non quotate, le quali sono interessate esclusivamente dal principio contabile internazionale IAS 24.

Posto che, nel primo capitolo, si è già fornito un quadro generale delle disposizioni e regolamentazioni in materia, al fine di presentare uno schema quanto più chiaro delle soluzioni normative attualmente vigenti risulta utile richiamare le tre direttrici, precedentemente individuate, a cui può essere ricondotto il tema delle operazioni con parti correlate:

- 1) Le modalità con le quali gli amministratori assumono le decisioni riguardati le operazioni con parti correlate;
- 2) Le modalità di rappresentazione in bilancio di tali operazioni e, più in generale, dei rapporti intrattenuti con parti correlate;
- 3) Aspetti fiscali, in particolar modo il tema del *transfer pricing*.

Per quanto riguarda il primo punto, la Direzione della società ha la responsabilità di identificare ed evidenziare le parti correlate e le operazioni poste in essere con tali parti. Ciò comporta che si adotti un sistema contabile ed un sistema di controllo interno atti ad assicurare che le operazioni con parti correlate siano adeguatamente identificate nella contabilità ed evidenziate in bilancio. Nel secondo paragrafo dunque, si farà riferimento alle

disposizioni del Regolamento emanato dalla Consob, allo scopo di analizzare i requisiti per la gestione procedurale e per la trasparenza delle operazioni con parti correlate. Saranno ricostruite le nozioni di “operazione con parte correlata” e di “parte correlata” attraverso le previsioni del Regolamento e del principio contabile internazionale IAS 24. Come vedremo, in passato era previsto un rinvio espresso della normativa nazionale al principio contabile. Attualmente, invece, si è cercato di attribuire maggiore autonomia ed indipendenza al Regolamento attraverso la previsione di alcuni marginali adeguamenti e con l’aggiunta di precisazioni rispetto alle definizioni contenute nello IAS 24. Di seguito, sarà presentato a grandi linee il contenuto delle procedure, di cui all’art. 4 Reg., e il processo di adozione delle stesse. In tale contesto, diviene utile soffermarsi sinteticamente sulla definizione di amministratore indipendente dal momento che, a questa figura, è stato riservato un ruolo considerevole nella gestione delle operazioni con parti correlate. Saranno individuate, poi, le operazioni di minore e maggiore rilevanza, specificando contestualmente le procedure di volta in volta applicabili (generale o speciale). Per questa classificazione, sarà indispensabile introdurre e studiare gli indici di rilevanza predisposti nell’Allegato 3 Reg., i quali ci permettono di definire un’operazione con parte correlata a seconda del volume della stessa. Successivamente, si affronterà brevemente il regime procedurale agevolato dedicato alle società di recente quotazione, alle società di minori dimensioni e agli emittenti di titoli diffusi tra il pubblico in misura rilevante. Seguiranno dei cenni sulla disciplina per le operazioni con parti correlate oggetto di delibere-quadro e una descrizione di quei casi in cui si può applicare la facoltà di esclusione che consente alle società di modulare le normative applicabili a seconda delle proprie condizioni e delle esigenze. Si concluderà il secondo paragrafo con una disamina relativa alla particolare disciplina – quasi *ad hoc* – prevista per le operazioni con parti correlate nei gruppi societari (operazioni infragruppo).

Al secondo punto è poi dedicato il terzo paragrafo, a cui si è riservato il tema forse più arido della disciplina sulle parti correlate, ovvero quello dell’informazione inerente queste operazioni<sup>54</sup>. L’intento è quello di offrire una presentazione quanto più chiara sul tema della trasparenza informativa, cercando ove possibile, di stabilire un coordinamento con le altre disposizioni in materia che si trovano “sparpagliate” nel Testo Unico, nel Codice, nel Regolamento Emittenti e, naturalmente, nei principi IAS. Un complesso sistema normativo, sicuramente da razionalizzare, che condivide un obiettivo in comune: la massima trasparenza relativamente alle relazioni d’affari tra la società e le controparti non indipendenti. Al

---

<sup>54</sup> D. REGOLI, *L’informazione delle e sulle operazioni con parti correlate*, in *Le operazioni con parti correlate*, Atti del convegno Università Cattolica del Sacro Cuore, Piacenza, 19 novembre 2010, Milano, 2011, p. 137

riguardo, si è ritenuto utile scindere l'analisi degli obblighi informativi a seconda che si consideri la prospettiva endo-societaria oppure extrasocietaria dell'informazione, partendo dal presupposto che esiste una differente impostazione di queste in ragione del loro rispettivo scopo. In conclusione, si metterà da parte la normativa secondaria Consob e si sposterà l'attenzione sul principio contabile internazionale IAS 24 e sugli obblighi di *disclosure* da questo richiesti in ragione della trasparenza informativa di bilancio.

Nel quarto paragrafo, affronteremo infine l'ultimo tema relativo agli aspetti fiscali, ossia i prezzi di trasferimento. In merito, partendo dall'analisi dei riferimenti normativi si cercheranno di individuare le soluzioni atte a contrastare l'utilizzo di questo strumento con fini abusivi. Infatti, nei gruppi aziendali, una delle problematiche più diffuse che potrebbe concorrere a creare comportamenti pregiudizievoli per l'interesse dei creditori e dei soci di minoranza delle imprese controllate concerne, indubbiamente, la determinazione delle politiche attinenti alla fissazione dei prezzi di trasferimento, ovvero i "valori" di scambio relativi alle transazioni che avvengono tra unità componenti il gruppo. In questo contesto, ci ricondurremo anche al tema del "valore normale" a cui fa riferimento l'art. 2427, comma 1, n. 22-*bis*, del Codice Civile. Il citato articolo rientra tra le disposizioni codicistiche che interessano l'informativa di bilancio in materia di operazioni con parti correlate e richiede, per le società non quotate, di evidenziare in nota integrativa le transazioni con parti correlate quando queste risultino contestualmente rilevanti e concluse a condizioni non di mercato.

## 2. La disciplina delle operazioni con parti correlate

Il d.lgs. 28 dicembre 2004, n. 310 ha introdotto nel codice civile la disciplina delle operazioni con parti correlate, all'art. 2391-*bis*, in passato prevista solo nella normativa secondaria della Consob e nei Codici di Autodisciplina delle società quotate. L'analisi dell'esperienza applicativa di tali discipline aveva infatti evidenziato forti criticità dovute al fatto che la definizione dell'insieme delle operazioni con parti correlate destinatarie degli obblighi di *disclosure*, dapprima fondata solamente su elementi meramente qualitativi, attribuiva una forte discrezionalità alle società quotate, traducendosi dunque in una scarsa numerosità delle operazioni comunicate. Invero, risultava parimenti migliorabile la previsione circa i tempi ed i contenuti della comunicazione al mercato delle operazioni con parti correlate nell'intento di offrire agli investitori un'informazione più tempestiva, completa ed organica<sup>55</sup>. La spinta ad un processo di regolamentazione globale del fenomeno ha dovuto attendere un compiuto riordino in sede legislativa che è stato raggiunto infine nel 2004, momento in cui è stato inserito nel testo della riforma del diritto societario l'art. 2391-*bis* del codice civile, rubricato "operazioni con parti correlate", con lo scopo di completare il contenuto dell'art. 2391 c.c. riguardante la disciplina dei conflitti di interesse fra gli amministratori e le società.

L'articolo 2391-*bis* c.c. non disciplina direttamente le operazioni con parti correlate, se non mediante alcuni principi generalissimi, ma prevede un sistema che può definirsi a doppio livello. Infatti, il citato articolo riconduce a fonte legislativa il dovere di predisporre regole di correttezza sostanziale e procedurale per il compimento delle operazioni con parti correlate, ponendosi le basi per una unificazione dei vari profili di disciplina volta a realizzare una tutela di tipo preventivo, tuttavia il legislatore non si è occupato in prima persona di definire in maniera puntuale il regime applicativo, delegando così la Consob del compito di riempire di contenuto i profili operativi della norma. La portata della disciplina sotto un profilo soggettivo è limitata alle sole società con azioni quotate in mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell'Unione Europea e le società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante ai sensi dell'art. 2325-*bis* c.c.<sup>56</sup>, restando così escluse le società "chiuse".

L'articolo affida dunque alla Consob l'adozione di principi generali in forza dei quali i consigli di amministrazione degli emittenti sono tenuti ad adottare procedure che garantiscano

---

<sup>55</sup> F. COLAVECCHI, *La disciplina delle operazioni con parti correlate*, in *Rivista elettronica di diritto, economia, management*, fasc. 2/2012, p. 35

<sup>56</sup> L. BONZANINI - A. MARTELLONI, *Le operazioni con parti correlate di società aperte*, in *Società*, 2005, p. 956

la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate attuate sia direttamente, che tramite società controllate. In questo modo è rimessa poi all'iniziativa degli organi di amministrazione l'elaborazione di procedure la cui formulazione deve sottostare ai contenuti dell'iniziativa regolamentare Consob.

Alla luce di ciò, si viene a creare una struttura dell'impianto normativo articolata su tre livelli: alla previsione legislativa contenuta nell'art. 2391-*bis* c.c. (fonte di rango primario) si affianca il potere regolamentare della Consob, con il Regolamento Parti Correlate n. 17721 del 12 marzo 2010 (fonte secondaria) e, in ultimo, l'autoregolazione interna delle singole società<sup>57</sup>.

La disciplina delle operazioni con parti correlate si collega poi ad altri istituti quali, ad esempio, gli interessi degli amministratori, la direzione e il coordinamento di società, la remunerazione degli amministratori e gli acquisti pericolosi, tutti volti a contrastare i fenomeni di *self dealing*<sup>58</sup>.

## 2.1 Il Regolamento Consob n. 17721 del 2010

La Consob ha adottato una normativa estremamente dettagliata che tende a sovrapporre ed allineare l'applicazione della disciplina della trasparenza e quella delle regole di correttezza sostanziale e procedurale. Facendo ciò si sono, inevitabilmente, ristretti gli spazi di manovra riservati agli organi amministrativi delle singole società, alimentando inoltre possibili dubbi circa un eccesso di delega<sup>59</sup>.

Occorre sottolineare però, che questa scelta di fondo prevede ugualmente notevoli spazi di flessibilità e di graduazione della disciplina, infatti risulta ampliata da differenti opzioni che consentono da un lato esoneri alla sua applicazione e, dall'altro, accentuazioni per specifiche ipotesi che presentano maggiore rischio alla società, ossia la categoria delle c.d. operazioni "rilevanti". Alla luce di ciò, il punto di equilibrio tra l'esigenza di scoraggiare il compimento di operazioni dannose per la società e quella di salvaguardare il compimento e l'operatività

---

<sup>57</sup> F. COLAVECCHI, *La disciplina delle operazioni con parti correlate*, in *Rivista elettronica di diritto, economia, management*, fasc. 2/2012, p. 36

<sup>58</sup> Le operazioni con parti correlate derivano, sul piano societario, dalle scelte operate dagli organi gestori o dai soci in posizione di controllo e, pertanto, rientrano tra le tematiche di *corporate governance*. In G. LIACE, *Le operazioni con parti correlate*. Quaderni di giurisprudenza commerciale n. 392. Giuffrè Editore, Milano, 2016, p. 4

<sup>59</sup> Cfr. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate: il nuovo regolamento Consob*, in *Nuovo Diritto delle Società*, 2010, n.12, p. 10 ss.

delle stesse si basa, fondamentalmente, su estesi obblighi di motivazione e di informazione nei confronti del mercato<sup>60</sup>.

Ciò che si intende raggiungere dunque, attraverso l'obbligo di dover comunicare le operazioni con parti correlate, è la disincentivazione al compimento di operazioni dannose, infatti la conoscibilità delle stesse potrebbe minare la credibilità delle società e del suo gruppo di controllo inducendo, così, gli azionisti delusi a punire la società vendendo azioni sul mercato (e dunque determinando un inevitabile diminuzione di valore)<sup>61</sup>. Sono già state richiamate, nella trattazione del primo capitolo, le ragioni che spingono ad una rigorosa disciplina della materia senza tuttavia impedire la realizzazione di tali transizioni. In particolar modo, poi, se si considera che lo svolgimento di operazioni con parti correlate rappresenta una caratteristica peculiare dei rapporti d'affari intercorrenti tra le società appartenenti allo stesso gruppo<sup>62</sup>.

Il mercato da solo, tuttavia, non può agire autonomamente come efficace deterrente contro comportamenti opportunistici se questi possono essere celati e, anche qualora il mercato potesse punire almeno parzialmente la posizione degli *insider* scontando la loro partecipazione, ciò si tradurrebbe principalmente in una perdita di ricchezza collettiva potenzialmente racchiusa nel capitale delle società aperte (e, eventualmente, in problemi di selezione avversa). La regolamentazione ha lo scopo, pertanto, di preservare la fiducia degli investitori offrendo loro una tutela contro i rischi di espropriazione ad opera delle parti correlate consentendo, al contempo, lo svolgimento di operazioni economicamente corrette tra parti libere e pienamente informate. La disciplina delle operazioni con parti correlate si colloca, dunque, tra le disposizioni volte a promuovere una sana ed efficiente gestione delle società imponendo agli amministratori (o alla parte "forte" del conflitto di agenzia) l'adozione

---

<sup>60</sup> F. COLAVECCHI, *La disciplina delle operazioni con parti correlate*, in *Rivista elettronica di diritto, economia, management*, fasc. 2/2012, p. 37

<sup>61</sup> Al riguardo, non solo si potrebbe imputare un danno reputazionale nei confronti del *management* ma si potrebbe arrivare fino all'irrogazione di una sanzione amministrativa per il mancato rispetto dell'obbligatorietà della comunicazione (oltre che alla responsabilità per danni nei confronti degli investitori finanziari).

<sup>62</sup> Al riguardo, è presente un'impostazione volta a distinguere la vicenda delle operazioni endo-gruppo (come tali esentabili) da quella delle operazioni dell'emittente, o di sue controllate, con parti correlate (come tali inderogabilmente soggette alla disciplina del Regolamento). Tale previsione è giustificata dal fatto che il rischio di una lesione dell'interesse patrimoniale dei soci "esterni" dell'emittente risulta particolarmente incisivo e richiede, conseguentemente, di essere fronteggiato mediante l'applicazione cumulativa di distinti regimi disciplinari, cioè solo nell'ipotesi in cui la società sia sottoposta alle altrui direttive di impresa, potendo invece rimettersi la tutela di quegli interessi esclusivamente alle regole degli artt. 2497 c.c. ove sia l'emittente a dirigere e coordinare altre, separate entità. Cfr. MAUGERI, *Le operazioni con parti correlate nei gruppi societari*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 2010, fasc. 3

di standard di comportamento, regole e vincoli procedurali che salvaguardino il rispetto dei principi di corretta, trasparente e leale amministrazione<sup>63</sup>.

L'adozione del Regolamento Parti Correlate è avvenuta in seguito ad un lungo e complesso *iter* procedurale (nato da una protratta consultazione avviata dalla Consob) ed è stata successivamente seguita dalla pubblicazione di due Comunicazioni (n. 10078683 del 24 settembre 2010 e la n. 10094530 del 15 novembre 2010) con le quali è stata fornita una interpretazione autentica di alcune delle disposizioni e chiarimenti utili ai fini dell'applicazione del medesimo.

### 2.1.1 *La nozione di "operazione" con parte correlata*

Nell'ambito della disciplina delle operazioni con parti correlate assume un ruolo fondamentale la nozione di operazione, in quanto non esiste una definizione giuridica avente contorni ben delineati. La nozione di operazione risulta assumere una particolare importanza nell'ambito della disciplina dettata dall'art. 2391 c.c., ove il legislatore parla di "determinate operazioni"<sup>64</sup>, tuttavia si tratta di una connotazione differente rispetto a quella applicabile nell'ambito delle operazioni con parti correlate. Pertanto, la disciplina dettata in tema di conflitto di interessi comprenderà le sole operazioni poste in essere dall'organo amministrativo in quanto, lo stesso 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 contingenti con quelli della società. Al contrario, la disciplina delle operazioni con parti correlate pone l'accento sulle modalità di realizzazione e pubblicità della transazione medesima indipendentemente, dunque, 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 ricomprende anche quelle poste in essere per il tramite di una società controllata, la quale potrebbe altresì essere una "società chiusa". Infatti, l'operazione con parti correlate realizzata "tramite" una società controllata è soggetta alla disciplina dell'art. 2391-*bis* c.c. in quanto risulta idonea a produrre i suoi effetti economici

---

<sup>63</sup> F. COLAVECCHI, *La disciplina delle operazioni con parti correlate*, in *Rivista elettronica di diritto, economia, management*, fasc. 2/2012, p. 38

<sup>64</sup> Tale espressione può essere 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 giuridico. In G. LIACE, *Le operazioni con parti correlate*. Quaderni di giurisprudenza commerciale n. 392. Giuffrè Editore, Milano, 2016, p. 4

nella sfera della controllante, anche in seguito di ulteriori atti compiuti dalla controllata e specificatamente diretti a tale fine.

Alla luce di ciò, la Consob definisce “operazioni” rilevanti ai fini dell’applicazione del Regolamento le attività che hanno ad oggetto un «*trasferimento di risorse, servizi o obbligazioni fra parti correlate*». La nozione contenuta nell’Allegato n.1 del Reg. appare molto estesa, al punto di ricomprendere qualsiasi trasferimento di ricchezza da una parte correlata all’altra, indipendentemente dal valore del corrispettivo pattuito. Tale puntualizzazione permette di garantire l’efficacia di tutto l’impianto normativo evitando che possa essere eluso proprio laddove il basso corrispettivo, molto distante dai valori standard o di mercato, avrebbe trovato giustificazione solo nello specifico rapporto di correlazione<sup>65</sup>.

Al riguardo, va evidenziato che la Consob ha inteso delineare una disciplina graduata rispetto al rigore delle procedure previste. Ad esempio, in relazione al valore dell’operazione viene meno l’obbligatorietà delle norme in presenza di operazioni di “importo esiguo”. Tale ipotesi di esclusione (art. 13, comma 2, Reg.), preme sottolinearlo, opera solo se espressamente inclusa nelle procedure interne della società e a condizione che queste individuino specifici criteri per l’identificazione del requisito dell’esiguità dell’operazione. Ciò permette che, già a monte, sia prevista una forma di tutela alla correttezza sostanziale della transazione.

Al fianco di questa, per così dire, formula aperta sono individuate altre due fattispecie che rientrano necessariamente nella definizione di “operazione” con parte correlata, ossia:

- ❖ Le operazioni straordinarie di fusione, scissione per incorporazione o di scissione in senso stretto, non proporzionale, realizzate con parti correlate;
- ❖ Le decisioni relative alla remunerazione ed assegnazione di benefici economici, di qualsiasi genere, a favore dei componenti degli organi di amministrazione e controllo e dei dirigenti con responsabilità strategiche.

In buona sostanza, la definizione di operazione con parte correlata va ad includere, secondo quanto previsto in via regolamentare, tutte le operazioni di contenuto economico o finanziario di varia natura come acquisizioni o cessioni di aziende o di partecipazioni societarie, fusioni, scissioni, aumenti di capitale riservati, che potrebbero subire un condizionamento dai soggetti titolari di una posizione di “influenza” sulla società quotata. In merito, va rilevato che per aversi una operazione con parte correlata, la transazione deve sempre vedere la società come

---

<sup>65</sup> N. MICIELI, *La gestione del conflitto d’interessi nelle operazioni con parti correlate*. Quaderni di giurisprudenza commerciale n. 391. Giuffrè Editore, Milano, 2016. P. 99

ente giuridico nella cui sfera ricadono gli effetti della medesima; deve trattarsi, in altre parole, di una operazione compiuta o deliberata dagli organi della società e conseguentemente destinata ad incidere direttamente sul suo patrimonio<sup>66</sup>.

In ultima analisi, viene richiamato dalla disciplina Consob il principio della prevalenza della sostanza sulla forma, che deriva dalle regole contabili internazionali, il quale rende necessaria una concreta valutazione degli interessi in gioco per ponderare l'applicazione delle disposizioni regolamentari.

### 2.1.2 La nozione di “parte” correlata

La nozione di parte correlata è molto estesa e ricomprende una moltitudine di figure. In prima battuta, un soggetto è definito correlato se, direttamente o indirettamente, anche attraverso società controllate, fiduciari o interposte persone, è controllato o ha il potere di controllare un altro soggetto; nonché se è in grado di esercitare un'influenza notevole sull'assunzione di decisioni operative e finanziarie dell'altro<sup>67</sup>. La definizione di parte correlata, pertanto, incorpora i dirigenti con responsabilità strategiche e i loro più stretti familiari, le entità – sia italiane che estere – nelle quali essi detengono quote rilevanti di diritti di voto, fino a ricomprendere i fondi pensionistici costituiti a favore dei dipendenti delle società. Devono poi essere inclusi, come più volte osservato, i gruppi societari<sup>68</sup>.

Secondo quanto indicato nell'Allegato 1 del Regolamento Parti Correlate, un soggetto può definirsi parte “parte correlata” se:

- a) direttamente o indirettamente, anche attraverso società controllate, fiduciari o interposte persone:
  - ❖ controlla la società, ne è controllato, o è sottoposto a comune controllo;
  - ❖ detiene una partecipazione nella società tale da poter esercitare un'influenza notevole su quest'ultima;
  - ❖ esercita il controllo sulla società congiuntamente ad altri soggetti.

---

<sup>66</sup> G. LIACE, *Le operazioni con parti correlate*. Quaderni di giurisprudenza commerciale n. 392. Giuffrè Editore, Milano, 2016, p. 6

<sup>67</sup> Cfr. ESPOSITO, *Le operazioni con parti correlate: regole sulla trasparenza e sul governo societario* in *Riv. Dir. Comm. e del diritto generale delle obbligazioni*, 2010, n.3, p. 858

<sup>68</sup> G. LIACE, *Le operazioni con parti correlate*. Quaderni di giurisprudenza commerciale n. 392. Giuffrè Editore, Milano, 2016, p. 8

- b) è una società collegata alla società;
- c) è una *joint venture* in cui la società è una partecipante;
- d) è uno dei dirigenti con responsabilità strategiche della società o della sua controllante;
- e) è uno stretto familiare dei soggetti di cui alle lettere a) o d);
- f) è un'entità nella quale uno dei soggetti di cui alle lettere d) ed e) esercita il controllo, il controllo congiunto o l'influenza notevole o detiene, direttamente o indirettamente, una quota significativa, comunque non inferiore al 20%, dei diritti di voto;
- g) è un fondo pensionistico complementare, collettivo o individuale, italiano o estero, costituito a favore dei dipendenti della società o di una qualsiasi altra entità ad essa correlata.

Entrando nel dettaglio delle singole tipologie appena citate, occorre sottolineare i due fenomeni principali. Infatti le operazioni più frequenti con parti correlate che, tendenzialmente, possono condurre ad un depauperamento del patrimonio sociale sono quelle concluse dalla società con i propri azionisti di controllo, soprattutto all'evidenza che gli stessi sono in grado di sfuggire più facilmente alle responsabilità scaturenti dal compimento di tali operazioni. Inoltre, a fianco di questa fattispecie è da evidenziare che il fenomeno del controllo è connaturato in particolar modo a quello dei gruppi societari. In merito è semplice comprendere come le operazioni infragruppo possano essere la sede tipica, ancorché non esclusiva, delle operazioni con parti correlate, in quanto una società è naturalmente chiamata a relazionarsi con soggetti a lei conosciuti. Non per altro la natura fisiologica di tali operazioni per le società quotate ed i gruppi italiani è confermata dalla presenza nella disciplina di forme di attuazione della previsione, mediante casi di esenzione (ad esempio le transazioni concluse a condizioni di mercato o standard)<sup>69</sup>.

Un aspetto molto importante, pertanto, riguarda la definizione della fattispecie del "controllo" posto che, in tali circostanze, non possa valere esclusivamente la nozione di cui all'art. 2359 c.c., bensì occorra considerare quella più estesa e, sotto alcuni aspetti, più complessa delineata dal principio IAS 24. A tal riguardo, va evidenziato che il controllo – fermo restando la fattispecie di controllo diretto, ossia quando un soggetto possiede, direttamente o indirettamente attraverso proprie controllate, più della metà dei diritti di voto di un'altra entità

---

<sup>69</sup> Cfr. SANTOSUOSSO, *I compensi dei componenti degli organi sociali e degli altri dirigenti con responsabilità strategiche*, in F. COLAVECCHI, *La disciplina delle operazioni con parti correlate*, in *Rivista elettronica di diritto, economia, management*, fasc. 2/2012, p. 42

(in questo caso si annovera una presunzione di controllo *juris tantum*) – anziché dipendere dal peso della partecipazione di un solo socio, può derivare inoltre da un accordo stipulato fra due o più soci, con i quali essi si impegnano a sindacare i loro voti al fine di controllare l'assemblea sociale. Il fenomeno dei c.d. «patti parasociali» rappresenta infatti un importante strumento per l'esercizio del controllo nelle società quotate italiane, tuttavia si tratta di un rapporto di correlazione tuttora controverso. Non si trova nella regolamentazione Consob o all'interno dei principi contabili internazionali di riferimento un'esplicita menzione degli accordi parasociali quale presupposto di correlazione, a favore però è intervenuta la Consob fornendo sul punto alcune puntualizzazioni in occasione della Comunicazione del settembre 2010<sup>70</sup>. Al di là della forma, l'attenzione è rivolta alla natura sostanziale del rapporto e all'entità della partecipazione rispetto al potere di ciascun socio di esercitare il controllo e di influenzare «*politiche finanziarie e gestionali della società o, rispettivamente, di partecipare alla loro determinazione*»<sup>71</sup>. A questo punto, la posizione di ogni partecipante sarà valutata autonomamente da quella degli altri soci sindacati, avendo riguardo anche alle prassi applicative del patto. È da sottolineare comunque che, nella pratica, si tratta di un accertamento che difficilmente potrà essere esercitato visto il rilievo che i patti parasociali assumono nel nostro ordinamento e la loro grande diffusione, al punto che le società stesse stanno inserendo nelle loro procedure delle soluzioni che permettano di definire, *ex ante* e senza la necessità di complicati accertamenti, quali soggetti debbano essere considerati correlati<sup>72</sup>.

Inoltre, tra le ipotesi di correlazione va annoverata la *joint venture*, che può definirsi come un accordo contrattuale con cui due o più imprese intraprendono un'attività economica sottoposta al controllo congiunto. Al fianco del rapporto di controllo (anche congiunto), la veste di parte correlata viene attribuita anche alle situazioni di collegamento, in virtù delle quali la società quotata è sottoposta, o è in grado di esercitare, un'influenza notevole anche solo indirettamente.

Proseguendo, necessita un'analisi più approfondita l'individuazione del dirigente d'impresa quale parte correlata. Per dirigenti con responsabilità strategiche si intendono quei soggetti che hanno il potere e la responsabilità della pianificazione, direzione e controllo delle attività

---

<sup>70</sup> N. MICHIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*. Quaderni di giurisprudenza commerciale n. 391. Giuffrè Editore, Milano, 2016. P. 95

<sup>71</sup> V. Comunicazione DEM/10078683 del settembre 2010, 2.

<sup>72</sup> N. MICHIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*. Quaderni di giurisprudenza commerciale n. 391. Giuffrè Editore, Milano, 2016. P. 96

della società e, quindi, sono inclusi gli amministratori ed i componenti degli organi di controllo della società stessa. Al riguardo, si sottolinea quanto già precedentemente anticipato in merito al principio della prevalenza della sostanza sulla forma, infatti nella qualifica di parte correlata occorrerà tenere in considerazione, *ex post*, la sostanza dei poteri e delle responsabilità affidate a tali soggetti piuttosto che la valutazione formale della posizione ricoperta<sup>73</sup>.

Rientrano, infine, nella definizione di parte correlata anche gli stretti familiari di un soggetto che: *i*) controlla la società, *ii*) esercita il controllo congiunto sulla stessa, *iii*) sia un dirigente con responsabilità strategiche.

Ai fini del rapporto di correlazione rilevano, dunque, anche circostanze che attengono a relazioni di tipo prettamente personale. Innanzitutto occorre definire cosa si intende per “stretti familiari” di un soggetto, ovvero quei familiari che si presume possano influenzare il, o essere influenzati dal, soggetto interessato nei loro rapporti con la società. Rientrano in questa categoria il coniuge non legalmente separato ed il convivente, i figli e le persone a carico del soggetto, del coniuge non legalmente separato o del convivente. Nella realtà societaria italiana, caratterizzata da un controllo che nella maggior parte dei casi è di tipo familiare ed ove, molto spesso, si intrecciano profondi rapporti tra soggetti che controllano società diverse, la previsione del Regolamento probabilmente potrà avere un significativo impatto nella vita delle nostre società<sup>74</sup>.

Tale elencazione ipotizzata dalla Consob, peraltro, non può certamente essere considerata come tassativa od esaustiva poiché l'emittente dispone di un'ampia discrezionalità nell'individuazione dei soggetti in grado di influenzare o essere influenzati dal soggetto interessato. Il Regolamento ha quindi superato il criterio formale adottato dal codice civile per la determinazione del grado di parentela, focalizzandosi piuttosto su una visione sostanziale dei rapporti in essere, comprendendo così anche quei soggetti che pur non avendo il titolo di familiare possono avere un'incidenza significativa sul soggetto interessato<sup>75</sup>.

---

<sup>73</sup> Cfr. F. COLAVECCHI, *La disciplina delle operazioni con parti correlate*, in *Rivista elettronica di diritto, economia, management*, fasc. 2/2012, p. 44

<sup>74</sup> N. MICHIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*. Quaderni di giurisprudenza commerciale n. 391. Giuffrè Editore, Milano, 2016. P. 98

<sup>75</sup> È una formulazione sicuramente più ampia di quella contenuta nell'originaria versione del principio IAS 24. Si tratta di una presunzione, non assoluta, che ricomprende i figli, i conviventi con i propri figli e le persone a carico degli stessi o della parte correlata. Cfr. MIOLA, *Le operazioni con parti correlate*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società. Liber amicorum*, Antonio Piras, Torino, 2010.

Concludendo sul punto, la corretta individuazione delle parti correlate richiesta dalla disposizione regolamentare necessita di una costante attività di monitoraggio dei rapporti che possono essere alla base della correlazione, posto che la natura di parte correlata dipende essenzialmente dall'operazione compiuta. L'esatta individuazione di tutte le parti correlate può essere raggiunta, in definitiva, solo attraverso una completa informazione. Una soluzione che faciliterebbe l'intero processo potrebbe essere quella di istituire una banca dati per ogni singolo emittente quotato, nella quale inserire ed ordinare le parti correlate sulla base delle informazioni disponibili all'emittente oltre a quelle fornite direttamente dalla parte correlata<sup>76</sup>.

### *2.1.3 La definizione di "parte correlata" nel Regolamento Consob e nel principio contabile internazionale IAS 24*

In riferimento a quanto osservato sinora, la disciplina regolamentare della Consob ha tentato di assicurare una autonoma rilevanza alle nozioni di "parte correlata" e di "operazione" tra parti correlate, cercando di slegarle dalle norme contenute nel principio contabile internazionale IAS 24 (a cui, sino ad ora, si è sempre fatto un chiaro riferimento). Ciononostante, il legame tra il contenuto dell'Allegato n.1 e quello del citato IAS non è stato completamente eliminato, preferendo piuttosto un considerevole ridimensionamento. Al riguardo, non è più previsto un rinvio mobile<sup>77</sup> a tale principio, soprattutto per evitare che riforme della normativa contabile internazionale si riflettano sul regolamento in esame, bensì viene operato un rinvio fisso con la riproduzione dei suoi contenuti all'interno dello stesso Allegato 1 del regolamento. In altre parole, nonostante siano state dichiarate autonome le rispettive definizioni, ciò che accade nella realtà è la sussistenza di un rapporto di dipendenza, soprattutto a livello interpretativo, peraltro confermato dagli ultimi interventi Consob. È infatti vero che quest'ultima ha rinunciato a definire le diverse nozioni mediante rinvio espresso al contenuto dello IAS individuando essa stessa i limiti soggettivi di correlazione e la nozione di riferimento. Nel fare ciò, tuttavia, sono stati elaborati criteri generali che ripropongono le definizioni e le interpretazioni contenute nello stesso IAS 24. La Consob ha

---

<sup>76</sup> F. COLAVECCHI, *La disciplina delle operazioni con parti correlate*, in *Rivista elettronica di diritto, economia, management*, fasc. 2/2012, p. 45

<sup>77</sup> Tale precedente soluzione rispondeva all'esigenza di garantire una definizione quanto più possibile omogenea a quella utilizzata a livello internazionale. Tuttavia al termine delle consultazioni che si sono susseguite per l'emanazione del Regolamento Consob, si è preferito non creare una stretta dipendenza tra le definizioni presenti nei due documenti. Come abbiamo detto, ciò avrebbe esposto gli emittenti al rischio di dover in itinere modificare la normativa di riferimento per effetto di una rivisitazione dei principi contabili internazionali o di una loro diversa interpretazione da parte di organismi esterni. Al riguardo N. MICHELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*.

inoltre operato la scelta di cristallizzare la rilevanza, ai fini interpretativi, delle definizioni contenute nello IAS 24 in vigore al momento dell'emanazione della normativa secondaria<sup>78</sup>.

Questa prima osservazione pare non trascurabile, considerando che le finalità e gli interessi tutelati dallo IAS 24 e la normativa secondaria sono differenti<sup>79</sup>. Per quanto riguarda il primo, l'obiettivo è quello di garantire che dal bilancio si evidenzino le informazioni sulla situazione patrimoniale e finanziaria della società nonché del suo risultato economico, specie se influenzato dall'esistenza di parti correlate e da operazioni tra queste concluse. Più in generale, la finalità del suddetto principio contabile va ricercata nella volontà di garantire un processo di armonizzazione delle regole da applicare nella redazione dei bilanci. Ciò in risposta all'esigenza, a livello comunitario, di assicurare una convergenza tra la normativa nazionale e le previsioni dei principi contabili internazionali mediante l'introduzione di una disciplina dell'informativa di bilancio sulle operazioni tra parti correlate ed alcune operazioni fuori bilancio. In linea con questa finalità, il legislatore nazionale ha inserito all'art. 2427, comma 1, c.c., il punto *22-bis*, con il quale è prevista l'indicazione nella nota integrativa delle informazioni concernenti le operazioni con parti correlate<sup>80</sup>.

Per quanto riguarda, invece, la regolamentazione Consob, pare che lo sforzo compiuto sia andato oltre all'esigenza di assicurare la trasparenza di informazione per soffermarsi sui criteri generali minimi che le procedure dovranno osservare per assicurare correttezza sostanziale e procedurale nell'assunzione di operazioni con parti correlate. Dunque, l'adozione dell'ampia definizione di parti correlate fornita dallo IAS 24 – vuoi con un richiamo esplicito od implicito – ai fini dell'informazione contabile, rischia di essere esorbitante laddove sia destinata ad essere utilizzata anche per l'applicazione della disciplina di correttezza sostanziale e procedurale e, dunque, in termini di *governance* societaria (tale disciplina, infatti, dovrebbe essere concentrata sulla risoluzione dei conflitti tra azionisti di controllo e/o organi di gestione ed azionisti di minoranza)<sup>81</sup>.

---

<sup>78</sup> È prevista la possibilità, in capo alle società, di aderire ad una diversa interpretazione di parte correlata in caso di successive modifiche del principio contabile internazionale. Tuttavia l'autonomia privata può propendere esclusivamente per una loro integrazione che deve rimanere uniforme ai criteri enunciati.

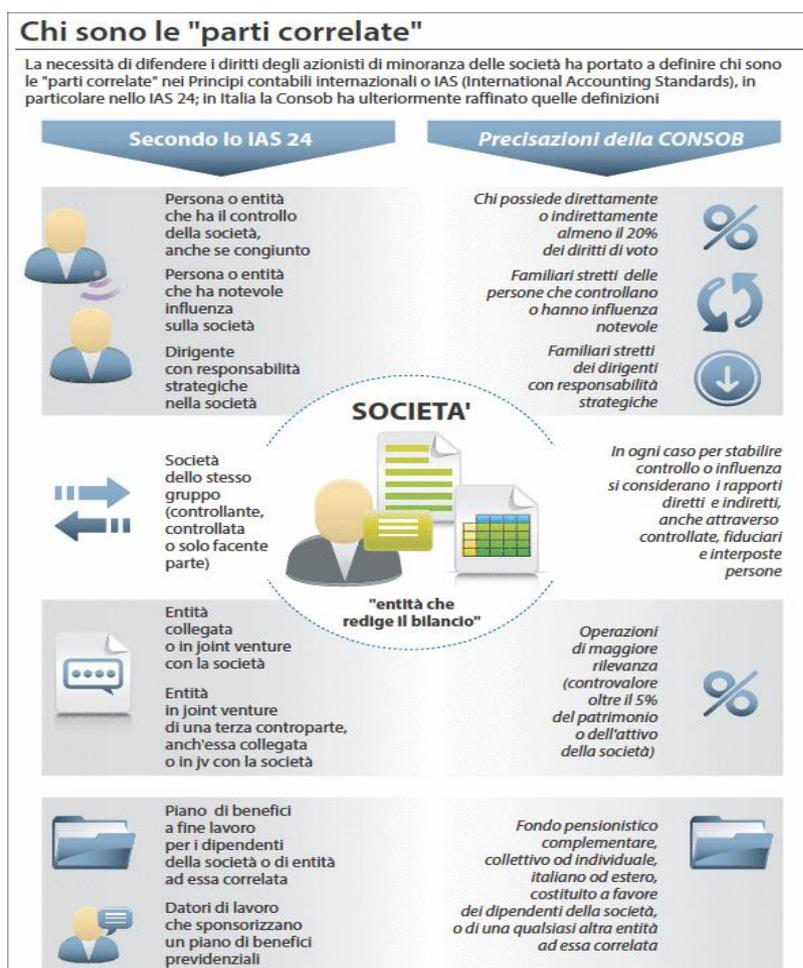
<sup>79</sup> N. MICIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*. Quaderni di giurisprudenza commerciale n. 391. Giuffrè Editore, Milano, 2016. P. 102

<sup>80</sup> Al riguardo si rinvia al par. 4, in cui si precisa l'obbligo all'art. 2427 c.c. di dare indicazione delle operazioni con parti correlate in nota integrativa qualora le stesse siano rilevanti e non siano state concluse a normali condizioni di mercato.

<sup>81</sup> Cfr. MIOLA, *Le operazioni con parti correlate*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società. Liber amicorum Antonio Piras*, Torino, 2010.

Concludendo, nonostante la Consob abbia voluto dare rilievo a tutte le condizioni e relazioni che possono, nel tempo, incidere sul rapporto di correlazione senza tuttavia creare un eccesso di regolamentazione, è innegabile lo sforzo di monitoraggio richiesto alla società, specie quando si tratta di stabilire se un soggetto sia o meno in grado di esercitare un controllo o un'influenza notevole sull'Emittente secondo le definizioni stabilite nell'Allegato n. 1<sup>82</sup>.

Di seguito è riportata una schematica comparazione tra la nozione di "parte correlata" secondo lo IAS 24 e quella dettata dal Regolamento Consob<sup>83</sup>.



<sup>82</sup> N. MICHIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*. Quaderni di giurisprudenza commerciale n. 391. Giuffrè Editore, Milano, 2016. P. 108

<sup>83</sup> Immagine tratta da: <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/particorrelate-213.htm>, *Lo IAS 24 e la definizione di parte correlata*, 13 aprile 2015 – 09:32

#### 2.1.4 *Le soglie di rilevanza*

Al fine di non gravare le società di eccessivi oneri organizzativi e vincoli procedurali in ragione della nuova regolazione prevista, la quale impone alla società di garantire una maggiore trasparenza e correttezza dell'operato, si è aderito ad una differenziazione del regime applicabile in considerazione delle dimensioni delle operazioni realizzate e del conseguente effetto delle stesse sulla società. Al riguardo, la regolamentazione prodotta si articola diversamente sulla base della potenziale pericolosità che le operazioni con parti correlate assumono a seconda della propria dimensione<sup>84</sup>.

Per tale motivo, è stato disegnato un regime che si differenzia a seconda che l'operazione si collochi al di sopra di determinate soglie quantitative, qualificabile come di «maggiore rilevanza», ovvero al di sotto delle stesse e possa quindi essere etichettata di «minore rilevanza»<sup>85</sup>. È logico immaginare che, qualora un'operazione presenti una dimensione tale da renderla incapace a generare azioni espropriative con effetti rilevanti sul risultato economico della società, non sia necessaria né utile l'introduzione di oneri organizzativi e procedurali che si tradurrebbero in un aggravio di entità certamente superiore ai benefici ottenibili dalla conclusione della stessa<sup>86</sup>.

La disciplina ha voluto fissare, idealmente, un limite superiore ed uno inferiore alla categoria in esame. Rispettivamente avremo l'identificazione delle operazioni di maggiore rilevanza e quelle di importo esiguo, per quanto riguarda la qualificazione delle operazioni di minore rilevanza invece, questa avviene in negativo rispetto a quelle di maggiore rilevanza. Mentre le operazioni maggiormente rilevanti sono esplicitamente identificate ad opera del consiglio di amministrazione (e devono includere almeno le operazioni di cui all'Allegato 3, Reg.), i criteri per l'identificazione delle operazioni esigue possono invece essere individuati dalle procedure interne (autonomia privata), anche precludendo l'applicazione delle disposizioni regolamentari. Da ciò si determinano confini assai incerti per le operazioni di minore rilevanza e nasce quindi la necessità della creazione, per il tramite della prassi, di standard condivisi nella stesura delle procedure<sup>87</sup>.

---

<sup>84</sup> Cfr. CAGNASSO, *Le operazioni con parti correlate di maggiore e minore rilevanza nel Regolamento Consob del 12 marzo 2010*, in *Nuovo Diritto delle Società*, 2010, n.15, p. 37 ss.

<sup>85</sup> Cfr. REINELLI, *Il regolamento Consob sulle operazioni con parti correlate: le linee fondamentali*, in *Nuovo Diritto delle Società*, 2010, n. 12, p. 14

<sup>86</sup> Allo scopo di evitare l'inserimento di quei dati ritenuti superflui e tali da compromettere una corretta informazione di bilancio.

<sup>87</sup> Cfr. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate: il nuovo regolamento Consob*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2010, n. 12, p. 10

Affinché una operazione possa essere considerata di maggiore rilevanza, ai sensi di quanto previsto nell'Allegato n. 3, Reg., occorre che i valori risultanti dall'applicazione di almeno uno degli indici di rilevanza basati sul controvalore<sup>88</sup> (l'attivo o il passivo), porti il suddetto indice a superare la soglia del 5%. Alle società è comunque prevista la facoltà di allargare il perimetro delle operazioni maggiormente rilevanti attraverso la riduzione delle soglie di rilevanza (anche solo per determinate operazioni, ovvero optando per indici di rilevanza ulteriori). È disciplinato, inoltre, che le operazioni con la società controllante quotata, o con soggetti a quest'ultima correlati che risultino a loro volta correlati alla società, rientrano tra quelle di maggiore rilevanza se almeno uno degli indici in questione ecceda la più ridotta soglia del 2,5% (ciò in ragione dei maggiori rischi di estrazione dei benefici privati di controllo).

## 2.2 Le procedure societarie: correttezza sostanziale e procedurale

Dopo aver definito il concetto di “parti correlate” e di “operazione” con parti correlate, la Consob ha intrapreso due strade complementari:

- ❖ da un lato, predisponendo per l'assunzione di operazioni con parti correlate una procedura *ad hoc* che attribuisce un ruolo centrale al comitato di soggetti indipendenti;
- ❖ dall'altro, intensificando gli obblighi informativi che riguardano sia i flussi endosocietari sia quelli che hanno come destinatari i terzi del mercato.

La struttura del Regolamento, nel suo complesso, risulta assai appesantita dalla coesistenza di più soluzioni normative che, intrecciandosi tra loro in un “groviglio” di disposizioni, non facilitano le società nella elaborazione delle singole procedure e, soprattutto, nella loro concreta applicazione<sup>89</sup>.

In ragione delle diverse procedure regolamentari che, di volta in volta, si alterneranno, gli amministratori indipendenti dovranno riunirsi in un comitato, anche appositamente creato, e a

---

<sup>88</sup> L'indice di rilevanza del controvalore è dato dal rapporto tra il controvalore dell'operazione con parte correlata ed il patrimonio netto presente nel più recente stato patrimoniale pubblicato dalla società. L'indice di rilevanza delle attività è dato dal rapporto tra il totale attivo dell'entità oggetto dell'operazione ed il totale attivo della società. In senso opposto, l'indice di rilevanza delle passività è dato dal rapporto tra il totale passivo dell'entità acquistata ed il totale attivo della società.

<sup>89</sup>N. MICIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*. Quaderni di giurisprudenza commerciale n. 391. Giuffrè Editore, Milano, 2016. P. 109

loro è affidato un ruolo chiave – ed anche inedito per il nostro ordinamento – modulato a seconda della maggiore o minore rilevanza dell'operazione *decidenda*<sup>90</sup>.

Prima di affrontare questo tema, tuttavia, è opportuno concentrarsi su di un altro importante concetto. Infatti, nell'adozione delle procedure di approvazione delle operazioni con parti correlate il comitato è chiamato ad esprimere un parere motivato favorevole al suo compimento. Nel parere dovrà essere accertata la sussistenza di un interesse della società a tale realizzazione, ovvero la *convenienza e correttezza procedurale e sostanziale* della transazione.

### 2.2.1 *La nozione di correttezza procedurale e sostanziale*

Innanzitutto occorre specificare il contenuto delle richiamate locuzioni “correttezza sostanziale” e “correttezza procedurale”, ossia i principi a cui tali procedure devono ispirarsi. La correttezza procedurale, pertanto, riguarda le modalità mediante cui 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. Tale principio riguarda, oltre il rispetto delle regole di funzionamento dell'organo, anche l'informazione e la documentazione resa disponibile ai soggetti chiamati ad assumere la decisione e la motivazione della stessa<sup>91</sup>.

La definizione di correttezza sostanziale consiste invece nell'assenza di un ingiustificato pregiudizio per l'emittente o, in altre parole, nel garantire che le procedure adottate permettano di procedere all'assunzione di decisioni pienamente informate e ponderate nell'interesse della società. In buona sostanza, 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<sup>92</sup> delle operazioni con soggetti correlati.

L'importanza dell'adozione di tali procedure giustifica la previsione di cui all'art. 4, co. 3, Reg., per cui l'assunzione delle delibere richiede un parere favorevole da parte di un comitato

---

<sup>90</sup> N. MICHELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*. Quaderni di giurisprudenza commerciale n. 391. Giuffrè Editore, Milano, 2016. P. 110 ss.

<sup>91</sup> Il processo di *decision making* è decisivo per l'attribuzione di responsabilità, infatti qualora questo presenti dei “difetti” gli amministratori saranno responsabili per i danni causati al patrimonio della società. Al contrario, in presenza di idonei assetti e procedure gli stessi andranno esenti dalla suddetta responsabilità. Cfr. IRRERA, *Le procedure ed il comitato di amministratori indipendenti nel regolamento Consob sulle operazioni con parti correlate: un nuovo organo a geometria variabile*, in *Nuovo Diritto delle Società*, 2010, n. 12, p. 25

<sup>92</sup> Si tratta di un parere di congruità che viene spesso richiamato nel codice civile in materia societaria.

di amministratori esclusivamente indipendenti, che ha lo scopo principale di certificare che l'operato delle procedure adottate dalla società sia idoneo ad assicurare la correttezza sostanziale delle operazioni concluse con parti correlate e, inoltre, che vi sia coerenza delle stesse con gli obiettivi imprenditoriali e con le informazioni di cui gli amministratori indipendenti saranno in possesso in ragione del proprio ruolo<sup>93</sup>. In merito, possiamo riscontrare uno degli elementi più interessanti di tutto il Regolamento, infatti attraverso l'utilizzo di questa formula – che lascia spazio ad alcuni margini interpretativi – sembrerebbe che la Consob attribuisca in capo agli indipendenti, notoriamente amministratori non esecutivi, il potere di valutare il “merito” di una decisione che indiscutibilmente spetterebbe agli amministratori investiti di un incarico esecutivo. Tuttavia ciò risulterebbe contrario a quanto previsto nel nostro ordinamento, ove viene operata una chiara distinzione tra le competenze degli organi esecutivi e non esecutivi. Come tale, agli amministratori indipendenti dovrebbe essere negata la possibilità di sindacare il merito dell'operazione in quanto essi rivestirebbero un ruolo che esula dalle loro competenze, le quali si limitano alla valutazione degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili e non anche alla loro predisposizione. Alla luce di ciò, neppure il richiamo, forse un po' ambiguo, alla “convenienza” dell'operazione che gli indipendenti devono indicare nel proprio parere vale a travalicare questo limite e, di conseguenza, a legittimare il comitato a sindacare il “merito” di un'operazione<sup>94</sup>.

Concludendo, le procedure interne devono essere adottate dalle società al fine di concretizzare le previsioni normative di matrice legislativa e regolamentare e, per fare ciò, è attribuito alle società il potere di modulare in concreto l'operatività della disciplina in esame. Ci troviamo di fronte ad una sorta di normativa a «geometria variabile<sup>95</sup>» e, di conseguenza, questo potere non può essere esercitato liberamente dal consiglio di amministrazione ma è presente il bilanciamento del comitato interno di amministratori esclusivamente indipendenti a cui è richiesto il parere favorevole. All'organo di controllo, infine, è attribuito il compito di vigilare sulla conformità delle procedure interne rispetto ai principi regolamentari.

---

<sup>93</sup> Cfr. BAGLIONI-GRASSO, *Parti Correlate: l'attività di predisposizione delle nuove procedure interne*, in *Società*, 2010, n.6, p. 727 ss. In F. COLAVECCHI, *La disciplina delle operazioni con parti correlate*, in *Rivista elettronica di diritto, economia, management*, fasc. 2/2012, p. 53

<sup>94</sup> MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate: il nuovo Regolamento CONSOB*, in *N. dir. Soc.*, 2010, 10

<sup>95</sup> Cfr. VENTORUZZO, *Commento sub art.2391-bis*, in *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2005

### 2.2.2 *Le procedure previste dal Regolamento Consob*

Il regolamento Parti Correlate ha predisposto diversi regimi applicativi in relazione ai contenuti delle procedure che dovranno essere adottate dalle società per procedere alla conclusione di operazioni con parti correlate, a seconda della rilevanza delle stesse. In considerazione dell'importanza delle operazioni e della tipologia di società vengono distinte quattro diverse procedure:

- i. una procedura *generale* per le operazioni di “minore rilevanza”, intendendosi per tali quelle i cui valori non superino le soglie di rilevanza precedentemente descritte, né tanto meno ricadano nella categoria delle operazioni di importo esiguo;
- ii. una procedura *speciale* per le operazioni di “maggiore rilevanza”, più rigorosa, laddove, al contrario, i suddetti valori eccedano la soglia di rilevanza;
- iii. una procedura *agevolata* per le società con azioni diffuse, le società di minori dimensioni e le società neo-quotate;
- iv. una procedura per le operazioni con parti correlate oggetto di una *delibera quadro*, al fine di rendere più snelli e spediti i processi decisionali qualora si verificano più operazioni omogenee con determinate categorie di parti correlati.

Infine sono previste delle forme di *esenzione* per le operazioni di importo esiguo, per le operazioni ordinarie (c.d. *ordinary business*) o per ragioni di urgenza.

È importante inquadrare l'operazione in un gruppo piuttosto che in un altro in quanto, lo ripetiamo, la disciplina che viene ad applicarsi cambia sotto numerosi aspetti.

#### *i. La procedura generale*

La disciplina delle operazioni di minore rilevanza è contenuta all'art. 7 del Regolamento e prevede innanzitutto che, prima dell'approvazione dell'operazione, un comitato, anche appositamente costituito dal CdA ovvero già esistente, composto esclusivamente da amministratori non esecutivi e non correlati, in maggioranza indipendenti<sup>96</sup>, esprima – anche solo a maggioranza – un parere motivato non vincolante sull'interesse della società al

---

<sup>96</sup> A differenza del comitato previsto per le operazioni di maggiore rilevanza (esclusivamente composto da amministratori indipendenti), per quello competente ad esprimersi in relazione alle operazioni di minore rilevanza è sufficiente la presenza di una maggioranza di amministratori indipendenti non esecutivi e non correlati.

compimento dell'operazione nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni.

Inoltre è previsto che il comitato possa farsi assistere, a spese della società, da uno o più esperti indipendenti di propria scelta o già nominati dalla società (salva la possibilità per le procedure di fissare un ammontare massimo di spesa per ciascuna singola operazione), purché tale previsione sia espressamente indicata nella procedura.

Infine, è disposto che all'organo competente a deliberare sull'operazione ed al comitato in questione siano fornite con congruo anticipo informazioni complete ed adeguate.

Una delle peculiarità che caratterizza questo regime "semplificato" riguarda il parere che è tenuto a fornire il comitato degli amministratori indipendenti, il quale risulta non vincolante. Quindi sugli indipendenti grava l'obbligo di valutare i profili gestori dell'operazione, senza ricadere in un giudizio sul merito della stessa (vedi *supra*) ma limitandosi ad una considerazione dei soli profili legati alla correttezza dell'operazione. Tuttavia, qualora tale parere risulti negativo, l'operazione potrà essere realizzata ugualmente rilevato che lo stesso non è vincolante. In questo caso l'operazione viene bilanciata dagli obblighi di pubblicità che gravano sull'emittente<sup>97</sup>.

Concludendo, la procedura, in quanto semplificata, si limita a prevedere un parere non vincolante degli amministratori indipendenti ma nulla riferisce in merito al coinvolgimento degli stessi nella fase istruttoria e nelle trattative. Questi ultimi aspetti sono, al contrario, ampiamente disciplinati nella procedura speciale per le operazioni di maggiore rilevanza.

## ***ii. la procedura speciale***

L'art. 8 del Regolamento disciplina la procedura che le società sono chiamate ad adottare per procedere all'approvazione di operazioni di maggiore rilevanza, imponendo obblighi ulteriori rispetto a quelli appena descritti, all'art. 7, Reg., per le operazioni di minore rilevanza.

Innanzitutto, è disposto che il regolamento interno preveda una «riserva di competenza a deliberare» in capo al consiglio di amministrazione, che impone dunque un veto al fatto che tali decisioni possano essere assunte a livello di organi delegati.

---

<sup>97</sup> G. LIACE, *Le operazioni con parti correlate*. Quaderni di giurisprudenza commerciale n. 392. Giuffrè Editore, Milano, 2016, p. 19

Per quanto la disciplina in oggetto presenti diversi punti di contatto con quella generale, vi sono importanti elementi di distinguo, caratterizzati principalmente dalla partecipazione alle trattative ed alla istruttoria da parte dell'amministratore indipendente nonché dal suo parere che, in questa fattispecie, diventa vincolante.

Il ruolo degli indipendenti non correlati si ha nella fase delle trattative, dell'istruttoria e dell'approvazione dell'operazione. Il loro coinvolgimento si sostanzia, principalmente, nella ricezione di un flusso informativo completo e tempestivo. Gli amministratori indipendenti non correlati, in ogni caso, hanno la facoltà di richiedere informazioni, formulare osservazioni e inoltrare commenti agli organi delegati incaricati della conduzione delle trattative o dell'istruttoria. Essi, inoltre, possono suggerire aggiustamenti o variazioni agli schemi dell'operazione oggetto della negoziazione anche se, va specificato, gli amministratori esecutivi sono liberi di disattendere le predette osservazioni qualora risultino esorbitanti e ingiustificate<sup>98</sup>. Infatti, la loro partecipazione alle trattative è prevista in funzione del parere motivato, funzionale ad una piena conoscenza dell'operazione, del suo *iter*, della sua progressiva configurazione, che gli permette di esprimere un giudizio informato e non mediato. In definitiva, non vi è la volontà né l'intenzione di creare un procedimento ibrido, intermedio tra l'informazione e la vera e propria co-decisione<sup>99</sup>.

### ***iii. La disciplina agevolata***

L'art. 10 del Regolamento accorda a determinate tipologie di società un particolare regime di favore in relazione al conseguimento di operazioni con parti correlate. Sono individuate tre casistiche: *a)* le società quotate di minori dimensioni<sup>100</sup>; *b)* le società con azioni diffuse tra il pubblico in misure rilevante<sup>101</sup>; *c)* le società di recente quotazione<sup>102</sup>.

---

<sup>98</sup> Allo scopo di salvaguardare la correttezza sostanziale dell'operazione. A. POMELLI, *La disciplina Consob delle operazioni con parti correlate*, in G. LIACE, *Le operazioni con parti correlate*. Quaderni di giurisprudenza commerciale n. 392. Giuffrè Editore, Milano, 2016, p. 22

<sup>99</sup> P. MONTALENTI, *Società per azioni, Corporate Governance e Mercati Finanziari*, Milano, 2011, p. 298

<sup>100</sup> Sono quelle società per le quali né l'attivo dello stato patrimoniale né i ricavi, risultanti dall'ultimo bilancio consolidato approvato, superano i 500 milioni di euro. Tale *status* è perduto qualora per due esercizi consecutivi non siano soddisfatti congiuntamente i predetti requisiti.

<sup>101</sup> Sono quelle società che hanno azionisti diversi dai soci di controllo in un numero superiore a 200, che detengono complessivamente una % di capitale sociale almeno pari al 5% e che non hanno la possibilità di redigere il bilancio in forma abbreviata.

<sup>102</sup> Sono quelle società che non hanno ancora approvato il bilancio relativo al secondo esercizio successivo a quello di quotazione e che non risultino da fusione o scissione di una o più società con azioni quotate che non siano a loro volta di recente quotazione.

La norma, prescindendo dalla natura dell'operazione o dalla sua rilevanza, prende in considerazione le caratteristiche di determinate società al fine di riconoscere loro la possibilità di applicare la procedura generale di cui all'art. 7 Reg. anche nel caso in cui vengano realizzate operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza, altrimenti riconducibili alla disciplina speciale. Il ragionamento di fondo è stato quello di predisporre una procedura meno rigorosa, seppur conforme alle esigenze di tutela della correttezza e della trasparenza nell'assunzione delle delibere (quindi fermi restando i principi generali dettati in tema di informazione e pubblicità), in ragione dell'incidenza limitata che possono avere nel mercato determinate società.

L'unica eccezione, *ex art. 10 Reg.*, è predisposta per le società controllate, anche indirettamente, da una società italiana o estera con azioni quotate in mercati regolamentati, per cui continuano a valere gli artt. 7 e 8 Reg. a seconda della minore o maggiore rilevanza dell'operazione (ciò in ragione, ovviamente, del fatto che sotto il profilo del conflitto di interessi e della correttezza sostanziale il controllo, seppur indiretto, rappresenta una delle circostanze più rischiose e, come tale, non è ritenuto opportuno il riconoscimento di tale *favor*).

#### ***iv. Le delibere quadro***

Al fine di evitare l'adozione di delibere seriali di operazioni, l'art. 12 Reg. consente alle società, sempre in un'ottica di bilanciamento tra l'esigenza di evitare operazioni di espropriazione a danno dei soci di minoranza e quella di non gravare la società di oneri eccessivi, di adottare delle delibere quadro. La funzione delle delibere quadro, essenzialmente, è quella di evitare che per operazioni frequenti ed omogenee, tra società e parti correlate, si debba ricorrere ai meccanismi previsti dagli artt. 7 e 8 del Regolamento.

Per tali procedure è previsto un limite temporale, esse non possono avere infatti una durata superiore ad un anno ed hanno per oggetto operazioni sufficientemente determinate. Deve, inoltre, essere indicato l'ammontare massimo prevedibile delle operazioni da realizzare nel periodo di riferimento, nonché le motivazioni delle condizioni previste. In ultimo, è previsto un obbligo di tipo informativo in quanto il consiglio di amministrazione deve essere informato, con cadenza trimestrale, sull'attuazione delle delibere quadro.

Le procedure interne dovranno essere predisposte seguendo regole conformi a quelle da seguire nella conclusione di operazioni di minore o maggiore rilevanza e a seconda del prevedibile ammontare massimo delle operazioni seriali dalle stesse interessate (così anche le

regole di correttezza sostanziale e procedurale nonché l'adempimento degli obblighi informativi imposti alla società dovranno seguire i diversi regimi previsti dal Regolamento).

#### v. *Il regime delle esenzioni*

Il Regolamento, all'art. 13, prevede la possibilità per gli emittenti di escludere, per determinate tipologie di operazioni con parti correlate, l'applicazione di specifiche procedure. Si tratta di una facoltà, in capo alla società, che per essere attivata deve osservare quanto disposto dall'art. 4 del medesimo Regolamento e che permette di optare per un'esclusione totale ovvero per un'applicazione parziale delle disposizioni procedurali. Peraltro, possono configurarsi tipologie di esenzione facoltativa ed esenzione automatica.

Tra le esenzioni che possono essere qualificate come facoltative vi sono quelle concernenti:

- ❖ Le operazioni di *importo esiguo*. Tali transizioni possono essere interamente esentate dalla disciplina delle operazioni con parti correlate in quanto si caratterizzano per un valore eccessivamente modesto. Al riguardo, è rimessa un'ampia autonomia all'emittente per l'individuazione dei criteri che le procedure possono adottare per l'identificare le suddette operazioni. I criteri possono essere diversi, tuttavia ne è richiesta un'adeguata rappresentazione nei documenti contabili.
- ❖ Le operazioni *ordinarie*, purché concluse a condizioni di mercato o *standard*. L'esenzione riguarda, in questo caso, le operazioni che rientrano nell'ordinario esercizio dell'attività operativa ovvero della attività finanziaria ad essa connessa. La terminologia utilizzata nel Regolamento richiama diverse disposizioni, ad esempio quanto dettato dal legislatore nell'art. 2427, comma 1, n. 22-*bis*, c.c., oppure quanto previsto dallo stesso Regolamento all'art. 3<sup>103</sup>. Gli elementi su cui bisogna interrogarsi, in definitiva, riguardano le nozioni di *operazione ordinaria* e *attività finanziaria*. Senza dilungarci eccessivamente sul tema, è utile precisare che la definizione di operazione ordinaria può ricondursi al concetto di attività ordinaria, ossia l'insieme delle principali attività generatrici di ricavi della società nonché di tutte le altre attività di gestione che non siano classificabili come di "investimento" o "finanziarie". Per quanto riguarda il secondo elemento poi, l'attività finanziaria connessa all'attività operativa, pare che si

---

<sup>103</sup> Nel quale si precisa che "costituiscono condizioni equivalenti a quelle di mercato o standard le condizioni analoghe a quelle usualmente praticate nei confronti di parti indipendenti per operazioni di corrispondente natura, entità e rischio, ovvero basate su tariffe regolamentate, prezzi imposti, (...)"

possa estendere il beneficio dell'esenzione anche alle operazioni in astratto qualificabili come finanziarie, nella misura in cui queste siano accessorie allo svolgimento dell'attività operativa.

- ❖ Le operazioni *urgenti* indifferibili o legate a situazioni di crisi aziendale. Vi è infatti la possibilità di derogare alle disposizioni procedurali per l'approvazione delle operazioni con parti correlate nei casi di urgenza, se espressamente previsto nello statuto ai sensi dell'art. 13, comma 6, Reg. e fatti salvi, comunque, alcuni obblighi indicati dal Regolamento a cui le società sono tenute ad adempiere. I citati obblighi riguardano essenzialmente l'informativa preventiva, al fine di garantire che tutti i componenti del consiglio siano a conoscenza della disapplicazione dei presidi di correttezza dell'operazione e delle ragioni poste a fondamento di tale scelta.
- ❖ Le operazioni con o tra società *controllate*, anche congiuntamente, nonché alle operazioni con società collegate. Tale esclusione facoltativa è condizionata dall'assenza di interessi significativi, di cui all'art. 4 Reg., di altre parti correlate alla società.

Le disposizioni dettate dal Regolamento, infine, non trovano applicazione per le deliberazioni assembleari relative ai compensi degli amministratori, né alle deliberazioni in materia di remunerazione degli amministratori con particolari cariche, rientranti nell'importo complessivo preventivamente determinato dall'assemblea in conformità con lo statuto. Siamo di fronte, in questo caso, ad esenzioni automatiche dovute al fatto che è già presente un intervento dell'organo assembleare nel determinare il suddetto compenso. Ebbene, tale passaggio costituisce già da sé una garanzia sufficiente a sciogliere i potenziali conflitti di interesse<sup>104</sup>.

### 2.3 La disciplina delle operazioni con parti correlate nei gruppi societari

Il regolamento Consob dedica un'apposita disposizione alle operazioni infragruppo all'art. 14, la cui portata deve essere necessariamente coordinata con la disciplina di diritto comune contenuta nel codice civile in tema di trasparenza, *ex art. 2497-ter c.c.*, nonché di conflitto di interessi (o meglio di amministratori portatori di interesse) *ex artt. 2391, 2497 c.c.*

---

<sup>104</sup> G. LIACE, *Le operazioni con parti correlate*. Quaderni di giurisprudenza commerciale n. 392. Giuffrè Editore, Milano, 2016, p. 53

È quasi fisiologica, infatti, l'esposizione delle relazioni infragruppo alla fattispecie del conflitto di interessi, a cui le disposizioni codicistiche difficilmente hanno saputo prevedere tutele adeguate, soprattutto nei confronti delle minoranze. È chiaro prevedere come nel gruppo i rapporti di correlazione siano moltiplicati rispetto ad un qualsiasi altro contesto societario, cosicché si accrescono anche i rischi che le operazioni tra società controllanti e controllate (ovvero sottoposte ad attività di direzione e coordinamento) siano compiute con scopi difformi all'interesse sociale nonché di espropriazione degli *assets* sociali<sup>105</sup>.

Su questi presupposti la Consob ha stabilito, *ex art.* 14, comma 1, Reg., che i soggetti tenuti a redigere i pareri di cui agli artt. 7 e 8 Reg., ossia il comitato composto prevalentemente o esclusivamente da amministratori indipendenti, debbano dare «*puntuale indicazione*» delle ragioni e della convenienza di quelle operazioni realizzate dalla società soggetta ad attività di direzione e coordinamento che sia influenzata dall'appartenenza al gruppo. Al riguardo, si possono riscontrare significativi margini di sovrapposizione con l'art. 2497-*ter* c.c., di cui abbiamo già accennato nel corso del primo capitolo. Considerando infatti la normativa regolamentare, *ex art.* 14 Reg., si proietta l'obbligo di comunicazione che nel codice civile è posto a carico di quanti assumono una decisione influenzata dall'essere parte di un gruppo (art. 2497-*ter* c.c.) in capo al comitato degli amministratori indipendenti, non correlati e non esecutivi, chiamati ad esprimere il proprio parere «*sull'interesse della società al compimento dell'operazione nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni*», come visto *ex artt.* 7 e 8 Reg.<sup>106</sup> Lo scopo è naturalmente quello di sottrarre al gruppo di soggetti interessati la valutazione sulla convenienza per la società al compimento dell'operazione, facendo sì che tale potere sia riservato a soggetti non coinvolti. In questo modo, la disposizione regolamentare è coerente con il vecchio articolo 2391 c.c. che imponeva l'allontanamento dell'amministratore interessato (e che è tuttora previsto per l'amministratore delegato) dal consiglio ed il congelamento del suo diritto di voto. Il tutto, ulteriormente rafforzato dal fatto che l'indagine è predisposta da amministratori qualificati come indipendenti e, dunque, astrattamente non condizionabili dalle eventuali pressioni dell'amministratore interessato.

---

<sup>105</sup> Sulle conseguenze causate dal fenomeno di *tunneling* e dell'estrazione di benefici privati di controllo v. Capitolo primo.

<sup>106</sup> Per entrambe le norme, la *ratio* sembra insistere sulla valorizzazione della trasparenza come strumento di tutela delle minoranze azionarie. In questo modo, potrebbero essere forniti elementi utili per un'eventuale impugnazione delle delibere o per esperire, *ex post*, un'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori. N. MICHIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*. Quaderni di giurisprudenza commerciale n. 391. Giuffrè Editore, Milano, 2016. P. 195 ss.

Ebbene, c'è da chiedersi se il medesimo obbligo di comunicare le ragioni della convenienza di un'operazione influenzata dalla società capogruppo, disposti all'art. 2497-ter e all'art. 14 Reg., rappresenti una semplice duplicazione di informazioni o attenga a diversi ambiti operativi. Letteralmente, il disposto di cui all'art. 14 Reg. non combacia esattamente a quanto dettato all'art. 2497-ter c.c. In particolar modo, non viene richiesto che sia fornita una "analitica motivazione" delle ragioni e degli interessi alla realizzazione di una certa operazione, elemento che richiederebbe di approfondire le ragioni dell'influenza subita e dei vantaggi compensativi che possono prodursi, limitandosi invece a prevedere solamente una "puntuale indicazione" delle ragioni e della convenienza dell'operazione (si tratta di una fase solo ricognitiva). Gli elementi caratterizzanti l'analitica motivazione sono ammessi come eventuali ed accessori, lasciati quindi alla discrezionalità dei soggetti chiamati a redigere il parere, stante all'ultima parte del comma 1. La parte più interessante dell'art. 14 del Regolamento riguarda, pertanto, proprio l'inciso sui vantaggi compensativi<sup>107</sup> che potrebbe alzare qualche perplessità in quanto, da un lato, è chiesto al comitato di indipendenti di accertare la convenienza di un'operazione caratterizzata da un interesse "estraneo" a quello sociale, ovvero proprio l'interesse che dovrebbero garantire non sussista, dall'altro poi, l'apertura al vantaggio compensativo rende comunque più fragile l'impianto di tutela dei soci di minoranza e si pone in contrasto con lo scopo di verificare la rispondenza dell'operazione agli interessi della società di appartenenza.

Riconducendoci al punto di partenza, si può supporre che gli obblighi di motivazione previsti dalle due norme attengano a due ambiti operativi differenti: la disciplina relativa all'attività di direzione e coordinamento, ex artt. 2497 ss. c.c., esplica i propri effetti principalmente sul piano delle conseguenze di un abusivo esercizio dell'influenza dominante in termini di responsabilità per i danni arrecati alle società controllate, mentre la verifica circa la sussistenza o meno dei vantaggi compensativi rileva come causa di esclusione della suddetta responsabilità. La Regolamentazione Consob invece, all'art. 14, si riferisce ad obblighi di comportamento che gravano sull'organo di gestione in presenza di un rapporto di correlazione derivante da una relazione infragruppo<sup>108</sup>. Ciò significa, in concreto, che non si limita a prevedere profili di responsabilità ma pare proceduralizzare l'obbligo di motivazione

---

<sup>107</sup> Al riguardo, v. Capitolo primo in tema di «Teoria dei vantaggi compensativi».

<sup>108</sup> N. MICHELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*. Quaderni di giurisprudenza commerciale n. 391. Giuffrè Editore, Milano, 2016. P. 197 ss.

dell'attività gestoria in presenza di situazioni che presumibilmente possono generare conflitto di interessi degli organi di gestione<sup>109</sup>.

Concludendo, la teoria dei vantaggi compensativi opera come prognosi postuma, ovvero solamente nel momento in cui il danno si è prodotto e l'operazione si è conclusa. L'obiettivo della normativa regolamentare, diversamente, è quello di determinare, attraverso l'obbligo di motivazione, una reazione preventiva rispetto ad un atto che ancora non è stato posto in essere, né tanto meno è stato approvato definitivamente, costringendo così ad esplicitare in termini di programmazione di lungo-medio tempo il vantaggio atteso da quella specifica operazione<sup>110</sup>.

---

<sup>109</sup> Sotto questo aspetto, l'obbligo di motivazione costituisce norma di prudenza che serve a rafforzare le decisioni della controllante rendendole, così, più difficilmente aggredibili e contestabili.

<sup>110</sup> N. MICIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*. Quaderni di giurisprudenza commerciale n. 391. Giuffrè Editore, Milano, 2016. P. 198

### 3. La trasparenza informativa sulle operazioni con parti correlate

Oltre ad aver ridisegnato l'*iter* che porta all'assunzione di un'operazione con parte correlata, gli sforzi della Consob si sono orientati a rafforzare il flusso informativo endosocietario ed extra societario. Le operazioni con parti correlate, pertanto, sono soggette ad un pregnante sistema pubblicitario volto alla tutela non solo dei soci, ma anche del mercato.

In base al disposto dell'art. 2391-*bis* c.c. è stato attribuito un potere regolamentare volto ad introdurre principi generali da seguire al fine di garantire sia la correttezza sostanziale e procedurale, descritta sinora, delle operazioni con parti correlate che la trasparenza delle stesse. Il Regolamento Consob ha quindi l'ambizione di disciplinare in modo organico ed unitario gli obblighi di trasparenza ed i principi in materia di procedure che le società che fanno ricorso al mercato dei capitali di rischio devono adottare per assicurare condizioni di correttezza nell'intero processo di realizzazione delle operazioni con parti correlate<sup>111</sup>. Pertanto, il superamento della soglia di rilevanza da parte dell'operazione posta in essere con una parte correlata determina, innanzitutto, l'applicazione di un regime di trasparenza specifico a cui tale transazione deve essere assoggettata.

Il Regolamento disciplina i profili di trasparenza delle operazioni con parti correlate agli artt. 5 e 6. La prima disposizione dà attuazione alle tre deleghe in forza delle quali è stato emanato il citato Regolamento, ossia la delega contenuta nello stesso art. 2391-*bis* c.c., in relazione alla richiesta di implementazione del regime di trasparenza; la delega *ex* art. 154-*ter* t.u.f., che richiede alla Consob di stabilire il contenuto delle informazioni sulle operazioni rilevanti con parti correlate; ed, in ultimo, la delega contenuta nell'art. 114 t.u.f., in base alla quale il Regolamento disciplina gli obblighi di comunicazione in relazione alle notizie c.d. *price sensitive*<sup>112</sup>.

Inoltre, il Regolamento Emittenti già prevedeva forme di pubblicità delle operazioni con parti correlate che, per oggetto, corrispettivi, modalità e tempi di realizzazione potevano avere degli effetti sulla salvaguardia del patrimonio aziendale (art. 71-*bis* Regolamento Emittenti, ora abrogato). Ed anche il codice civile, di per sé, dispone che le operazioni con parti correlate siano evidenziate nella nota integrativa del bilancio ai sensi dell'art. 2427, comma 1, n. 22 *bis*.

---

<sup>111</sup> BAGLIONI-GRASSO, *Parti Correlate: l'attività di predisposizione delle nuove procedure interne*, in *Società*, 2010, n.6, p. 728

<sup>112</sup> G. LIACE, *Le operazioni con parti correlate*. Quaderni di giurisprudenza commerciale n. 392. Giuffrè Editore, Milano, 2016, p. 47

Ricercando la concreta funzione che riveste la *disclosure* nella comunicazione d'azienda, risulta utile fare riferimento alle parole del prof. Montalenti che sottolinea come «*il risultato, realistico e non agiografico o apodittico, può essere quello di garantire la tracciabilità delle decisioni, la verificabilità dell'esercizio della discrezionalità tecnica di valutazione degli interessi da parte degli amministratori, la controllabilità delle scelte gestorie*»<sup>113</sup>. Infatti, l'informazione mette gli azionisti ed il pubblico nella condizione di valutare l'operato degli amministratori, fornendo così gli elementi per poter fondare un'eventuale azione di responsabilità, sociale o della minoranza. Cosicché, la disciplina degli obblighi di informazione finisce per assolvere, nei confronti degli amministratori, una funzione deterrente al compimento di operazioni che potrebbero incidere negativamente su eventuali profili reputazionali, di responsabilità e di liquidità del mercato (considerando il valore delle azioni e degli strumenti finanziari emessi dalla società). L'intensificazione di questi obblighi informativi risponde dunque al più generale intento del legislatore di investire nei flussi informativi endosocietari ed extra-societari al fine di contrastare le diffuse operazioni di *mala gestio* degli amministratori.

Orbene, è evidente che siano state considerate delle priorità sia la necessità di assicurare la massima trasparenza rispetto al comportamento tenuto, sia la possibilità di mantenere il mercato costantemente aggiornato circa la realizzazione di operazioni tra parti correlate. E ciò, è giustificato anche a fronte dello sforzo di responsabilizzazione imposto alle società interessate e degli oneri che esse dovranno sostenere.

Concludendo con una riflessione<sup>114</sup> un po' critica nei confronti della disciplina sulla *disclosure*, a prescindere dall'opportunità o meno di accrescere il numero di informazioni da trasmettere al mercato ed i relativi costi, ciò che sarebbe davvero auspicabile è la riduzione della forte frammentazione che caratterizza il nostro processo informativo, il quale impone la ricerca delle informazioni in numerosi documenti che possono essere resi pubblici anche in momenti diversi, sacrificando così gli obiettivi che la disciplina tenta di perseguire.

A questo punto, cercando di offrire uno schema quanto più chiaro, verranno analizzati in maniera distinta gli obblighi di trasparenza attinenti le informazioni endosocietarie e quelli delle informazioni rivolte al mercato (o extra societarie), sottolineando l'esistenza di una

---

<sup>113</sup> P. MONTALENTI, *Crisi finanziaria, struttura dell'impresa, corporate governance, Intervento all'Incontro dell'Associazione Orizzonti del Diritto Commerciale*, Roma, 20 giugno 2009, in N. MICHIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*. Quaderni di giurisprudenza commerciale n. 391. Giuffrè Editore, Milano, 2016. P. 177.

<sup>114</sup> Cfr. N. MICHIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*. Quaderni di giurisprudenza commerciale n. 391. Giuffrè Editore, Milano, 2016. P. 178

differente impostazione in ragione del loro rispettivo scopo. Infatti, mentre le prime sono funzionali alla valutazione interna dell'operazione per consentire agli organi sociali competenti di decidere, le seconde rappresentano un'informazione diretta a realizzare la trasparenza nei confronti del mercato, e degli investitori, per l'operazione conclusa dalla società.

### 3.1 Le informazioni endosocietarie

Nel corso dell'elaborato abbiamo già avuto modo di accennare alle principali novità regolamentari inerenti i flussi informativi tra organi sociali. Riassumendo a grandi linee dovremmo distinguere tra informativa *ex ante*, ossia l'informativa diffusa all'interno degli organi sociali prima dell'approvazione dell'operazione, e l'informativa *ex post*, ovvero l'informativa che circola sempre all'interno degli organi sociali però in un momento postumo all'approvazione dell'operazione. Inoltre il Regolamento distingue tra operazioni di minore e di maggiore rilevanza dettando, quindi, per ognuna di queste due categorie una disciplina parzialmente differenziata anche in relazione al tema dell'informazione (artt. 7 e 8 Reg.).

A questo punto, ci limiteremo solo ad alcune puntualizzazioni in merito all'atteggiamento che gli indipendenti devono mantenere nella fase che li vede destinatari dei flussi informativi. Le nostre riflessioni si rivolgono alle operazioni di minore rilevanza, in quanto per quelle di maggiore rilevanza è il Regolamento stesso che si preoccupa di stabilire come il Comitato di indipendenti non sia un soggetto passivo delle informazioni che riceve, bensì ha il dovere di interagire, sollecitare a sua volta approfondimenti valutativi e formulare osservazioni. Al riguardo, nulla è specificato invece per le operazioni di minore rilevanza, presupponendo così che il parere favorevole o sfavorevole espresso dal Comitato possa formarsi sulla base di notizie che potrebbero essere talvolta lacunose (e che saranno successivamente rese note nelle motivazioni allegate al parere). Ebbene, non sembrerebbe vi sia spazio per un atteggiamento attivo nell'assunzione di informazioni ulteriori. Tuttavia la possibilità che il Comitato sia considerato un mero destinatario passivo delle notizie che gli vengono trasmesse dagli amministratori delegati è contrastata dalla previsione secondo cui gli amministratori indipendenti sono a tutti gli effetti amministratori, in quanto rivestono mansioni di natura gestoria, e come tali sono sottoposti a tutti i doveri che il legislatore riconduce in capo a

questi, tra cui il potere-dovere di agire sempre in modo informato<sup>115</sup>. Orbene, il legislatore ha sancito il diritto di ricevere informazioni e, per evitare ogni forma di deresponsabilizzazione, ha sottointeso anche il dovere di informarsi nel caso in cui le notizie ricevute siano ragionevolmente incomplete o comunque tali da non permettere una valutazione consapevole<sup>116</sup>. La violazione di questo dovere è, peraltro, fonte di responsabilità in capo agli amministratori che fanno parte del Comitato.

Alla luce di queste riflessioni, possiamo aspettarci che in futuro l'assunzione di operazioni con parti correlate, specialmente quelle di maggiore rilevanza, subirà un ragionevole rallentamento. Al contempo, le società dovranno sostenere costi più elevati che terranno conto del nuovo coinvolgimento del comitato degli amministratori indipendenti e dell'eventuale presenza di esperti terzi, senza trascurare inoltre l'obbligo di fornire una informativa sempre più completa ed immediata. Si configura, in definitiva, un *trade-off* tra il rischio che il carico di *disclosure* obbligatoria si traduca in un onere a carico delle società che, nella peggiore delle ipotesi, possa scoraggiare il compimento di operazioni con parti correlate (anche potenzialmente convenienti); e, dall'altra parte, il beneficio che tale compromesso può generare in termini di tutela di diritti e interessi che trascendono quelli privati dei soggetti coinvolti nelle operazioni. Basandosi su esperienze nazionali e straniere, la Consob ha preferito intensificare l'attività di monitoraggio su attività che potrebbero rivelarsi dannose ed opportunistiche.

### 3.2 Le informazioni extra societarie

Con riguardo ai profili di trasparenza nei confronti del mercato, il Regolamento Consob ha introdotto un significativo rafforzamento degli obblighi informativi. Inoltre, è stata predisposta una diversificazione di questi doveri più accentuata rispetto a quella prevista nelle relazioni interne a seconda, naturalmente, che essi si riferiscano a transazioni di maggiore rilevanza (più stringenti) oppure di minore rilevanza (più blandi). Tutto ciò allo scopo di evitare oneri eccessivamente rigorosi in capo alle società per operazioni che si caratterizzano dall'assenza di un certo interesse per il mercato.

---

<sup>115</sup> La sua portata generale deve essere letta in maniera coordinata anche con l'art. 2381, terzo ed ultimo comma, c.c.

<sup>116</sup> N. MICHELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*. Quaderni di giurisprudenza commerciale n. 391. Giuffrè Editore, Milano, 2016. P. 179,180.

La disciplina che si va a presentare, all'art. 5 Reg., si applica solamente alle operazioni tra parti correlate di maggiore rilevanza, in quanto quelle di minore rilevanza rimangono soggette alle regole di cui all'art. 114 t.u.f., ferma restando la disciplina c.d. *price sensitive*. Per queste ultime, però, è previsto anche l'obbligo di garantire al pubblico una dettagliata informativa trimestrale sulle operazioni approvate dall'assemblea nonostante il parere contrario degli amministratori indipendenti, con contestuale pubblicazione del loro parere negativo e/o delle motivazioni che giustificerebbero la loro scelta. Ebbene, pur considerando l'intento semplificatorio, è giusto sottolineare che la soluzione individuata finisce per ridimensionare l'informazione in tema di operazioni con parti correlate di minore rilevanza da una informazione episodica ad una periodica, nonostante queste continuino a configurare operazioni rilevanti per il mercato in quanto assunte nonostante il parere contrario del comitato e, pertanto, a rischio<sup>117</sup>. Ciò risulta essere più utile ad una valutazione (successiva) da parte dei soci circa il comportamento dei componenti degli organi sociali piuttosto che ad un giudizio tempestivo sull'assunzione di scelte allocative da parte degli investitori.

Tuttavia, le principali novità in materia, riguardano l'attività di informazione sulle operazioni di maggiore rilevanza per le quali il Regolamento ha introdotto un doppio regime di trasparenza prevedendo più stringenti obblighi informativi rispetto alla precedente disciplina (*ex. art. 71-bis* del Regolamento Consob in materia di Emittenti). Ai sensi dell'art. 5 Reg., le società sono tenute alla predisposizione di un Documento Informativo, redatto in conformità dell'Allegato n. 4 del Reg., solo qualora siano concluse operazioni di maggiore rilevanza che devono formare oggetto di una informativa immediata e periodica nei confronti del mercato anche se realizzate da parte di società controllate italiane o estere<sup>118</sup>. Anche in questo caso, pertanto, diviene cruciale l'individuazione delle soglie di rilevanza, infatti l'identificazione di una o l'altra disciplina permette di modulare l'applicazione del regime di trasparenza imposto sulla base dei possibili riflessi che le stesse produrrebbero sul bilancio societario.

C'è da specificare che la normativa in materia di informativa sulle operazioni con parti correlate è stata oggetto di un vivace dibattito. Sembrerebbe infatti che la Consob, nel disciplinare l'informazione, abbia esercitato un eccesso di delega rispetto a quanto contenuto nell'art. 2391-*bis* c.c. che si limitava a richiedere un intervento in materia di informazione endo-societaria. D'altra parte, la disciplina sull'informativa verso il mercato trovava già

---

<sup>117</sup> L. SEMINARA, *L'informazione c.d. «esterna» sulle operazioni con parti correlate infragruppo*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2013, vol. 22, fascicolo 1, p. 316

<sup>118</sup> F. COLAVECCHI, *La disciplina delle operazioni con parti correlate*, in *Rivista elettronica di diritto, economia, management*, fasc. 2/2012, p. 47

riscontro nell'esistente art. 71-*bis* del Regolamento Emittenti<sup>119</sup>. È stato ritenuto, evidentemente, che tale disposizione potesse essere oggetto di miglioramenti, sia per quanto riguardava le tempistiche che i contenuti della comunicazione al mercato. Nell'intento di assicurare agli investitori un'informazione più tempestiva, in definitiva, si è provveduto a disciplinare in via regolamentare anche l'ambito regolato da tale disposizione, di cui si è disposta l'abrogazione a far data dal 1 dicembre 2010<sup>120</sup>.

Non va trascurato, infine, che le operazioni con parti correlate costituiscono prima di tutto delle operazioni societarie e pertanto sono soggette al principio generale di correttezza e trasparenza contenuto nel Testo Unico della Finanza. Da ciò si comprende il richiamo operato dal Regolamento agli obblighi di comunicazione richiesti in ottemperanza dell'art. 114 t.u.f.. In merito, la presenza di informazioni *price sensitive*<sup>121</sup> determina per la società, a prescindere dal superamento della soglia di rilevanza, degli obblighi di informazione integrativi del comunicato da diffondere al pubblico (specificati all'art. 6 del Regolamento).

### 3.2.1 *L'informativa immediata*

Al compimento di operazioni di maggiore rilevanza le società sono tenute alla predisposizione di un documento informativo, *ex art. 5 Reg.*, che deve essere messo alla disposizione del pubblico presso la sede sociale e con le modalità indicate nel Reg. Emittenti agli artt. 65 ss., entro sette giorni dall'approvazione dell'operazione da parte dell'organo competente, ovvero nel momento della conclusione del contratto – anche preliminare – qualora questo deliberi di presentare una proposta contrattuale.

Sul punto “preme osservare come la Consob, nell'individuare il momento della diffusione del documento, contemperi diversamente, nell'una circostanza, il valore della certezza dell'informazione con le esigenze di riservatezza dell'impresa e, nell'altra, la stessa certezza delle notizie con il “bene pubblico” della loro omogenea diffusione. Infatti, se il criterio temporale di base per la diffusione del documento informatico è quello dell'approvazione dell'operazione, tale momento viene posticipato al perfezionamento dell'operazione con la

---

<sup>119</sup> Questa norma è stata oggetto di forti critiche a motivo, soprattutto, delle incertezze definitorie da essa sollevate e della conseguente scarsa applicazione della disposizione. D. REGOLI, *L'informazione delle e sulle operazioni con parti correlate*, in *Le operazioni con parti correlate*, Atti del convegno Università Cattolica del Sacro Cuore, Piacenza, 19 novembre 2010, Milano, 2011, p. 140

<sup>120</sup> CONSOB, *Relazione illustrativa sull'attività di analisi d'impatto della regolamentazione e sugli esiti della procedura di consultazione*, 25 giugno 2010

<sup>121</sup> Si intendono quelle informazioni, riguardanti una società oppure un titolo, suscettibili di influenzarne il prezzo.

controparte qualora sia in corso una trattativa, al fine, da un lato, di non ostacolarne la conduzione e, dall'altro, di evitare l'afflusso sui mercati di informazioni non caratterizzate da una sufficiente certezza, giusta comunque, l'operatività dell'art. 114, co. 1, t.u.f., cui è pur sempre rimessa la garanzia della parità informativa degli operatori di mercato"<sup>122</sup>.

Al fine di facilitare tale regime, l'art.114, comma 2, t.u.f., dispone che la società tenuta alla predisposizione del documento possa impartire le disposizioni necessarie affinché le società controllate forniscano le informazioni utili alla predisposizione dello stesso, ovvero le trasmettano tempestivamente per agevolare l'adempimento agli obblighi informativi a cui è tenuta la controllante.

Inoltre, la *disclosure* è imposta anche con riguardo a quelle operazioni, intercorse con una medesima parte correlata, che solo cumulativamente superino la soglia di rilevanza, allorché siano tra loro omogenee o volte alla realizzazione di un disegno unitario. In questi casi, il documento informativo unitario è messo a disposizione del pubblico entro un termine più ampio di quindici giorni dall'approvazione dell'operazione o dalla conclusione del contratto che determina il superamento della soglia di rilevanza. Lo stesso contiene informazioni, anche su base aggregata per operazioni omogenee, su tutte le transizioni considerate al fine del cumulo. Inoltre è stato specificato nella "Comunicazione Parti Correlate" che, una volta raggiunta la soglia di rilevanza, le operazioni successive non sono oggetto di informativa ma devono essere considerate unicamente ai fini del calcolo per il raggiungimento di una nuova soglia<sup>123</sup>.

Nei termini appena descritti, le società mettono a disposizione del pubblico, in allegato al documento informativo o sul sito internet della società stessa, anche gli eventuali pareri di amministratori indipendenti e di esperti esterni. Il documento informativo, in ogni caso, dovrà descrivere le motivazioni economiche e la convenienza per la società all'operazione, le modalità di determinazione del corrispettivo nonché le caratteristiche tecnico-contrattuali della transazione (indicazione delle parti correlate, natura della correlazione, ...).

---

<sup>122</sup> L. SEMINARA, *L'informazione c.d. «esterna» sulle operazioni con parti correlate infragruppo*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2013, vol. 22, fascicolo 1, p. 310

<sup>123</sup> È previsto, dunque, un effetto analogo alla chiusura dell'esercizio e di conseguenza le operazioni che sono oggetto di informativa in tale documento non dovranno più essere considerate sebbene l'esercizio non sia ancora trascorso. In F. COLAVECCHI, *La disciplina delle operazioni con parti correlate*, in *Rivista elettronica di diritto, economia, management*, fasc. 2/2012, p. 50

### 3.2.2 *L'informativa periodica*

Oltre all'informativa immediata è comunque prevista una informativa periodica disciplinata dal Regolamento all'art. 5, comma 8, il cui contenuto riproduce sostanzialmente quello dell'art. 81 Reg. Emittenti (anch'esso abrogato contestualmente all'adozione del Regolamento Parti Correlate). La suddetta disciplina prevede che, qualora l'operazione sia compiuta da una società emittente avente l'Italia come stato membro d'origine, si debba garantire, ai sensi dell'art. 154-ter t.u.f., l'inserimento nella relazione intermedia sulla gestione e nella relazione sulla gestione annuale di una serie di informazioni<sup>124</sup>, quali:

- ❖ Le singole operazioni di maggiore rilevanza concluse nel periodo di riferimento (art. 5, comma 8, lett. a));
- ❖ Altre operazioni con parti correlate concluse nel periodo di riferimento che abbiano influito in misura rilevante sulla situazione patrimoniale o sui risultati della società (art. 5, comma 8, lett. b));
- ❖ Qualsiasi modifica, o sviluppo, delle operazioni con parti correlate descritte nell'ultima relazione finanziaria annuale che abbia avuto un effetto rilevante sulla situazione patrimoniale o sui risultati della società (art. 5, comma 8, lett. c)).

Infine, sempre nell'ottica di limitare gli oneri procedurali gravanti sulle società e, possibilmente, di coordinare tra loro i vari sistemi normativi, è consentito che l'informazione periodica delle singole operazioni appena citate possa essere resa mediante riferimento ai documenti informativi già pubblicati ai sensi dello stesso art. 5, commi 1, 2, 6 Reg., riportando unicamente gli eventuali aggiornamenti significativi<sup>125</sup>.

### 3.2.3 *L'informativa «episodica»*

I documenti informativi sinora osservati tuttavia non esauriscono gli obblighi di *disclosure* che, in forza della norma del Testo Unico, assistono le operazioni con parti correlate. Permane, infatti, l'esigenza di coordinare le prescrizioni esaminate con quelle di cui all'art. 114, co. 1 e 5, t.u.f., in quanto residualmente applicabili.

---

<sup>124</sup> F. COLAVECCHI, *La disciplina delle operazioni con parti correlate*, in *Rivista elettronica di diritto, economia, management*, fasc. 2/2012, p. 50

<sup>125</sup> L. SEMINARA, *L'informazione c.d. «esterna» sulle operazioni con parti correlate infragruppo*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2013, vol. 22, fascicolo 1, p. 319

Si fa riferimento, in primo luogo, all'informazione «episodica» su operazioni straordinarie. Il documento informativo appena descritto, infatti, non sostituisce *tout court* le comunicazioni da rendersi ai sensi degli artt. 70 e 71 Reg. Emittenti, nei casi in cui le operazioni con parti correlate si concretizzino in operazioni “significative” di fusione, scissione per incorporazione o non proporzionale, aumento di capitale mediante conferimento di beni in natura, ovvero di acquisizione e cessione di partecipazioni, rami d'azienda o altri cespiti patrimoniali. Tale problema di coordinamento si risolve contemplando la possibilità per la società di pubblicare un unico documento informativo che contenga le informazioni di cui all'Allegato 4 e degli artt. 70 e 71 entro il termine più breve tra quelli previsti per le disposizioni applicabili (art. 5, comma 6, Reg.).

Nell'eventualità invece, che l'operazione da compiersi con parte correlata – indipendentemente dal fatto che sia di minore o maggiore rilevanza – costituisca altresì informazione privilegiata, venendo dunque assoggettata agli obblighi di comunicazione previsti dall'art. 114, comma 1, t.u.f., è infine dedicato l'art. 6 del Regolamento. In questa fattispecie, non è prevista alcuna possibilità di concentrare in un unico documento le informazioni che alle società è fatto obbligo di divulgare, prevedendo unicamente che sia integrato il contenuto dell'informazione immediata, così da rafforzarne l'efficacia<sup>126</sup>.

### 3.3 Informativa di bilancio sulle operazioni con parti correlate – IAS 24

Appare infine necessario soffermarsi sulle informazioni contenute nel bilancio in presenza di operazioni con parti correlate. Lo IAS 24 si occupa delle operazioni con parti<sup>127</sup> correlate sotto il profilo informativo e, dunque, con riferimento alle sole regole sulla trasparenza, ovvero dell'informativa (contabile) di bilancio sulle operazioni con parti correlate e della

---

<sup>126</sup> In particolare, nel comunicato da diffondersi al pubblico sono contenuti, in aggiunta a tutti quegli elementi idonei a consentire una valutazione completa e corretta degli eventi e delle circostanze rappresentanti, anche: l'avvertenza che la controparte dell'operazione è una parte correlata, con descrizione della natura della correlazione; la descrizione della procedura che è stata o sarà seguita per l'approvazione dell'operazione indicando, in particolare, se la società si è avvalsa di un caso di esclusione previsto dagli artt. 13 e 14 Reg.; la precisazione se l'operazione sia stata approvata nonostante l'avviso contrario degli amministratori indipendenti; nonché – introducendosi, così, un principio di coordinamento tra i diversi adempimenti informativi – l'indicazione circa l'eventuale successiva pubblicazione di un documento informativo ai sensi dell'art. 5. Reg. In L. SEMINARA, *L'informazione c.d. «esterna» sulle operazioni con parti correlate infragruppo*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2013, vol. 22, fascicolo 1, p. 318

<sup>127</sup> In merito alla definizione di “parte correlata” presente nei principi contabili internazionali, questa non coincide esattamente a quella prevista dal Regolamento Consob anche se, nel concreto, le due definizioni rimangono sostanzialmente collegate (vedi *Supra* par. 2.1.3). Per la definizione di parte correlata ai fini dei principi contabili si veda IAS 24, par. 9.

capacità di queste di influire sulle politiche finanziarie e gestionali di una società<sup>128</sup>. Pertanto, il citato principio contabile è volto ad agevolare l'interpretazione di tali operazioni da parte degli osservatori esterni, in modo che sia possibile investigare le motivazioni che hanno portato alla loro realizzazione, nonché di valutare esattamente l'impatto sui conti annuali.

Abbiamo già ampiamente descritto come i rapporti fra parti correlate rappresentino aspetti ordinari delle attività commerciali e gestionali, non a caso le entità spesso svolgono parte delle proprie attività avvalendosi di società controllate, *joint venture* o società collegate. In tali circostanze, la capacità di influire sulle politiche finanziarie e gestionali della partecipata viene esercitata mediante il controllo, il controllo congiunto o l'influenza notevole.

Lo IAS 24 definisce le operazioni con parti correlate come «*un trasferimento di risorse, servizi o obbligazioni tra parti correlate, indipendentemente dal fatto che sia stato pattuito un corrispettivo*». L'obbligo di *disclosure* sulle predette operazioni sorge qualora le operazioni con parti correlate presentino una certa importanza e non siano concluse a normali condizioni di mercato (in proposito, non si intendono solo quelle attinenti al prezzo dell'operazione ma vengono ricomprese anche le motivazioni che hanno condotto a concludere tale transazione con parte correlata piuttosto che con terzi). Avendo già appurato che sul tema muovono una serie di fattori di natura strategico - organizzativa che giustificano l'instaurarsi di queste relazioni all'interno del medesimo gruppo o la scelta di effettuare transazioni con parti correlate, è importante allora che suddette scelte siano rese note attraverso degli opportuni accorgimenti in sede di bilancio o, addirittura, mediante un'informazione periodica<sup>129</sup>.

L'assenza di informazione è lesiva anche qualora l'operazione sia posta in essere per il raggiungimento di un obiettivo condiviso tra le parti<sup>130</sup>. Infatti, gli amministratori (o gli azionisti di controllo) possono sfruttare il loro ruolo per trarre indebiti vantaggi e ciò può essere scongiurato, o almeno limitato, grazie al bilancio di esercizio che si presenta come la "fonte naturale" da cui trarre dati utili alla formulazione di un avveduto giudizio sul loro operato<sup>131</sup>. Abbiamo già visto infatti come le operazioni con parti correlate possano rappresentare una efficace leva su cui operare per manipolare gli aggregati contabili (c.d.

---

<sup>128</sup> 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.

<sup>129</sup> G. LIACE, *Le operazioni con parti correlate*. Quaderni di giurisprudenza commerciale n. 392. Giuffrè Editore, Milano, 2016, p. 55

<sup>130</sup> N. MOSCARIELLO, *Le operazioni tra "parti correlate" nella comunicazione d'azienda*, Padova, 2007

<sup>131</sup> N. MOSCARIELLO, *Le operazioni tra "parti correlate" nella comunicazione d'azienda*, Padova, 2007, p. 9

*earning management*) in modo da raggiungere più rapidamente gli obiettivi programmati e, eventualmente, i premi stabiliti.

Alla luce di quanto osservato sinora, si comprende la necessità di individuare e specificare le operazioni con parti correlate e, soprattutto, di predisporre le soluzioni che si intendono adottare nel momento in cui esse si realizzano. Infatti, solo attraverso l'osservanza del principio della trasparenza il mercato sarà in grado di scegliere le forme più idonee di difesa e prevenzione<sup>132</sup>. Il ruolo centrale, per l'ennesima volta, è attribuito alle motivazioni economiche sottostanti l'operazione tra parti correlate: solamente attraverso una profonda comprensione di queste ragioni sarà possibile cogliere le forme di intervento sulle informazioni periodicamente trasmesse.

La *related party disclosure* si concentra, anzitutto, sull'opportunità o meno di effettuare un confronto tra il prezzo pattuito ed il *fair value* assegnabile al bene e/o servizio scambiato. Infatti, per le operazioni con parti correlate sarebbe opportuno – oltre a fornire un'informazione in merito ai soggetti coinvolti ed agli interessi in potenziale conflitto – attendersi soprattutto una descrizione sull'impatto che le stesse esercitano sulla effettiva capacità di produrre flussi di reddito e di cassa. Citando lo stesso IAS 24, par. 1, viene richiesta una adeguata divulgazione dei rapporti e delle operazioni con parti correlate al fine di «assicurare che il bilancio di un'entità contenga le informazioni integrative necessarie a evidenziare la possibilità che la sua situazione patrimoniale - finanziaria ed il suo risultato economico possano essere stati alterati dall'esistenza di parti correlate e da operazioni e saldi in essere con tali parti, inclusi gli impegni». In questa prospettiva risulterebbe dunque di particolare interesse la *disclosure* in merito al *fair value* dei beni e/o servizi scambiati con parti correlate.

Un aspetto significativo, dal quale emerge un interrogativo circa la presenza di “vuoti” normativi, riguarda infine il bilancio consolidato. Sotto un profilo temporale, ma anche in relazione alle regole di composizione del c.d. perimetro dell'area di consolidamento, sorgono alcuni aspetti problematici in quanto lo stesso non garantirebbe una informazione tempestiva e completa sulle operazioni correlate. I principi contabili internazionali, infatti, dettano l'obbligo di fornire specifiche indicazioni di carattere qualitativo e quantitativo delle operazioni con parti correlate che hanno influenza sul bilancio (d'esercizio), però – aspetto alquanto singolare – non prevedono alcun eguale obbligo nella redazione del bilancio

---

<sup>132</sup> G. LIACE, *Le operazioni con parti correlate*. Quaderni di giurisprudenza commerciale n. 392. Giuffrè Editore, Milano, 2016, p. 55

consolidato, in quanto non esiste nessun vincolo che impone alle società di illustrare le operazioni intrattenute con parti correlate, posto che, oltretutto, 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 aziendale<sup>133</sup>.

All'interno del bilancio consolidato, dunque, sembrerebbe irrilevante offrire informazioni riguardanti le operazioni che coinvolgono le entità del gruppo poiché, come abbiamo evidenziato, non vi è alcuna traccia delle stesse tra gli schemi che lo compongono<sup>134</sup>. Senza tralasciare, inoltre, che spesso la *related party disclosure* viene drasticamente ridotta nei prospetti della capogruppo e della controllata al 100% (se non, in alcuni casi, addirittura con il possesso del 90% del capitale). In tali occasioni si suppone che la possibilità di trarre indirettamente le necessarie informazioni da una comparata analisi dei bilanci consolidati e di esercizio, l'assenza o la scarsa rilevanza degli interessi di una minoranza e la consapevolezza che i risultati raggiunti dalle consociate (quasi interamente controllate) siano, per forza di cose, influenzati dalla scelta della controllante rendono superflua ogni *disclosure*.

È chiaro che, considerate singolarmente, tali previsioni possono risultare comprensibili. Tuttavia sono sorte diverse preoccupazioni dovute al fatto che, specialmente in caso di transazioni infragruppo che si realizzano in un contesto di controllo totalitario della capogruppo, nessun tipo di informazione verrà data né in nota al bilancio consolidato né all'interno del bilancio d'esercizio (mentre per le operazioni infragruppo coinvolgenti entità non sottoposte ad un controllo totalitario ci sarà un'evidenza esclusivamente nel bilancio d'esercizio). Di conseguenza non si avrebbe alcuna traccia delle operazioni svolte all'interno dei confini del gruppo aziendale e ben poco potrebbe dirsi anche in merito al trasferimento delle risorse tra i diversi istituti attuato per mezzo delle suddette transazioni<sup>135</sup>. Eppure, è evidente che simili informazioni sono di fondamentale importanza per comprendere l'effettivo stato di salute delle singole azienda e, a maggior ragione, gli equilibri economico-finanziari riconducibili all'intero aggregato di imprese.

---

<sup>133</sup> G. LIACE, *Le operazioni con parti correlate*. Quaderni di giurisprudenza commerciale n. 392. Giuffrè Editore, Milano, 2016, p. 57

<sup>134</sup> Peraltro, i principi contabili internazionali non prevedono, a differenza della previsione normativa e dei principi contabili nazionali, la possibilità di derogare all'eliminazione delle operazioni infragruppo, così come invece è previsto in presenza di determinate condizioni dai principi nazionali. Cfr. P.L. MARCHINI, V. TIBILETTI, in *I processi di standardizzazione in azienda, Aspetti istituzionali, organizzativi, manageriali, finanziari e contabili*. (a cura di) F. ANGELI, Milano, 2006

<sup>135</sup> N. MOSCARIELLO, *Le operazioni tra "parti correlate" nella comunicazione d'azienda*, Padova, 2007, p. 103 ss.

In particolar modo, in presenza di asimmetrie strutturali<sup>136</sup>, il monitoraggio delle operazioni infragruppo assume ancora più importanza per un pieno apprezzamento della situazione economica riferita all'intero complesso, il che offre un'ulteriore spinta affinché al bilancio consolidato vengano affiancati documenti in grado di far emergere le conseguenze contabili delle transazioni ignorate dalle tradizionali tecniche di consolidamento. Sfortunatamente, però, le attuali disposizioni sembrano prevedere altrimenti, ossia che non venga data notizia di operazioni tra parti correlate nel bilancio di consolidato e che possa, addirittura, prodursi una informazione più snella al riguardo anche all'interno dei bilanci di esercizio della capogruppo e delle controllate.

Va sottolineato infine che, nell'ambito della *disclosure* sulle operazioni con parti correlate, lo IAS 24 richiede la pubblicazione di alcune ulteriori informazioni relative al gruppo di appartenenza rispetto a quelle attinenti la specifica operazione conclusa. I rapporti di controllo dovranno dunque essere indicati indipendentemente dall'effettuazione di operazione con detti soggetti, ciò in quanto l'impatto economico di un'operazione con parti correlate – lo ripetiamo – può essere compreso appieno solamente considerando la situazione complessiva del gruppo al quale l'emittente appartiene.

---

<sup>136</sup> L'asimmetria strutturale si manifesta ogni qual volta il gruppo consegue un utile sebbene alcune delle sue unità facciano registrare un risultato economico negativo. In simili circostanze, è possibile che gli esiti della gestione non siano ripartiti proporzionalmente tra gli azionisti di maggioranza e quelli di minoranza, con la conseguenza che non tutti i soggetti partecipanti al capitale trovano un'adeguata remunerazione per gli investimenti effettuati. Come sottolinea LAI, *Equilibrio*, pag. 151: “le condizioni di asimmetria degli esiti reddituali della gestione [sono] riconducibili a loro volta a due contesti assai diversi tra loro:

- un fisiologico andamento difforme dalle diverse componenti del gruppo [...];
- processi governati dalla capogruppo che inducono e determinano a vantaggi differenziali in taluni ambiti delle catene di controllo ovvero disomogeneità di risultati, a parità di altre condizioni, attraverso l'impiego di strumenti di controllo operativo del gruppo o di regolazione delle transazioni interne ed esterne”.

In N. MOSCARIELLO, *Le operazioni tra “parti correlate” nella comunicazione d'azienda*, Padova, 2007, p. 104.

#### 4. I prezzi di trasferimento

Nei gruppi aziendali, un fenomeno che ha assunto crescente rilevanza nel corso degli anni è rappresentato dall'insieme delle politiche dirette, dal punto di vista puramente tributario, alla razionalizzazione della distribuzione del reddito imponibile prodotto dalle imprese appartenenti ad un gruppo multinazionale, con l'obiettivo di minimizzare il carico fiscale complessivo. Uno degli strumenti che permette il perseguimento di tali politiche aziendali è, per l'appunto, il *transfer pricing*<sup>137</sup>.

Una delle ragioni che ci aiuta a comprendere la delicata esigenza di confezionare una disciplina appropriata in merito ai prezzi di trasferimento è legata al processo, sempre più frequente, di internazionalizzazione delle imprese ed al loro accorpamento in gruppi societari multinazionali, ciò con l'evidente finalità di raggiungere nuovi mercati, ridurre i costi operativi e, ovviamente, ridurre il carico fiscale. Proprio in considerazione di ciò, si assiste ad un esponenziale aumento delle operazioni transattive infragruppo, tema che sta alla base della nostra analisi.

Il *transfer pricing*, nella sua connotazione più positiva, può essere considerato alla stregua di una tecnica di ottimizzazione dell'iniziativa imprenditoriale e, quindi, non necessariamente un semplice procedimento di *tax planning*<sup>138</sup>. Peraltro, la definizione di corrette – e di conseguenza, difendibili – politiche di *transfer pricing* risulta di primario interesse per il management, e deve comportare un'interazione tra elementi di business ed elementi fiscali che permettano di garantire un allineamento della *compliance* (amministrativa e tributaria) alle variabili strategiche dell'impresa. È agevole comprendere, infatti, che i prezzi di trasferimenti rappresentano uno strumento tecnico-amministrativo che può permettere la ripartizione dei risultati tra diverse unità appartenenti alla stessa azienda (transazioni intra-divisionali) o gruppo (transazioni intra-societarie). La criticità legata a questo aspetto, trae origine dal fatto che le determinazioni economico-aziendalistiche dei prezzi di trasferimento sono frutto di valutazioni che dipendono da numerosi fattori, per lo più non misurabili oggettivamente, che dunque sono soggetti, talvolta, a scelte discrezionali, ancorché legittime.

Nell'ambito del complesso sistema delle imprese multinazionali, la variabile dei prezzi di trasferimento interagisce, come è spontaneo immaginare, con una molteplicità di altre variabili (fiscali e non) ed è necessario dunque attuare ed allineare le strategie di gestione dei

---

<sup>137</sup> P. VALENTE, *Manuale del transfer pricing*, Ipsoa, 2015

<sup>138</sup> P. VALENTE, *Manuale del transfer pricing*, Ipsoa, 2015

suddetti prezzi al fine di renderli idonei a rispondere a tutte le esigenze economico-aziendali del gruppo a nel suo complesso. Ne consegue che il *transfer pricing* non sia strettamente finalizzato alla riduzione del carico impositivo del gruppo a livello consolidato, ma possa assumere un ruolo di centrale interesse nella programmazione ed attuazione delle decisioni strategiche d'impresa.

Sfortunatamente questa non è l'unica eccezione del tema *transfer pricing*, infatti qualora la politica e le scelte non tenessero conto della visione unitaria di gruppo, nonché delle sottese logiche di business, ma fossero unicamente finalizzate alla mera ricerca di un risparmio di imposta, si manifesterebbero situazioni come la diminuzione del grado di concorrenza del mercato (dovuto ad esempio all'alterazione in ribasso dei costi della consociata), oppure la redistribuzione della liquidità all'interno del gruppo (attraverso l'allocazione ed il drenaggio di liquidità tra le diverse società-Paese realizzato mediante l'attribuzione di prezzi di trasferimento più o meno elevati alla consociata). Queste situazioni suscitano evidenti preoccupazioni presso le Amministrazioni Finanziarie, in quanto si verificano delle sottrazioni di materia imponibile derivanti dalla "manipolazione" dei valori applicati agli scambi realizzati tra entità dislocate in Paesi differenti.

In quest'ottica, particolare attenzione è rivolta alla determinazione del valore degli scambi, allo scopo di evitare che le multinazionali, facendo leva sul *transfer price* di beni e servizi tra le società del gruppo residenti in Stati differenti, trasferiscano materia imponibile in Stati a legislazione fiscale più favorevole (gli *ex paradisi fiscali*)<sup>139</sup>. Di conseguenza, gli effetti distorsivi legati all'allocazione puramente *tax driven* del reddito imponibile delle società appartenenti ad un gruppo, rendono necessaria una costante azione di monitoraggio che garantisca la corretta applicazione del principio della libera concorrenza (*arm's length principle*). Tali effetti distorsivi sono dovuti alla mancanza di effettiva reciprocità tra i contraenti – peraltro caratteristica fisiologica delle operazioni infragruppo – i quali potrebbero determinare un corrispettivo non conforme al valore di mercato dei beni o dei servizi scambiati, ossia quel valore che si produrrebbe nel contesto di uno scambio tra terze parti indipendenti coinvolte nella medesima transazione.

---

<sup>139</sup> P. VALENTE, *Manuale del transfer pricing*, Ipsoa, 2015

#### 4.1 I riferimenti normativi

La disciplina dei prezzi di trasferimento è attualmente contenuta nell'art. 110, comma 7, del TUIR (DPR n. 917/1986). Si tratta di un articolo che impone precisi obblighi a cui adempiere nel momento in cui si procede alla determinazione del reddito o della perdita fiscalmente rilevanti ai fini dell'IRES. Tali obblighi si concretizzano nella "sostituzione" dei corrispettivi contrattuali (prezzi) risultanti a conto economico con il valore normale dei beni o dei servizi prestati o acquistati, con la conseguenza che, con riferimento a questo comparto della fiscalità societaria, la tassazione finisce per gravare su elementi stimati, non già su prezzi concretamente applicati<sup>140</sup>. Questa previsione normativa è giustificata in ragione del particolare rapporto che si instaura, nel quadro delle operazioni commerciali, tra parti non indipendenti che sono caratterizzate, dunque, da un rapporto di controllo delle une nei confronti delle altre. Proprio questa situazione "soggettiva" le pone nella condizione di attuare specifiche politiche sui prezzi, con lo scopo di delocalizzare in aree territoriali a bassa fiscalità le ricchezze che, altrimenti, sarebbero sottoposte al prelievo in Italia.

La necessità di introdurre una previsione che permetta di ricondurre il valore delle transazioni infragruppo al prezzo della libera concorrenza (come vedremo, individuato nel "valore normale") fa seguito all'immediato rischio di incorrere in fenomeni di doppia imposizione fra Stati (doppia imposizione giuridica, ossia che il reddito prodotto in ragione della transazione possa essere gravato due volte – in capo dello stesso soggetto – dalla stessa tipologia di imposta in entrambi i Paesi interessati)<sup>141</sup>.

#### 4.2 *Transfer price* «esterno» e «domestico»

Nel regolare queste particolari operazioni infragruppo, il legislatore mira unicamente alla quantificazione dell'imponibile secondo un modello che impedisca una manipolazione volta a delocalizzare la ricchezza all'estero. Ricchezza che, a tutti gli effetti, se l'operazione avesse manifestato aderenza ai prezzi di mercato, si sarebbe incardinata nel nostro territorio per essere qui colpita dall'IRES. Nell'interpretare l'art. 110, comma 7, TUIR è agevole

---

<sup>140</sup> M. BEGHIN, *La disciplina del transfer pricing, tra profili sostanziali, profili procedurali, fattispecie di evasione e abuso del diritto*, 2009

<sup>141</sup> Gli Stati hanno tentato di volta in volta di ricercare soluzioni al problema della doppia imposizione, tuttavia per una disamina specifica si rimanda alla relativa dottrina, non formando oggetto della presente trattazione. Cfr. M. BEGHIN, *Diritto tributario*. CEDAM, 2014, p. 559

comprendere come questo rappresenti nulla più che uno strumento di “auto-accertamento”<sup>142</sup> dell'imponibile transnazionale. La disciplina è destinata pertanto, in modo inequivocabile, al solo insieme delle transazioni “controllate” compiute su un'arena geografica estesa oltre i confini nazionali. Tuttavia non è escluso che le operazioni caratterizzate dall'attuazione di particolari politiche di determinazione del prezzo possano esulare dall'ambito dei rapporti infragruppo transnazionali, potendo quindi riguardare anche il contesto domestico e, in definitiva, coinvolgere società esclusivamente residenti nel territorio del nostro Stato.

Il problema della migliore localizzazione del reddito, in effetti, può presentarsi anche tra entità residenti, ad esempio nei casi in cui un'operazione di scambio domestica si traducesse nel trasferimento di reddito in capo ad una società titolare di ingenti perdite pregresse (ad esempio il c.d. «ringiovanimento delle perdite»<sup>143</sup>), oppure beneficiaria di qualche agevolazione fiscale. In queste fattispecie, il risultato osteggiato non consiste nel trasferimento di materia imponibile da un paese ad “alta fiscalità” ad un paese a “bassa fiscalità”, bensì è quello di evitare che l'operazione economica venga realizzata non già sulla base di effettive esigenze commerciali delle società che vi prendano parte, ma piuttosto al fine di assicurare l'ottimizzazione dei carichi fiscali del gruppo. In altre parole, a differenza dei rapporti transnazionali, in cui si applicano prezzi più o meno elevati rispetto ai valori correnti nel mercato allo scopo di ottenere la delocalizzazione dell'imponibile, nei rapporti domestici i prezzi vengono manipolati con lo scopo di creare condizioni favorevoli allo sfruttamento di particolari posizioni di vantaggio che, laddove non fossero applicate tali strategie, rischierebbero di essere definitivamente perdute.

Negli scambi infragruppo “interni”, tuttavia, mancherebbe il presupposto sostanziale intrinseco su cui si fonda l'assunto citato nell'art. 110, comma 7. Ciò significa che l'Amministrazione Finanziaria non potrebbe in questi casi eccepire la violazione della disposizione sul *transfer pricing* contenuta nel TUIR, a causa dell'assoluta assenza di qualsiasi effetto di delocalizzazione. Per reagire a questi comportamenti, pur sempre finalizzati ad una riduzione del carico fiscale incentrata sulla manipolazione dei prezzi riferiti ad operazioni svolte tra soggetti non indipendenti, la giurisprudenza ha comunque ritenuto che la regola della misurazione delle componenti reddituali in base al loro corrispettivo possa

---

<sup>142</sup> M. BEGHIN, *La disciplina del transfer pricing, tra profili sostanziali, profili procedurali, fattispecie di evasione e abuso del diritto*, 2009

<sup>143</sup> M. BEGHIN, *Il reddito d'impresa*. Giappichelli Editore, Torino, 2014, p. 175

essere soppiantata, anche nei rapporti tra società residenti, dalla misurazione dei proventi e dei costi in base al valore normale dei beni ceduti o dei servizi erogati<sup>144</sup>.

#### 4.3 Il «valore normale» e l'art. 2427, comma 1, n. 22-bis, del codice civile

Abbiamo sinora concordato che lo strumento utilizzato ai fini elusivi per eccellenza è proprio la manipolazione del valore dello scambio infragruppo dichiarato dal contribuente o, più precisamente, del prezzo incassato o del costo sostenuto per l'acquisizione di beni o servizi da una o più imprese collegate. Ciò che interessa principalmente alle Autorità fiscali è, fondamentalmente, che il prezzo pattuito per lo scambio risponda ad almeno una razionale motivazione e dunque che non sia in alcun modo influenzato dal particolare rapporto di dipendenza in cui si trovano le parti. Il rischio, pertanto, è quello di incorrere in operazioni totalmente deregolate e assolutamente non rispondenti alle leggi della libera concorrenza, proprio per il fatto che il gruppo economico può intendersi come un microsistema a sé stante in cui tendono a neutralizzarsi gli effetti tipici del mercato e/o del settore di appartenenza.

Siccome tutto il discorso si concentra intorno al “valore” che viene attribuito allo scambio, la linea di confine che il Legislatore ha deciso di apporre per poter distinguere una ragionevole operazione economica da una potenzialmente elusiva, è la similarità con il prezzo pattuito in transazioni simili tra parti indipendenti (fatta salva, ovviamente, la possibilità per le società di fornire idonei mezzi di prova a supporto della congruità dei prezzi praticati). L'intento è proprio quello di fissare una serie di criteri “tecnici” a supporto della determinazione, ai soli fini impositivi, dei prezzi di trasferimento negli scambi infragruppo. Posto che il Legislatore ha attribuito un significato preciso alla determinazione del “valore normale” di beni e servizi, riscontrabile nell'articolo 9, comma 3<sup>145</sup>, del TUIR, due sono le osservazioni che possiamo

---

<sup>144</sup> Se, su un piano generale, il problema della determinazione di prezzi difforni rispetto ai valori normali può dirsi comune alle operazioni transnazionali ed alle operazioni domestiche perfezionate tra società “di gruppo”, sul piano delle reazioni si registra l'impiego di percorsi nettamente differenziati: da un lato, l'art. 110, comma 7, TUIR; dall'altro, la contestazione del difetto di inerza e del divieto di abuso. In M. BEGHIN, *La disciplina del transfer pricing, tra profili sostanziali, profili procedurali, fattispecie di evasione e abuso del diritto*, 2009

<sup>145</sup> «Si intende il prezzo o corrispettivo mediamente praticato per i beni e i servizi della stessa specie o similari, in condizioni di libera concorrenza e al medesimo stadio di commercializzazione, nel tempo e nel luogo in cui i beni o servizi sono stati acquisiti o prestati, e, in mancanza, nel tempo e nel luogo più prossimi. Per la determinazione del valore normale si fa riferimento, in quanto possibile, ai listini o alle tariffe del soggetto che ha fornito i beni o i servizi e, in mancanza, alle mercuriali e ai listini delle camere di commercio e alle tariffe professionali, tenendo riferimento, in quanto possibile, ai listini o alle tariffe del soggetto che ha fornito i beni o i servizi e, in mancanza, alle mercuriali e ai listini delle camere di commercio e alle tariffe professionali, tenendo conto degli sconti d'uso. Per i beni e i servizi soggetti a disciplina dei prezzi si fa riferimento ai provvedimenti in vigore». Art. 9, co. 3, TUIR

fare in merito. Innanzitutto il valore normale, così come è inteso ai nostri fini, può sembrare un parametro esaurientemente oggettivo, tuttavia, al contrario, è facile rendersi conto di quanto possa ridursi ad un astratto esercizio di stile da cui derivano non pochi problemi nella sua quantificazione specifica, contestualizzata al caso concreto. Secondo, ma altrettanto significativo, il fatto che talvolta potrebbe nemmeno essere effettivamente perseguibile il confronto tra la transazione in oggetto con un'altra analoga o simile, e ciò in quanto banalmente inesistente nel mercato.

## §

A questo punto, è possibile ricondursi ad un altro tema strettamente legato alla determinazione del “valore normale”. Infatti, trattandosi a tutti gli effetti di operazioni con parti correlate, è previsto per le società non quotate – contrariamente a quanto accade per le società quotate, nonché per quelle che redigono il bilancio consolidato, che devono sempre e comunque fornire informazioni relative alle operazioni con parti correlate – l’articolo 2427, comma 1, n. 22-*bis* del codice civile, che detta l’obbligo di fornire in nota integrativa le informazioni pertinenti le transazioni con parti correlate “*qualora le stesse siano rilevanti e non siano state concluse a normali condizioni di mercato*”. Da quanto si desume dal citato testo normativo, l’indicazione in nota integrativa è obbligatoria qualora siano soddisfatte entrambe (la disposizione prevede la congiunzione “e” e, dunque, non una alternativa “o”. Ciò significa che, qualora sia soddisfatta solo una delle condizioni, non scatta l’obbligatorietà dell’indicazione dell’informazione *de qua*) le seguenti condizioni:

- 1) l’operazione è rilevante;
- 2) l’operazione non è stata conclusa a *normali* condizioni di mercato.

In merito al primo punto, l’identificazione delle operazioni che debbano considerarsi “rilevanti” è ricercata attraverso un richiamo agli indici individuati dalla Consob (delibera n. 17221/2010)<sup>146</sup>. Il Regolamento identifica “operazioni rilevanti” quelle transazioni in cui almeno uno degli indici di rilevanza, applicabili a seconda della specifica operazione, risulti superiore al 5%<sup>147</sup>. I valori da considerare ai fini del calcolo di detti indici di rilevanza, a

---

<sup>146</sup> T. SESANA, *Le operazioni con parti correlate e le informazioni da fornire in nota integrativa. Per le PMI utopia, realtà o strumento di disincentivazione*. In *L’industria delle carni*, ASS.I.CA. Confindustria, n. 4, 2011

<sup>147</sup> Al riguardo, si rinvia a quanto descritto nel par. 2.1.4 in merito alle soglie di rilevanza.

differenza di quanto previsto dalla Consob per le società quotate<sup>148</sup>, sono quelli del bilancio di esercizio in cui l'operazione è avvenuta.

Tuttavia, come è facile immaginare, le soglie individuate dalla Consob potrebbero talvolta risultare incompatibili nel contesto dei valori di bilancio che caratterizzano le piccole e medie imprese italiane e, quindi, considerare rilevanti operazioni invero non significative. Conseguentemente, valutando caso per caso, la predetta percentuale potrebbe essere disattesa preferendo a più utile riferimento una percentuale più elevata. In conclusione, per le PMI italiane, la rilevanza o meno delle operazioni con parti correlate deve essere valutata con riferimento all'esercizio in corso e, soprattutto, avuto riguardo delle caratteristiche quali - quantitative della singola società, dato che laddove gli importi interessati decrescano la soglia percentuale dovrebbe ragionevolmente aumentare.

Di particolare interesse, al fine della nostra disamina, è però la seconda condizione individuata dall'art. 2427, comma 1, n. 22-*bis*, del codice civile, ossia l'operazione che non è stata conclusa a normali condizioni di mercato.

Innanzitutto bisogna precisare che per normali condizioni di mercato non dovrebbero intendersi solamente quelle attinenti al prezzo dell'operazione, bensì bisognerebbe ricomprendere anche le motivazioni che hanno condotto alla decisione di porre in essere l'operazione e a concluderla con parti correlate anziché con terzi (ad esempio il caso di finanziamenti soci infruttiferi). Al fine di individuare un criterio per la definizione di operazioni poste in essere non a condizioni di mercato è ragionevole fare riferimento alle disposizioni della materia tributaria in tema di determinazione del "valore normale", ossia al citato articolo 9, comma 3, del DPR n. 197/1986 (vedi *supra*).

Come è stato già evidenziato, la conclusione di operazioni non a normali condizioni di mercato – in particolar modo se in termini di prezzo – può assumere rilevanza nel contesto delle misure di contrasto dell'evasione e dell'elusione fiscale, specialmente attraverso il *transfer pricing*. Qualora poi dette operazioni siano anche rilevanti e, dunque, obbligatoriamente esposte nella nota integrativa, le stesse sarebbero conseguentemente palesate. Si verrebbe a creare una situazione di sostanziale autodenuncia<sup>149</sup> (almeno dal punto

---

<sup>148</sup> I valori da considerare in questa fattispecie sono quelli tratti dall'ultimo bilancio di esercizio pubblicato dalla società. Le disposizioni della Consob, pertanto, predispongono l'individuazione delle operazioni rilevanti affinché le stesse vengano poste in essere secondo un particolare *iter* procedurale di approvazione e controllo ai fini della trasparenza delle decisioni assunte dal *management* delle società e, dunque, non specificatamente allo scopo della loro rappresentazione nella nota integrativa. In T. SESANA, *Le operazioni con parti correlate e le informazioni da fornire in nota integrativa. Per le PMI utopia, realtà o strumento di disincentivazione*. In *L'industria delle carni*, ASS.I.CA. Confindustria, n. 4, 2011

<sup>149</sup> T. SESANA, *Le operazioni con parti correlate e le informazioni da fornire in nota integrativa. Per le PMI utopia, realtà o strumento di disincentivazione*. In *L'industria delle carni*, ASS.I.CA. Confindustria, n. 4, 2011

di vista fiscale) dell'informazione così fornita in nota integrativa, che ci porta a trarre alcune evidenti considerazioni.

In primo luogo, la valenza di “autodenuncia fiscale” non è l'unica fattispecie che si ritiene possa emergere e, forse, nemmeno la più gravosa in termini di conseguenze per chi ha posto in essere l'operazione (nello specifico il management). C'è infatti la possibilità, in capo all'autore, di incorrere in responsabilità non solamente civilistiche pertinenti al risarcimento del danno (in tema di responsabilità per attività di direzione e coordinamento ex art. 2497 cc., vedi *supra*), ma potrebbero essere anche penalmente rilevanti ex art. 2634 del codice civile<sup>150</sup>.

In secondo luogo, infine, le condizioni poste dal dettato dell'articolo in questione potrebbero vanificare la portata della stessa disposizione normativa e, di conseguenza, il fondamentale obiettivo informativo che questa dovrebbe promuovere. In effetti, in caso di esplicitazione delle informazioni *de quibus* per la sussistenza contestuale delle condizioni previste dalla norma, intuitive sarebbero le conseguenze per la società e/o il suo management nel contesto dei rapporti con l'Amministrazione Finanziaria, tra i soci, con i creditori, ecc..

Senza dilungarci troppo a riguardo, nonostante la disamina del tema sia sicuramente importante ma non rappresenta oggetto della presente trattazione, il risultato auspicato con tale previsione normativa rimane quello che le società non pongano in essere *tout court* operazioni con parti correlate non a condizioni di mercato e, qualora lo facciano, che chiaramente ed in modo veritiero lo indichino nella nota integrativa del bilancio d'esercizio<sup>151</sup>.

---

<sup>150</sup> Articolo 2634 c.c. rubricato “infedeltà patrimoniale”. A seguito della novella, l'infedeltà patrimoniale è una ipotesi di reato evento che richiede la sussistenza di un danno patrimoniale, intenzionalmente arrecato alla società, legato alla condotta da un rapporto di diretta ed immediata casualità.

<sup>151</sup> T. SESANA, *Le operazioni con parti correlate e le informazioni da fornire in nota integrativa. Per le PMI utopia, realtà o strumento di disincentivazione*. In *L'industria delle carni*, ASS.I.CA. Confindustria, n. 4, 2011



## Capitolo 3

### CONCLUSIONI

#### 1. La disciplina delle operazioni con parti correlate: alcuni rilievi critici

Ogni ordinamento, indipendentemente dal fatto che sia a proprietà concentrata o diffusa, deve affrontare gli stessi problemi: costi di agenzia, asimmetrie informative, conflitti di interessi, distrazione degli *assets* sociali. È irrilevante se essi coinvolgono il rapporto tra soci ed amministratori o quello tra soci di maggioranza e soci di minoranza, il legislatore in entrambi i casi si è impegnato a dare una risposta normativa ad attività che rappresentano una minaccia al corretto svolgimento dell'attività d'impresa. In una negoziazione, la correlazione tra i soggetti che ne prendono parte potrebbe rientrare in uno di questi casi. Il condizionale tuttavia è d'obbligo visto che, spesso, il rapporto di correlazione può comportare vantaggi per entrambe le parti coinvolte in un'operazione.

Nel corso del primo capitolo si è visto come le operazioni con parti correlate possano essere uno strumento per sottrarre risorse all'azienda (*tunneling transactions*) e per modificare artatamente i risultati economici (*earnings management*). Si pensi, ad esempio, alla maggiore facilità con cui possono essere poste in essere, tra parti correlate, le c.d. *round-trip transactions*, cioè quelle operazioni di vendita e di acquisto dei medesimi beni finalizzate esclusivamente ad incrementare il valore dei ricavi iscritti in bilancio. Oppure, ancora, alle operazioni di scambio compiute nell'ambito di gruppi multinazionali e finalizzate ad ottimizzare il livello di imposizione fiscale (*transfer pricing*). Nonostante forme di regolamentazione a questi fenomeni esistano – come si è avuto modo di illustrare nel corso dell'elaborato – le operazioni di *tunneling*, per quanto volte nella sostanza a realizzare attività di espropriazione della ricchezza sociale, sono difficilmente sanzionabili ove realizzate nel rispetto formale delle disposizioni di legge. In quest'ottica si è, talvolta, contestato il “formalismo” con cui i nostri tribunali sembrerebbero approcciare a simili fattispecie di conflitti di interesse anziché procedere ad una *fairness review* delle operazioni compiute.

Alla luce di ciò, è compito dell'azienda stessa dotarsi di procedure interne tali da impedire la sottrazione di risorse da parte dell'azionista di controllo e, soprattutto, di munirsi di un sistema di *corporate governance* in grado di garantire che le OPC siano sempre subordinate alla rispondenza degli interessi oggettivi dell'impresa. L'obiettivo dello IAS 24 è proprio

quello di portare alla conoscenza dell'utilizzatore del bilancio l'esistenza di operazioni, di saldi in essere, inclusi gli impegni, e di rapporti di una società con le sue parti correlate, in modo da garantire una corretta valutazione della situazione patrimoniale-economica e finanziaria, nonché dei rischi e delle opportunità a cui la società stessa va incontro. Al fine di offrire una *disclosure* di bilancio in merito alle parti correlate ed alle transazioni con parti correlate è necessario che le società si dotino di un sistema di processi e procedure in grado di intercettare tutte le operazioni che rientrano nell'ambito della disciplina e dei principi contabili di riferimento. Tali procedure saranno parte integrante del più ampio sistema di controllo interno (SCI) della società e saranno tanto più articolate e dettagliate quanto più complessa sarà la struttura del gruppo societario a cui dovranno essere applicate. In aggiunta alle specifiche disposizioni dello IAS 24, applicate a tutte le società IAS Adopters, alle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio è richiesto un ulteriore sforzo al fine di ottemperare alle disposizioni dell'art. 2391-*bis* (a cui fa seguito Regolamento Consob) i cui effetti sono rinvenibili in termini di *governance* con l'istituzione di un comitato parti correlate, un SCI, con un sistema di classificazione delle operazioni e un processo autorizzativo differenziato e coerente con tale classificazione<sup>152</sup>.

Più in generale, per tutte le società IAS Adopters, uno strumento utile alla predisposizione di un corretto SCI è l'adozione di un Registro Parti Correlate, nel quale individuare e iscrivere le Parti Correlate. Con un'attività di aggiornamento periodico di tale registro e, soprattutto, l'individuazione di un soggetto responsabile della correttezza dei dati, l'operatività delle disposizioni regolamentari potrebbe avere una piena efficacia anche se è necessario dare conto della possibilità che tali dati non siano facilmente ottenibili.

## 1.1 Considerazioni in merito al Regolamento Consob

Il potenziamento dei flussi normativi, endosocietari ed extrasocietari, unitamente a specifiche procedure per l'assunzione di operazioni con parti correlate, hanno costituito le linee guida del progetto regolamentare. Una con lo scopo di ridurre le asimmetrie informative (annoverate tra le principali cause dei fallimenti societari) e, l'altra, per impedire che i soggetti correlati

---

<sup>152</sup> CNDCEC, Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, *Le parti correlate e le indicazioni del Principio Contabile IAS 24, strumenti di controllo e metodologie applicative*. Dicembre 2015

possano influenzare il compimento di operazioni dannose per la società<sup>153</sup>. Allo stesso tempo, anche all'autonomia statutaria è riconosciuta la facoltà di modulare l'applicazione delle norme alle concrete esigenze della società.

Nonostante la struttura del Regolamento possa apparire un po' macchinosa, essa ha rappresentato sin da subito una risposta decisa ad un problema fin troppo radicato nel nostro ordinamento, specialmente nel contesto del gruppo societario. La Regolamentazione si prefigge di salvaguardare, dunque, la fiducia degli investitori offrendo loro una protezione contro i rischi di espropriazione e di estrazione ad opera di parti correlate. Questo risultato può essere perseguito solamente attraverso l'introduzione di presidi che consentano di ridurre tali fenomeni e, al contempo, garantiscano un corretto funzionamento del mercato e il compimento di operazioni efficienti.

A questo punto non resta da chiedersi se, e in quale natura, queste tutele siano efficaci ad assolvere tale obiettivo.

Innanzitutto, è spontaneo domandarsi se il proliferare di troppi presidi sia la giusta soluzione. In particolare riguardo all'incidenza degli amministratori indipendenti sul buon funzionamento del consiglio, nella consapevolezza che maggiore è il numero di soggetti esterni che intervengono nella vita della società, maggiori saranno anche i costi e minore risulterà essere l'efficienza e la qualità dell'informazione<sup>154</sup>. Ovviamente, il coinvolgimento degli indipendenti nel compimento di operazioni con parti correlate ne garantisce la correttezza del processo decisionale e permette di ridurre il rischio che tali operazioni siano sbilanciate a favore degli amministratori interessati o del gruppo di controllo, tenuto conto della loro partecipazione diretta nelle diverse fasi della transazione. Tuttavia, questa scelta non poteva passare inosservata, specie se si considera che fino a questo momento nel nostro ordinamento l'amministratore indipendente ha sempre avuto una scarsa visibilità e ha ricoperto ruoli marginali. Dunque la sensazione è che, adattato in maniera superficiale dagli ordinamenti anglosassoni, l'amministratore indipendente non sia mai stato veramente assorbito nel nostro. Ciononostante, dai risultati delle analisi empiriche sino ad ora condotte è emerso che la presenza di amministratori indipendenti nei consigli di amministrazione

---

<sup>153</sup> N. MICHELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*. Quaderni di giurisprudenza commerciale n. 391. Giuffrè Editore, Milano, 2016. P. 266

<sup>154</sup> R. DUCHIN, J.G. MATSUSAKA, O. OZBAS, *When Are Outside Directors Effective?* In *Journal of Financial Economics*, vol. 96, Issue 2. 2010, p. 195-214

determini effetti positivi sull'efficienza delle scelte di gestione assunte<sup>155</sup>. Infatti, laddove la proprietà è maggiormente concentrata persisterà la necessità di utilizzare una figura di disturbo, sempre che questa non sia fragile e si lasci a sua volta catturare dal gruppo di controllo. In questi termini, merita attenzione anche il fatto che, all'aumento dei poteri attribuiti al comitato di indipendenti, corrisponde anche l'ampliamento dell'area delle responsabilità a cui lo stesso sarà sottoposto e che, ovviamente, sarà più facilmente tracciabile visti gli obblighi di motivazione che devono accompagnare il voto favorevole o sfavorevole al compimento di una determinata operazione. L'obiettivo rimane dunque lo stesso, più poteri agli indipendenti, bilanciati da maggiori responsabilità che, unitamente ad una maggiore trasparenza informativa, possono astrattamente costituire il principale deterrente all'assunzione di scelte non conformi alla società e, soprattutto, il principale freno alla loro cattura da parte dei gruppi di comando.

Un secondo aspetto che non convince della disciplina sulle operazioni con parti correlate riguarda la tecnica legislativa adoperata. Infatti, in merito alla correttezza sostanziale delle operazioni con parti correlate, così come alla competenza a decidere, esse sono materie disciplinate dal codice civile in tema di amministrazione della società e, quindi, può apparire improprio che sia la Consob a stabilire una disciplina specifica<sup>156</sup>. Peraltro, i limiti della delega in favore dell'autorità di vigilanza hanno fatto sì che essa non abbia prodotto un apparato di norme che contengano sanzioni sul piano civilistico. Viene a realizzarsi, di conseguenza, una disciplina estremamente "leggera"<sup>157</sup> sul piano dell'*enforcement*, dato che in caso di violazione delle procedure interne mancano azioni civili effettivamente esercitabili dagli azionisti di minoranza. Inoltre i poteri della Consob saranno esclusivamente indiretti, ossia finalizzati unicamente a contestare ai sindaci l'inosservanza dei propri doveri di controllo. Più precisamente, la mera violazione delle disposizioni regolamentari non è oggetto

---

<sup>155</sup> La letteratura empirica volta a misurare gli effetti della presenza di amministratori indipendenti nei *board* in termini di diligenza e performance della società ha trovato nuovo impulso a seguito della crisi finanziaria internazionale, ma non può ancora considerarsi esaustiva: alcuni studi sembrano indicare che la presenza di indipendenti ha effetti positivi sulla capacità di attrarre investitori stranieri, mentre il loro ruolo attivo (riunioni tra AI o dimissioni degli AI) può essere considerato un segnale positivo da parte del mercato. Altri studi cercano una relazione tra la presenza di indipendenti e la performance aziendale, misurata in vari modi, in termini di redditività contabile, di andamento di mercato del titolo, di grado di patrimonializzazione della società, di maggiore propensione alla distribuzione di dividendi. Le risultanze, pur non univoche, sembrano indicare effetti positivi sulla performance al crescere degli amministratori indipendenti. Cfr. M.L DI BATTISTA, *Il punto sugli amministratori indipendenti*. In *Effective Governance Outlook*, gennaio 2015

<sup>156</sup> Il legislatore, secondo una prassi ormai consolidata, ha attribuito alla Consob una "delega in bianco", assegnando così alla normativa secondaria il compito di disciplinare nel dettaglio materie di particolare rilevanza, dando così vita anche ad un problema di coordinamento tra fonti primarie e secondarie, oltre ad eventuali e/o potenziali contrasti tra le diverse disposizioni. G. LIACE, *Le operazioni con parti correlate*. Quaderni di giurisprudenza commerciale n. 392. Giuffrè Editore, Milano, 2016, p. 172

<sup>157</sup> G. LIACE, *Le operazioni con parti correlate*. Quaderni di giurisprudenza commerciale n. 392. Giuffrè Editore, Milano, 2016, p. 173

espresso di alcun provvedimento sanzionatorio, nemmeno di natura amministrativa<sup>158</sup>. Alla Consob è rimesso comunque l'onere di vigilare sulla conformità dell'agire sociale alla disciplina regolamentare, compito che può risultare particolarmente gravoso, specie se si considerano le difficoltà che potrebbero sorgere nell'individuazione dei rapporti di correlazione presenti in una determinata operazione. Risulta in ogni caso un'attività indispensabile, soprattutto se l'azione sanzionatoria è diretta a colpire le azioni di dirigenti e di quanti rivestono poteri decisionali, più che il patrimonio della società.

Un ulteriore profilo della disciplina delle operazioni con parti correlate, che si collega con il dovere di informazione, è quello della tutela dell'interesse sociale, soprattutto quando la società risulta essere parte di un'entità pluri-soggettiva come sono i gruppi. Come è stato descritto nel corso del primo capitolo, tra la disciplina delle operazioni con parti correlate e quella della direzione e coordinamento sembrerebbe esserci un'incompatibilità di fondo, nel senso che quest'ultima risulta essere orientata alla realizzazione di un interesse che può essere definito "superiore" rispetto a quello sociale. Al contempo, al fine di evitare un depauperamento del patrimonio della società controllata, è previsto un bilanciamento dell'operazione realizzata in conflitto mediante l'attribuzione di un vantaggio uguale e contrario a carattere compensativo. La disciplina delle operazioni correlate si fonda invece su principi opposti, nel senso che gli amministratori indipendenti non correlati non possono legittimare un'operazione che persegue un interesse estraneo alla società e che consenta pertanto uno "svuotamento" della società controllata<sup>159</sup>. È stato già chiarito come la Consob tenti un coordinamento tra le due discipline attraverso un richiamo espresso all'art. 2497 c.c., nella parte in cui attribuisce rilievo esimente ai vantaggi compensativi che la società può ottenere in virtù della sua appartenenza al gruppo e, in ultimo, conferisce a questi il ruolo di elemento valutativo da adoperarsi al fine di individuare le ragioni della convenienza dell'operazione da parte del comitato. La problematica è legata, essenzialmente, alla valutazione dei vantaggi compensativi che avviene *ex post*, dove al contrario, in tema di operazioni con parti correlate occorrerebbe una valutazione *ex ante*. Appare, così, difficile individuare un parametro che consenta una valutazione di tipo prognostico dei vantaggi compensativi<sup>160</sup>. Tutt'al più, si configura inoltre come un elemento di evidente incoerenza

---

<sup>158</sup> La carenza normativa viene colmata mediante il ricorso ai principi generali dell'ordinamento e alle disposizioni contenute nel T.U.F. e nel T.U.B. ma con grandi dubbi dato il carattere specifico della materia. N. MICIELLI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*. Quaderni di giurisprudenza commerciale n. 391. Giuffrè Editore, Milano, 2016. P. 270

<sup>159</sup> G. LIACE, *op. cit.*, p. 175

<sup>160</sup> S. GILOTTA, *Interesse di gruppo e nuove regole sulle operazioni con parti correlate: una convivenza difficile*, in *Giur. comm.*, 2012, I, p. 269

sistematica consentire agli indipendenti una valutazione dell'interesse del gruppo, in quanto essi diverrebbero naturalmente parte del processo decisionale. È già stato chiarito, invece, che neppure il richiamo alla “convenienza” dell'operazione che gli indipendenti devono indicare nel proprio parere vale a travalicare questo limite e, di conseguenza, a legittimare il comitato a sindacare il “merito” di un'operazione.

Un'ultima osservazione da svolgere in merito al Regolamento Consob riguarda il fatto che le operazioni con parti correlate comunicate dalle società continuano ad essere ancora poche. Al riguardo, un recente studio<sup>161</sup>(Bava, Gromis di Trana, 2013) ha investigato i progressi e i punti di debolezza della disciplina Consob. Oggetto dell'analisi era la capacità della disciplina di migliorare la trasparenza mediante un aumento del numero di documenti informativi pubblicati, nonché valutare se le soglie di rilevanza imposte avessero permesso un livello di *disclosure* appropriato. Si è notato che nel periodo “post-riforma” il numero di documenti informativi divulgati è aumentato sensibilmente rispetto al periodo “pre-riforma”. Questo sostanziale incremento è motivato dall'introduzione di metodi quantitativi che hanno permesso di individuare le OPC in maniera oggettiva, limitando quella discrezionalità che caratterizzava i criteri qualitativi precedentemente in vigore. Lo studio ha altresì mostrato come nelle società italiane quotate le OPC rappresentano una pratica ricorrente, rappresentando in media il 17% dei ricavi e l'8,6% dei costi<sup>162</sup> (calcolato come media ponderata del rapporto tra la voce con parti correlate e il totale della stessa voce di bilancio)<sup>163</sup>. Tuttavia, il dato più allarmante concerne il fatto che del totale di operazioni concluse con parti correlate, il mercato è stato informato tramite Documento Informativo solo di una minima parte: risulta infatti che dei ricavi con parti correlate solo il 4,9% è stato oggetto di *disclosure*, mentre per i costi addirittura meno del 2%. Dall'analisi risulta evidente che il mercato non è a conoscenza della maggior parte delle transazioni concluse con parti correlate. La conclusione a cui si può giungere è che gli indici e le soglie previste dal regolamento, così come le numerose ipotesi di esenzione (basti pensare alle operazioni ricorrenti, legate alla normale conduzione del *business*), determinino una *disclosure* insoddisfacente. Il modello di tipo quantitativo potrebbe ancora non aver convinto a

---

<sup>161</sup> Cfr. F. BAVA, M. GROMIS DI TRANA, *Disclosure on Related Party Transactions: Evidence from Italian Listed Companies*. In *Account. Econ. Law*, 2016, p. 119-150

<sup>162</sup> Tale sbilanciamento potrebbe suggerire una pericolosa tendenza a limitare le informazioni negative agli investitori. F. BAVA, M. GROMIS DI TRANA, *Disclosure on Related Party Transactions: Evidence from Italian Listed Companies*. In *Account. Econ. Law*, 2016, p. 119-150

<sup>163</sup> Tali importi sono esposti in Bilancio, in conformità alla Delibera Consob 2006. Le società quotate sono obbligate a dettagliare, qualora di importo significativo, l'ammontare delle posizioni o transazioni con parti correlate distintamente dalle voci di riferimento. Il dettaglio delle OPC verrà indicato direttamente negli schemi di Stato patrimoniale e di Conto economico.

sufficienza in quanto si basa su soglie rigide che non consentono un pieno adempimento degli obblighi informativi al mercato, per questo, al contrario, sarebbe preferibile modulare le operazioni sulla potenziale rischiosità. In particolare, l'esistenza di un valore di soglia fisso, da applicare indistintamente a tutte le società ed a tutte le operazioni, rappresenta un chiaro limite della disciplina. Sarebbe preferibile, infatti, individuare soglie quantitative che contemplino i diversi elementi che possono influenzare lo scopo e la funzionalità delle OPC. Un nuovo modello, ad esempio, potrebbe considerare delle variabili correttive che riflettano il rischio di espropriazione in determinate situazioni in cui le OPC vengono concluse, in modo che il valore soglia di partenza (del 5%) possa essere aggiustato da queste variabili. Gli elementi che potrebbero essere considerati in un approccio quantitativo legato al rischio sono:

- ❖ La situazione economico-finanziaria della società. La predisposizione a utilizzare le OPC come strumento di abuso è influenzata dalla stabilità economico-finanziaria della società (e, dunque, le OPC possono essere più frequentemente usate per ottenere risultati economici superiori e apparire in una buona situazione reddituale complessiva quando si hanno problemi finanziari);
- ❖ Il tipo di operazione effettuata. Discriminando il valore di soglia di rilevanza in ragione del livello di rischio che contraddistingue la transazione;
- ❖ Le caratteristiche della parte correlata. Al pari della discriminazione prevista per la tipologia di operazione, anche in questo caso si potrebbero identificare le parti con cui si possono condurre le transazioni più pericolose (ad esempio le imprese consociate);
- ❖ La tempistica dell'operazione. È consigliabile prestare maggiore attenzione alle operazioni che vengono effettuate durante la fine dell'esercizio, infatti le OPC possono essere utilizzate come strumento di *earning management* per ottenere determinati valori reddituali. Da ciò consegue che le transazioni concluse nell'ultimo trimestre dovrebbero essere tenute maggiormente in considerazione nel calcolo del valore soglia perché potenzialmente più rischiose.

In linea teorica, questo modello che considera i rischi collegati alla realizzazione di OPC potrebbe migliorare l'approccio quantitativo esistente, permettendo di individuare soluzioni specifiche rispetto alle diverse circostanze in cui le aziende sono coinvolte.

Al di là di tutte queste considerazioni, le aspettative sui buoni esiti del Regolamento sono molte e, in via astratta, la Consob sembra essere riuscita a soddisfarle. Si può stimare che, per il momento, le nuove disposizioni abbiano migliorato la trasparenza dei processi deliberativi

ed agevolato il collegio sindacale e la Consob nell'esercizio delle rispettive attività di vigilanza sull'agire delle società quotate italiane, anche ai fini dell'applicazione delle dovute sanzioni. Questo rappresenta sicuramente un buon punto di partenza per sperare in un conseguente aumento della fiducia del mercato sul buon governo delle società italiane<sup>164</sup>.

## 1.2 I limiti all'informativa in bilancio delle operazioni con parti correlate

Per quanto riguarda, invece, l'informativa contabile delle operazioni con parti correlate, è possibile riscontrare un'inadeguatezza in merito ai tradizionali sistemi contabili utilizzati. Infatti, come si è avuto modo di illustrare nel primo capitolo, questi sono basati sulla presunzione che le aziende operino indipendentemente tra loro nel perseguire ciascuna i propri fini istituzionali e, per questo motivo, si mostrano inadeguati a rappresentare gli effetti che operazioni prive di *arm's lenght character* possono produrre sugli equilibri economico-finanziari di breve e lungo periodo. Inoltre, la diffusa applicazione del costo storico e la sua supposta equivalenza con il valore del bene e/o servizio scambiato, in presenza di operazioni con parti correlate, rischiano di accomunare tra loro grandezze in realtà profondamente eterogenee con la conseguenza che gli *users* del bilancio potrebbero essere ingannati in merito alla reale situazione d'azienda ed ai flussi di reddito/cassa che la stessa sarà in grado di produrre<sup>165</sup>.

Di fondamentale importanza si presenta dunque una disciplina sulle *related party transaction* che sappia individuare con chiarezza i soggetti che possono essere ritenuti correlati all'azienda, al fine di identificare gli strumenti più idonei a rendere completa ed utile ai lettori del bilancio la comunicazione economica d'azienda prodotta a riguardo. Nel tentativo di garantire una regolamentazione contraddistinta da un sufficiente grado di obiettività e da bassi costi di implementazione, abbiamo già sottolineato come l'approccio adottato dai sistemi contabili sia quello di individuare un elenco di soggetti che, legati da un rapporto di controllo/significativa influenza con la *reporting entity*, siano sottoposti ad obblighi di comunicazione d'azienda se coinvolti in operazioni di natura commerciale/finanziaria. Di conseguenza, saranno considerate operazioni con parti correlate tutte le transazioni poste in

---

<sup>164</sup> N. MICHIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*. Quaderni di giurisprudenza commerciale n. 391. Giuffrè Editore, Milano, 2016. P. 271

<sup>165</sup> N. MOSCARIELLO, *Le operazioni tra "parti correlate" nella comunicazione d'azienda*, Cedam, Padova, 2007, p. 139 ss

essere da operatori i cui legami indicano una formale situazione di subordinazione dell'uno nei confronti dell'altro, indipendentemente dalle caratteristiche realmente assunte dalle operazioni. Nonostante questo approccio presenti evidenti limiti e negli anni siano sempre più forti le voci di coloro che chiedono una regolamentazione maggiormente aderente e flessibile della materia, esso rimane l'unica soluzione affinché si riescano a gestire i rischi di revisione ed i costi relativi alla certificazione dei bilanci<sup>166</sup>.

Per quanto riguarda, infine, le soluzioni contabili da adottare in merito alla presenza di *related party transaction*, tra le proposte più interessanti avanzate dal mondo accademico e professionale vi è quella di una drastica modifica dei tradizionali criteri di valutazione (di cui abbiamo appena evidenziato i limiti). Al riguardo, se l'impiego del costo storico come metodo di misurazione dei prodotti/servizi scambiati tra soggetti indipendenti si spiega anche in virtù della sua attendibile approssimazione al valore equo, in presenza di operazioni prive dell'*arm's length character*, una loro immediata valutazione al *fair value* (sempre che quest'ultimo risulti essere attendibile) dovrebbe risolvere i problemi informativi associati alle operazioni con parti correlate. Pertanto, qualora il prezzo stabilito dalle parti dovesse differire da quello nel contempo dettato dal mercato, l'utilizzo del *fair value* consentirebbe di ridurre i fattori di eterogeneità introdotti nel sistema informativo e, con essi, le temute distorsioni contabili. Sebbene questo approccio rappresenti, in via teorica, una soluzione efficace al problema oggetto di analisi, l'unica strada sinora concretamente attuata prevede la divulgazione di informazioni di natura qualitativo – descrittiva che riesca ad integrare i tradizionali sistemi informativi, offrendo agli *users* del bilancio gli strumenti utili a comprendere l'impatto delle operazioni tra parti correlate sugli equilibri delle aziende in esse coinvolte. Ciò in quanto il confronto tra il prezzo pattuito ed il *fair value* del bene oggetto della transazione sarebbe soltanto uno dei dati presenti in bilancio<sup>167</sup>. Una dettagliata *disclosure*, invece, deve essere prodotta anche in merito agli altri aspetti caratterizzanti un'operazione, allo scopo di giustificare l'esistenza della medesima transazione e le motivazioni economiche che hanno spinto ad operare con parte correlata piuttosto che con un terzo soggetto indipendente.

---

<sup>166</sup> N. MOSCARIELLO, *op. cit.*, p. 139 ss.

<sup>167</sup> Ed è già stato evidenziato che non solo il prezzo pattuito ma anche le altre fondamentali condizioni (tempi e modalità di consegna, di pagamento, presenza di garanzie, ecc.) stabilite per la transazione potrebbero assumere caratteristiche lontane da quelle altrimenti concluse tra soggetti indipendenti.

### 1.2.1 L'informativa sulle operazioni con parti correlate nei bilanci consolidati

È stato osservato sinora, come l'informativa attinente ai rapporti intrattenuti con parti correlate rivesta un'importanza centrale nel sistema delle informazioni economico-finanziarie fornite dall'impresa ai propri interlocutori. La valenza esplicativa delle informazioni relative alle caratteristiche delle OPC incide positivamente sulla qualità dell'informativa di bilancio, tuttavia ciò rimane circoscritto ai bilanci di esercizio individuali delle unità economiche relative componenti il gruppo. Infatti, lo stesso IAS 24, par. 4, precisa che «*delle operazioni con parti correlate e dei saldi in essere con altre entità di un gruppo è data informativa nel bilancio dell'entità. Le operazioni e i saldi in essere con parti correlate infragruppo sono eliminati nella redazione del bilancio consolidato di gruppo*». Ciò significa che, con riferimento al bilancio consolidato, le informazioni in questione potrebbero riguardare esclusivamente eventuali rapporti intrattenuti con soggetti qualificabili come “parti correlate” non rientranti dell'area di consolidamento integrale. Alcuni esempi di tali fattispecie possono essere individuati nei casi in cui, a monte della capogruppo, sia rinvenibile una controllante non obbligata alla redazione del bilancio consolidato, oppure a eventuali partecipazioni di controllo giudicate irrilevanti o, ancora, di collegamento non incluse nel perimetro di consolidamento<sup>168</sup>.

Quanto sinora evidenziato, non è esente da qualche considerazione circa la portata assunta dalla mancata previsione, nel bilancio consolidato, di informazioni relative all'entità, alla natura e alle condizioni contrattuali caratterizzanti le operazioni infragruppo. Delle possibili giustificazioni a tale “vuoto normativo” si potrebbero ricercare nel fatto che le informazioni risultano ugualmente rintracciabili nei bilanci di esercizio individuali delle singole unità facenti parte del gruppo, senza dimenticare poi che le suddette informazioni assumono rilievo soprattutto per i soggetti che intrattengono rapporti esclusivamente con tali entità, come nel caso dei soci di minoranza eventualmente presenti nell'assetto societario che le contraddistinguono. Tuttavia tali ragioni, che rappresentano la base logica di riferimento su cui si innestano i dettami attualmente previsti dalle norme nazionali ed internazionali, non appaiono invero pienamente condivisibili. È stato già ribadito più volte nel corso dell'elaborato che la visione d'insieme nei rapporti intercorrenti tra le unità componenti il gruppo aziendale e, soprattutto, l'esplicazione delle loro principali caratteristiche, costituiscono un fondamentale aspetto informativo qualificante l'essenza stessa del gruppo e,

---

<sup>168</sup> P. ANDREI, *L'informativa sui rapporti intrattenuti con “parti correlate” nei bilanci consolidati di gruppo*. in F. FORTUNA (a cura di), *Liber Amicorum per Umberto Bertini. L'uomo, lo studioso, il professore*, Franco Angeli, Milano, 2012, p. 30-41

pertanto, del bilancio consolidato. Infatti, è corretto che nella costruzione del documento di sintesi di gruppo assumano rilievo unicamente le operazioni di scambio intercorse con terze economie (in quanto il gruppo rappresenta un unico soggetto economico), tuttavia non si può trascurare il fatto che proprio dall'esame delle caratteristiche attinenti alle operazioni interne e dalla loro visione sistemica, ovvero conoscendo i rapporti di interdipendenza e complementarietà che spesso contraddistinguono operazioni poste in essere con la compartecipazione di più unità componenti il gruppo, risulta possibile una compiuta comprensione della dinamica economica caratterizzante il soggetto economico che lo governa<sup>169</sup>.

In tale prospettiva, l'informativa del bilancio consolidato potrebbe essere considerevolmente migliorata se fossero previste anche informazioni di dettaglio sui principali aspetti relativi alle operazioni interne al gruppo, in modo da agevolare sia i soci di minoranza delle unità economiche relative componenti il gruppo, sia gli altri *stakeholder*.

Tali informazioni, potrebbero essere esplicate nel bilancio consolidato attraverso due differenti sezioni nella nota integrativa<sup>170</sup>:

- ❖ Una, tesa ad evidenziare “l'intreccio” dei rapporti interni, allo scopo di offrire una visione d'insieme relativa alla struttura, all'entità e all'intensità dei rapporti infragruppo;
- ❖ L'altra, poi, dovrebbe illustrare gli elementi di dettaglio atti a comprendere le condizioni contrattuali alle quali gli scambi interni sono stati perfezionati.

Indipendentemente dalla forma dei prospetti in questione, la loro redazione potrebbe rappresentare una concreta soluzione che permetterebbe di colmare una delle più significative lacune rinvenibili nelle norme nazionali ed internazionali, nel tentativo di offrire un'informativa sempre più trasparente, ma soprattutto completa, da parte delle aziende strutturate a gruppo nei confronti di tutti i soggetti portatori di interessi istituzionali.

---

<sup>169</sup> P. ANDREI, *op. cit.*, p. 30-41

<sup>170</sup> P. ANDREI, *op. cit.*, p. 30-41

### 1.2.2 Il prospetto di raccordo tra il bilancio della società controllante e il bilancio consolidato

Uno strumento che può agevolare l'interpretazione delle operazioni di consolidamento è il prospetto di raccordo tra il bilancio della società controllante e il bilancio consolidato. Si tratta di un documento la cui predisposizione è raccomandata dai principi contabili nazionali (OIC 17)<sup>171</sup> in conseguenza alla consapevolezza del fatto che il patrimonio netto e il risultato di esercizio risultanti dal bilancio consolidato normalmente differiscono dai rispettivi valori esposti nel bilancio di esercizio della società capogruppo. Per tale ragione, è previsto che il bilancio consolidato debba fornire la rappresentazione di un prospetto che attui un raccordo tra tali bilanci e sia in grado di descrivere con chiarezza e correttezza la natura e l'ammontare delle differenze tra il risultato d'esercizio ed il patrimonio netto esposti nel bilancio consolidato. In particolare, vanno indicate le rettifiche operate distinguendo tra quelle inerenti l'eliminazione delle operazioni e dei saldi infragruppo e le altre rettifiche di consolidamento<sup>172</sup>. L'OIC 17 non fornisce uno specifico esempio di tale prospetto, tuttavia in conformità alle sue indicazioni si dovrà evidenziare, a partire dal patrimonio netto e dal risultato di periodo della controllante:

- ❖ L'omogeneizzazione dei valori da considerare (rettifiche per uniformità dei principi contabili);
- ❖ L'eliminazione del valore di carico delle partecipazioni consolidate (eliminazione delle svalutazioni sulle partecipazioni, differenza tra il valore di carico e valore pro-quota del patrimonio netto, ammortamento delle differenze di consolidamento, svalutazione delle differenze di consolidamento);
- ❖ L'eliminazione degli effetti di operazioni compiute tra società consolidate (utili non realizzati su rimanenze di origine infragruppo, differenze di cambio da elisioni intercompany, profitti intergruppo su cessioni di immobilizzazioni immateriali, eliminazione delle plusvalenze infragruppo su cessione di quote azionarie, eliminazione avviamento-disavanzo di fusione).

Fino a giungere, infine, al Totale patrimonio netto e risultato d'esercizio consolidato con evidenza separata della quota di competenza di terzi<sup>173</sup>.

---

<sup>171</sup> Non è, tuttavia, espressamente previsto dagli IAS/IFRS

<sup>172</sup> Cfr. U. SÒSTERO, *Bilancio consolidato*. Libreria Editrice Cafoscarina, Venezia, 2015. P. 103

<sup>173</sup> È prevista, per ogni voce sopra menzionata, la separata indicazione degli effetti fiscali relativi alle rettifiche di consolidamento.

Si tratta, pertanto, di un prospetto fondamentale per l'identificazione delle operazioni interne al gruppo. Infatti, attraverso la classificazione delle rettifiche operate (specialmente l'eliminazione delle operazioni e dei saldi infragruppo) permette di comprendere la corretta riconciliazione tra il bilancio della capogruppo e quello consolidato.

Alla luce di quanto sinora osservato, nel prossimo paragrafo ci si focalizzerà sul problema della valorizzazione delle operazioni interne al gruppo. Pertanto, si andrà ad evidenziare concretamente il grado di informativa sulle operazioni infragruppo offerto nel bilancio consolidato dalle imprese. In merito, si opererà un confronto tra quanto divulgato nei singoli bilanci delle entità – soggetti ad un pregnante sistema pubblicitario – e quanto invece traspare dal bilancio consolidato, allo scopo di rimarcare come la mancanza di specifiche previsioni al riguardo possa fuorviare, o comunque non agevolare, il lettore del bilancio nella comprensione del complessivo stato di salute del gruppo.

## 2. L'evidenza empirica: il Gruppo Marcolin

È stato evidenziato come la considerevole informativa richiesta dai principi internazionali non sembra impattare in modo diretto sui bilanci consolidati di gruppo, data l'obbligatorietà di provvedere all'elisione delle operazioni infragruppo e non essendo prevista alcuna deroga al riguardo. Allo scopo della seguente analisi, è stato assunto come punto di partenza il risultato di una analisi empirica<sup>174</sup> svolta su un campione di aziende, nella quale emergeva che l'aspetto legato alla rappresentazione dei valori connessi alle operazioni infragruppo era uno dei più carenti ed incompleti. I dati raccolti evidenziavano che circa il 41% delle imprese oggetto di indagine non forniva alcuna indicazione in merito all'entità delle elisioni operate nella costruzione del bilancio consolidato, così come non erano indicate le classi di valore oggetto di rettifica. Del rimanente 59% delle aziende analizzate poi, solo il 46% forniva un'informativa dettagliando in modo esplicito i valori di credito e debito, di costo e ricavi elisi in conseguenza della procedura di consolidamento. Il restante 13% invece, forniva solamente una informativa di carattere descrittivo e non quantitativo delle operazioni infragruppo. Più in generale, in tutti i bilanci consolidati delle imprese analizzate la nota integrativa poneva in luce il fatto che si era proceduto all'eliminazione delle operazioni infragruppo, tuttavia ciò avveniva in maniera piuttosto generica e non dettagliata<sup>175</sup>.

L'analisi su tale area, si era inoltre concentrata sul livello di informativa riguardante l'eliminazione dei valori infragruppo fornita all'interno del prospetto di raccordo tra l'utile ed il patrimonio netto della capogruppo. In merito, emerse che nel 42% circa dei casi fu possibile rintracciare voci di riconciliazione riferibili alle operazioni intrasocietarie. Tra queste ultime, il 25% delle imprese mostrava indicazioni esclusivamente in merito all'elisione degli utili e delle perdite reciproche. Per il restante 58% delle aziende analizzate, invece, non si forniva all'interno del prospetto di raccordo alcun riferimento dei valori generati in conseguenza di rapporti infragruppo.

Lo scopo della seguente analisi, pertanto, è quello di investigare il grado di *disclosure* sulle operazioni infragruppo offerto da Marcolin S.p.A., capogruppo di Marcolin, nel bilancio separato rispetto a quello presente nelle note al bilancio consolidato. Le conclusioni che se ne

---

<sup>174</sup> P.L. MARCHINI, V. TIBILETTI, in *I processi di standardizzazione in azienda, Aspetti istituzionali, organizzativi, manageriali, finanziari e contabili*. (a cura di) F. ANGELI, Milano, 2006

<sup>175</sup> La frase genericamente utilizzata è del tipo: "Sono eliminati, se significativi, gli utili e le perdite non ancora realizzati derivanti da operazioni intercorse tra le imprese incluse nel consolidamento". Cfr. P.L. MARCHINI, V. TIBILETTI, in *I processi di standardizzazione in azienda, Aspetti istituzionali, organizzativi, manageriali, finanziari e contabili*. (a cura di) F. ANGELI, Milano, 2006

trarranno, ci permetteranno di confermare le osservazioni compiute dalla precedente analisi empirica e, soprattutto, di comprovare le perplessità descritte nel paragrafo precedente.

## 2.1 Il gruppo Marcolin

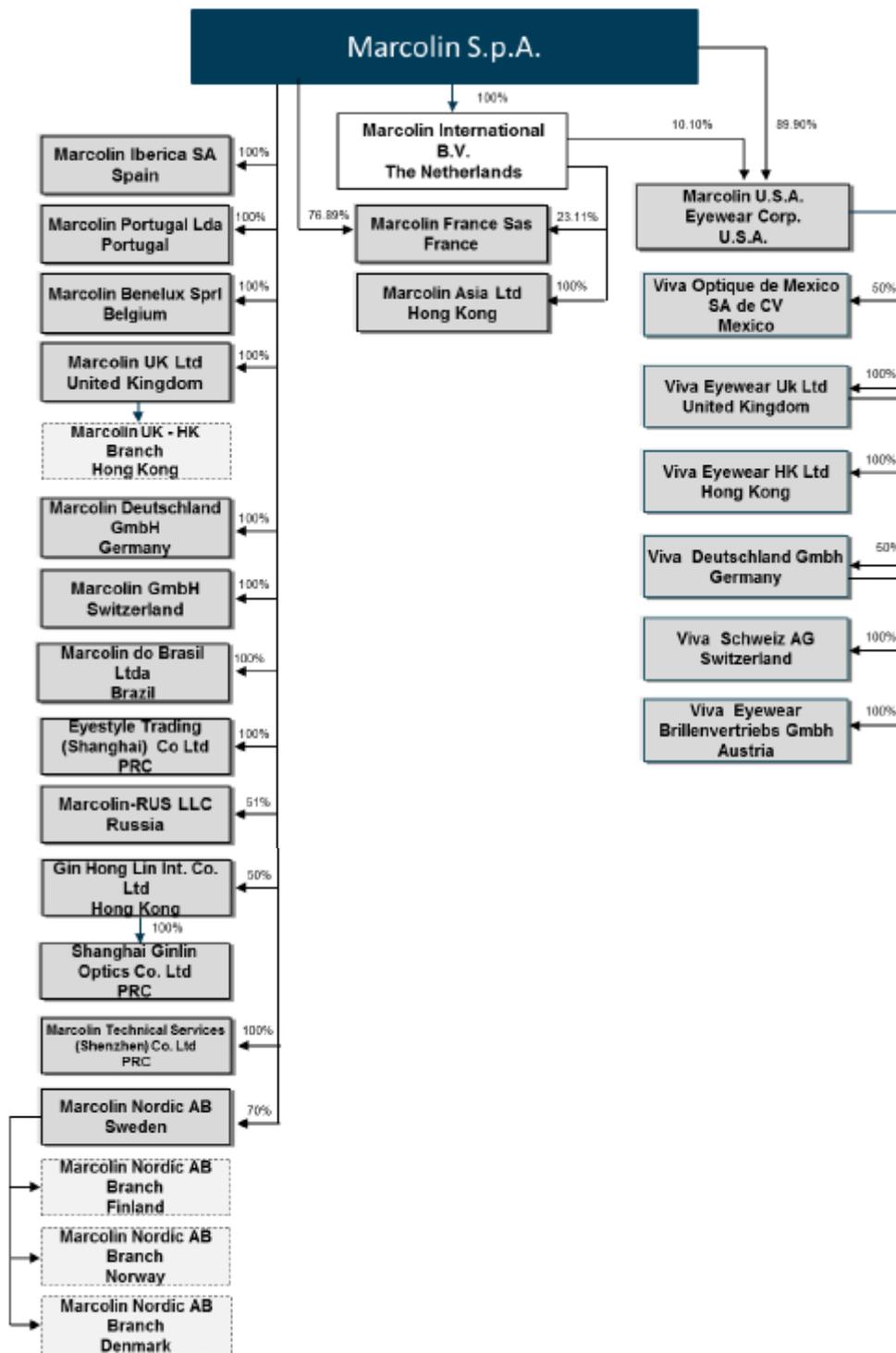
Marcolin, storico *player* ubicato nel distretto italiano dell'occhialeria con sede a Longarone (BL), si occupa di disegnare, realizzare e distribuire prodotti *eyewear*. Nel 2016 il Gruppo Marcolin ha venduto nel mondo circa 13,5 milioni di occhiali, realizzando un fatturato di circa 442 milioni di euro. Oggi Marcolin è forte di un *portfolio* ben bilanciato di 26 brand in licenza nei segmenti *Luxury* e *Diffusion*, mentre tra i brand di proprietà si annoverano WEB e lo storico Marcolin. Dal punto di vista delle geografie, il Gruppo vanta una presenza in tutti i principali Paesi del mondo attraverso proprie filiali dirette, o con accordi in *partnership (joint-venture)*, o di distribuzione esclusiva con importanti *players* del settore.

Il bilancio consolidato Marcolin è stato predisposto nel rispetto dei Principi Contabili Internazionali "IFRS" emessi dall'*International Accounting Standards Board* ("IASB") e omologati dall'Unione Europea. Essendo Marcolin una società per azioni non quotata, è tenuta agli obblighi informativi di cui al principio contabile internazionale IAS 24.

Al fine di agevolare la seguente analisi, si riporta la struttura del Gruppo Marcolin al 31 dicembre 2016<sup>176</sup>:

---

<sup>176</sup> Per la seguente elaborazione si è utilizzato il documento: Marcolin Eyewear, *ESERCIZIO 2016 – RELAZIONE E BILANCI*, il quale è consultabile alla pagina <http://it.marcolin.com/investor-relations/bilanci-e-relazioni/>



Le collegate del gruppo sono Viva Eyewear Australia Pty Ltd e Viva Optique de Mexico SA de CV.

Nella relazione finanziaria annuale di Marcolin S.p.A., al 31 dicembre 2016, viene riportata la sintesi dei risultati economici pertinenti alle Società consociate del Gruppo e le società

collegate<sup>177</sup>. Inoltre, sempre nello stesso documento, nella sezione “Altre informazioni” viene riportata la seguente dicitura:

**“Rapporti infragruppo e con parti correlate.** *Per quanto concerne le operazioni effettuate con parti correlate, ivi comprese le operazioni infragruppo, si precisa che le stesse non sono qualificabili né come atipiche, né come inusuali, rientrando nella normale operatività di attività infragruppo. Dette operazioni sono regolate a condizioni di mercato, tenuto conto delle caratteristiche dei beni e dei servizi prestati.*”

## 2.2 L’evidenza nelle note al bilancio separato Marcolin S.p.A. e nelle note al bilancio consolidato del gruppo

A questo punto, i rapporti infragruppo intrapresi dalle società sono stati indagati in base alla natura delle operazioni:

- a) valutazione delle partecipazioni;
- b) vendite a (e acquisti da) parti correlate di beni e servizi;
- c) prestiti da (e prestiti a) parti correlate;
- d) operazioni fuori bilancio (come gli impegni e le garanzie).

Per ogni categoria, pertanto, si comparerà il dettaglio di *disclosure* fornito nel bilancio separato dell’entità rispetto a quanto invece può evincersi dalle note al bilancio consolidato.

### **A) Svalutazione delle partecipazioni**

Nel bilancio Marcolin S.p.a., alla voce “Partecipazioni” si riporta il prospetto di dettaglio delle partecipazioni in Società controllate direttamente e della loro movimentazione nel corso dell’esercizio:

---

<sup>177</sup> Marcolin Eyewear, *ESERCIZIO 2016 – RELAZIONE E BILANCI*, p. 40

| Partecipazioni in Società<br>Controllate<br>(euro/000) | 31.12.2015    | Sottoscrizioni |                | 31.12.2016    |
|--|---------------|----------------|----------------|---------------|
|  |               | Cessioni       | Svalutazioni   |               |
| Marcolin USA Eyewear Corp.                             | 49.622        | -              | -              | 49.622        |
| Marcolin UK Ltd  | 6.133         | -              | -              | 6.133         |
| Marcolin do Brasil Ltda                                | -             | 7.931          | (2.500)        | 5.431         |
| Marcolin Iberica SA                                    | 3.268         | -              | -              | 3.268         |
| Marcolin-RUS LLC                                       | 1.533         | -              | -              | 1.533         |
| Marcolin Deutschland GmbH                              | 1.161         | -              | -              | 1.161         |
| Ging Hong Lin International Co Ltd                     | 1.000         | -              | -              | 1.000         |
| Marcolin International B.V.                            | 731           | -              | -              | 731           |
| Marcolin Benelux Sprl                                  | 477           | -              | -              | 477           |
| Eyestyle Trading (Shanghai) Co Ltd                     | 397           | -              | -              | 397           |
| Marcolin GmbH  | 166           | -              | -              | 166           |
| Marcolin Technical Services<br>(Shenzhen) Co. Ltd      | 142           | -              | -              | 142           |
| Marcolin Nordic AB                                     | 4             | -              | -              | 4             |
| Marcolin Portugal Lda                                  | -             | -              | -              | -             |
| Marcolin France Sas                                    | -             | -              | -              | -             |
| <b>Totale</b>  | <b>64.634</b> | <b>7.931</b>   | <b>(2.500)</b> | <b>70.064</b> |

Precisando che “in data 9 maggio 2016 la Marcolin S.p.A. ha sottoscritto un versamento in conto capitale nella società controllata Marcolin do Brasil Ltda per il tramite di una rinuncia di crediti commerciali per complessivi 7.931 migliaia di euro. Alla data del 31 dicembre 2016 il valore del patrimonio netto della Marcolin do Brasil Ltda risulta inferiore rispetto al valore di carico della partecipazione iscritta dalla Marcolin S.p.A.. Tale indicatore ha reso necessaria la valutazione della presenza di perdite durevoli di valore di tale partecipazione. È stato predisposto pertanto apposito Impairment Test al fine di confrontare l’equity value della società con il valore di carico nel bilancio separato di Marcolin S.p.A.”.

Al contrario, nelle note al bilancio consolidato, per quanto riguarda la sezione dedicata alle partecipazioni vi è un riferimento esclusivamente alla voce Partecipazioni in imprese Collegate, di ammontare pari a 907 migliaia di euro, che considera il valore della partecipazione nella società collegata Viva Optique de Mexico SA de CV. Il decremento rispetto l’esercizio precedente deriva poi dal deconsolidamento della società collegata Viva Australia Pty Ltd per effetto del completamento della procedura di liquidazione nel corso della seconda metà dell’esercizio 2016. Nessuna indicazione è data, dunque, in riferimento alle movimentazioni avvenute sulla partecipazione Marcolin do Brasil Ltda e sul versamento in conto capitale da Marcolin S.p.A. per il tramite della rinuncia di crediti commerciali.

## **B) Vendite e acquisti di beni e servizi**

Il dettaglio dei Crediti commerciali evidenziato nelle note al bilancio separato Marcolin S.p.A. è il seguente:

| <b>Crediti commerciali</b><br>(euro/000) | <b>31.12.2016</b> | <b>31.12.2015</b> |
|--|-------------------|-------------------|
| Crediti lordi                            | 71.731            | 94.276            |
| Fondo svalutazione crediti               | (1.924)           | (1.903)           |
| <b>Crediti commerciali netti</b>         | <b>69.807</b>     | <b>92.374</b>     |
| Fondo resi                               | (947)             | (1.113)           |
| <b>Crediti commerciali</b>               | <b>68.860</b>     | <b>91.261</b>     |

Di seguito è esposto il dettaglio dei crediti commerciali verso Controllate dirette e indirette che risultano inclusi nella voce in oggetto:

| <b>Crediti verso le controllate</b><br>(euro/000) | <b>31.12.2016</b> | <b>31.12.2015</b> |
|---|-------------------|-------------------|
| Marcolin Deutschland Gmbh                         | 1.058             | 2.224             |
| Marcolin UK Ltd                                   | 2.211             | 1.375             |
| Marcolin Iberica SA                               | 2.043             | 1.973             |
| Marcolin Gmbh                                     | 153               | 268               |
| Marcolin Portugal Lda                             | 932               | 1.576             |
| Marcolin Benelux Sprl                             | 426               | 255               |
| Marcolin Asia Ltd                                 | 11                | 812               |
| Marcolin do Brasil Ltda                           | 6.338             | 8.320             |
| Marcolin France Sas                               | 7.386             | 13.106            |
| Marcolin UK Hong Kong Branch                      | 9.940             | 8.201             |
| Marcolin USA Eyewear Corp.                        | 8.649             | 22.542            |
| Marcolin Nordic AB Sweden                         | 1.932             | 1.381             |
| Marcolin Nordic AB Denmark                        | 442               | 132               |
| Marcolin Nordic AB Finland                        | 187               | 264               |
| Marcolin Nordic AB Norway                         | 460               | 271               |
| Marcolin-RUS LLC                                  | 498               | 1                 |
| Gin Hon Lin Int. Co. Ltd                          | 2.256             | 740               |
| Shanghai Jinlin Optical Co. Ltd                   | -                 | 419               |
| Eyestyle Trading (Shanghai) Co Ltd                | 123               | 97                |
| Viva Deutschland                                  | 93                | 285               |
| Viva Eyewear UK Ltd                               | -                 | -                 |
| Viva Eyewear Hong Kong Ltd                        | 17                | 16                |
| <b>Totale</b>                                     | <b>45.155</b>     | <b>64.258</b>     |

da cui si desume che la voce preponderante dei crediti commerciali è composta da crediti verso le controllate (65,57%).

Per quanto riguarda l'evidenza del bilancio consolidato, invece, è illustrata la seguente tabella:

| <b>Crediti commerciali</b><br>(euro/000) | <b>31.12.2016</b> | <b>31.12.2015</b> |
|--|-------------------|-------------------|
| Crediti lordi                            | 86.232            | 91.064            |
| Fondo svalutazione crediti               | (7.580)           | (5.949)           |
| <b>Crediti commerciali netti</b>         | <b>78.652</b>     | <b>85.115</b>     |
| Fondo resi                               | (6.009)           | (9.889)           |
| <b>Totale Crediti commerciali</b>        | <b>72.643</b>     | <b>75.226</b>     |

senza nessuna ulteriore specificazione riguardante l'entità delle elisioni degli importi riferibili alle operazioni infragruppo.

Per quanto riguarda i Debiti commerciali, nel bilancio Marcolin S.p.A. si riporta il dettaglio dei debiti suddiviso per area geografica:

| <b>Debiti commerciali per area geografica</b> | <b>31.12.2016</b> | <b>31.12.2015</b> |
|---|-------------------|-------------------|
| <i>(euro/000)</i>                             |                   |                   |
| Italia  | 36.205            | 35.273            |
| Resto Europa                                  | 18.139            | 19.876            |
| Nord America                                  | 11.773            | 18.013            |
| Resto del mondo                               | 43.267            | 40.941            |
| <b>Totale</b>                                 | <b>109.385</b>    | <b>114.103</b>    |

specificando di seguito che: *“Il decremento dei debiti commerciali pari a 4.718 migliaia di euro è diretta conseguenza della minore esposizione debitoria nei confronti delle società controllate alla data del 31 dicembre 2016”*. In questo caso, tuttavia, non è presente un prospetto che indichi il dettaglio dei debiti commerciali riferibili ad ogni controllata.

Allo stesso modo, nelle note al bilancio consolidato, viene esposto il dettaglio dei debiti commerciali suddiviso per area geografica, senza alcuna ulteriore specificazione.

| <b>Debiti commerciali per area geografica</b> | <b>31.12.2016</b> | <b>31.12.2015</b> |
|---|-------------------|-------------------|
| <i>(euro/000)</i>                             |                   |                   |
| Italia  | 36.468            | 35.278            |
| Resto Europa                                  | 11.379            | 10.437            |
| Nord America                                  | 24.402            | 20.977            |
| Resto del Mondo                               | 56.277            | 54.095            |
| <b>Totale</b>                                 | <b>128.526</b>    | <b>120.787</b>    |

Per quanto riguarda i costi e i ricavi, nel bilancio Marcolin S.p.A. viene riportata una sezione denominata *“Costi e ricavi verso società controllate e collegate”*, nella quale viene offerto un dettaglio dei rapporti intercorsi con le imprese del gruppo. In particolare si specifica che questi sono in prevalenza di natura commerciale e/o finanziaria e sono posti in essere a condizioni di mercato.

| Società<br>(euro/000)                  | Ricavi delle vendite e delle prestazioni | Altri ricavi e proventi | Proventi finanziari da crediti iscritti nelle immobilizzazioni | Oneri finanziari da debiti iscritti nelle immobilizzazioni | Costo per materie prime, sussidiarie di consumo e merci | Costi per servizi | 31.12.2016     |
|--|--|-------------------------|--|--|---|-------------------|----------------|
| Marcolin Asia Ltd.                     | 0  | 0                       | -  | 27   | 21  | 1.192             | (1.241)        |
| Marcolin (Deutschland) GmbH            | 5.424                                    | 177                     | -  | 25   | (5)   | 61                | 5.519          |
| Marcolin GmbH                          | 676                                      | 63                      | -  | -  | (1)   | 51                | 688            |
| Marcolin Iberica S.A.                  | 8.965                                    | 368                     | -  | 59   | (77)  | 323               | 9.029          |
| Marcolin Benelux S.p.r.l.              | 3.446                                    | 167                     | -  | 6  | (12)  | 126               | 3.492          |
| Marcolin Portugal Lda                  | 1.835                                    | 92                      | -  | 1  | (11)  | 31                | 1.906          |
| Marcolin (UK) Ltd                      | 6.922                                    | 338                     | -  | 81   | (5)   | 140               | 7.044          |
| Marcolin International BV              | -  | -                       | 54   | -  | -   | -                 | 54             |
| Marcolin France SAS                    | 22.101                                   | 1.377                   | -  | 57   | (83)  | 858               | 22.645         |
| Marcolin do Brasil Ltda                | 4.351                                    | 191                     | -  | -  | -   | 54                | 4.488          |
| Marcolin Nordic AB Denmark             | 783                                      | 34                      | -  | -  | -   | 2                 | 816            |
| Marcolin Nordic AB Finland             | 372                                      | 40                      | -  | -  | -   | 12                | 400            |
| Marcolin Nordic AB Norway              | 820                                      | 112                     | -  | -  | -   | 13                | 919            |
| Marcolin Nordic AB Sweden              | 966                                      | 81                      | 7  | -  | (0)   | 4                 | 1.069          |
| Eyestyle Trading (Shanghai) Co Ltd     | 225                                      | -                       | -  | -  | -   | -                 | 225            |
| Marcolin Uk Hong Kong Branch           | 23.585                                   | 93                      | -  | 115  | 755   | 355               | 22.454         |
| Gin Hon Lin International Co. Ltd      | 3.336                                    | 169                     | -  | -  | (10)  | -                 | 3.514          |
| Shanghai Ginlin Optics Co. Ltd         | -  | -                       | -  | -  | -   | -                 | -              |
| Marcolin Usa Eyewear Corp.             | 43.236                                   | 370                     | 9.715  | 12   | 368   | 2.557             | 50.384         |
| Marcolin-RUS LLC                       | 2.234                                    | -                       | -  | -  | -   | 20                | 2.214          |
| Marcolin Technical Services (Shenzhen) | -  | -                       | -  | -  | -   | 427               | (427)          |
| Viva Deutschland GmbH                  | 391                                      | 3                       | -  | -  | -   | -                 | 394            |
| Viva Eyewear UK Ltd                    | -  | -                       | -  | 370  | -   | -                 | (370)          |
| Viva Eyewear HK Ltd                    | -  | -                       | -  | 79   | -   | -                 | (79)           |
| <b>Totale</b>                          | <b>129.688</b>                           | <b>3.674</b>            | <b>9.776</b>   | <b>831</b>   | <b>941</b>  | <b>6.227</b>      | <b>135.138</b> |

Nel dettaglio dei ricavi e dei costi presente nelle note al bilancio consolidato invece, viene offerto unicamente un quadro generale delle singole voci (ricavi netti per area geografica, costo del venduto, costi di distribuzione e di marketing, altri costi e ricavi operativi<sup>178</sup>) senza nessuna indicazione dell'impatto e delle elisioni dei valori infragruppo.

### C) Attività e Passività finanziarie

Per quanto concerne le attività finanziarie correnti, evidenziate nel bilancio separato Marcolin, il saldo ammonta a 18.513 migliaia di euro<sup>179</sup> ed è costituito principalmente da crediti esistenti verso le Società del Gruppo per 17.823 migliaia di euro.

Di seguito il dettaglio delle principali attività finanziarie correnti vantate da Marcolin S.p.A. nei confronti delle partecipate:

- 10.566 migliaia di euro verso Marcolin USA Eyewear Corp.;
- 6.008 migliaia di euro verso Marcolin International BV;
- 680 migliaia di euro verso Marcolin Portugal Lda;
- 359 migliaia di euro verso Marcolin France Sas;
- 206 migliaia di euro verso Marcolin Nordic AB;
- 4 migliaia di euro verso Marcolin Deutschland GmbH.

<sup>178</sup> Tra cui rientra anche l'effetto sull'esercizio della contabilizzazione secondo il metodo del patrimonio netto della società collegata Viva Optique de Mexico SA de CV.

<sup>179</sup> Si registra un incremento del saldo rispetto all'esercizio precedente, ciò risulta prevalentemente imputabile al saldo intercompany alla data del 31 dicembre 2016 relativo al servizio di *cash pooling* in essere con le principali società del Gruppo, il quale subisce variazioni giornaliere a seconda delle esigenze finanziarie delle varie società.

Nelle note al bilancio consolidato, al contrario, non vi è alcun richiamo a suddetti prestiti ma si evidenzia soltanto il finanziamento che si riferisce, per l'importo di 690 migliaia di euro (a fronte di attività finanziarie correnti di 699), alla quota corrente di un credito di natura finanziaria concesso dalla Capogruppo ad un soggetto terzo.

Tra le attività finanziarie non correnti, nel bilancio Marcolin S.p.A., troviamo poi un importo pari a 122.185 migliaia di euro, costituito prevalentemente dal valore del credito derivante dai finanziamenti concessi alla controllata Marcolin USA Eyewear Corp. per 118.585 migliaia di euro<sup>180</sup>, utilizzati dalla stessa per supportare l'acquisizione di Viva Optique, Inc., avvenuta il 3 dicembre 2013 (la restante parte identifica un credito di natura finanziaria concesso ad un soggetto terzo, prima citato).

Nel bilancio consolidato, come per le attività finanziarie correnti, si osserva esclusivamente il riferimento al credito concesso dalla Capogruppo ad un soggetto terzo.

Con riferimento alle passività finanziarie correnti, nel bilancio separato la voce evidenzia un ammontare complessivo pari a 91.860 migliaia di euro, composto dai finanziamenti a breve termine verso banche (39.330 migliaia di euro), da finanziamenti verso altri finanziatori (2.706 migliaia di euro) e dagli altri debiti di natura finanziaria per 49.824 migliaia di euro verso le società controllate del Gruppo (54,23% sul totale).

Di seguito il dettaglio delle principali passività finanziarie correnti nei confronti delle partecipate:

- 27.884 migliaia di euro verso Viva Eyewear UK Ltd;
- 7.981 migliaia di euro verso Marcolin UK Ltd - HK Branch;
- 4.960 migliaia di euro verso Marcolin UK Ltd;
- 3.295 migliaia di euro verso Marcolin Iberica SA;
- 2.540 migliaia di euro verso Marcolin France Sas;
- 1.613 migliaia di euro verso Marcolin Asia Ltd;
- 1.122 migliaia di euro verso Marcolin Deutschland GmbH.
- 308 migliaia di euro verso Marcolin Benelux Sprl;
- 121 migliaia di euro verso Viva Eyewear HK Ltd.

---

<sup>180</sup> La variazione del saldo rispetto all'esercizio precedente deriva, oltre alla riclassifica della quota corrente del credito finanziario concesso ad un soggetto terzo, all'effetto cambio sul credito intercompany espresso in dollari americani concesso alla controllata Marcolin USA Eyewear Corp..

Nelle note al bilancio consolidato, come ormai si può prevedere, non vi è alcun riferimento a suddette passività. Si evidenzia l'ammontare della voce pari a 51.697 migliaia di euro che è costituito dai finanziamenti a breve termine nei confronti del sistema bancario, dai debiti verso Altri finanziatori e dagli altri debiti di natura finanziaria con scadenza entro i 12 mesi (in decremento rispetto all'ammontare dell'esercizio precedente per effetto del pagamento nel corso dell'esercizio della residua passività di natura finanziaria nei confronti del gruppo HVHC, Inc., sorti a fronte dell'acquisizione di Viva, in capo a Marcolin USA Eyewear Corp.).

#### **D) Impegni e garanzie**

In data 31 ottobre 2013 è stata deliberata l'emissione di un prestito obbligazionario assistito da garanzie reali prestate dalla Marcolin S.p.A. (di seguito l'"Emittente"), dal proprio azionista di controllo Marmolada S.p.A. e da alcune società controllate dall'Emittente per l'esatto adempimento degli obblighi pecuniari assunti dall'Emittente stesso nei confronti della massa dei titolari delle obbligazioni oggetto del prestito obbligazionario. In particolare<sup>181</sup>:

- una cessione in garanzia dei crediti di titolarità dell'Emittente nei confronti di Marcolin USA, Inc. (ora Marcolin USA Eyewear Corp.) derivanti da finanziamenti concessi per dotare la Società dei mezzi finanziari necessari al pagamento del prezzo dell'acquisizione e/o comunque connessi all'acquisizione del capitale sociale di Viva Optique, Inc.;
- un pegno sull'intera quota di partecipazione dell'Emittente nel capitale sociale di Marcolin (UK) Limited, Marcolin France Sas, (Deutschland) GmbH;
- un pegno sull'intera quota di partecipazione dell'Emittente nel capitale sociale Marcolin U.S.A. Eyewear Corp. già Viva Optique Inc. che, in data 18 dicembre 2014, a seguito di processo di fusione ha incorporato le società Marcolin USA Inc, Viva Europa Inc., Viva International Inc., e Viva Ip Corp. e sulle cui azioni si sono consolidati i precedenti pegni e garanzie reali sui beni assunti dalle società incorporate, più precisamente:
  - pegno sull'intera quota di partecipazione dell'Emittente nel capitale sociale di Marcolin USA Inc.;

---

<sup>181</sup> Oltre alle garanzie sulle società controllate sono in essere anche: un pegno sulle azioni dell'Emittente rappresentative del 100% del capitale sociale; un pegno sui titoli di proprietà industriale di proprietà dell'Emittente; una cessione in garanzia di crediti assicurativi di titolarità dell'Emittente; una cessione in garanzia di taluni crediti commerciali di titolarità dell'Emittente.

- pegno sull'intera quota di partecipazione di Marcolin USA, Inc. nel capitale sociale della società Viva Optique, Inc., controllata direttamente da Marcolin USA, Inc.;
- pegno sulla quota rappresentativa del 65% del capitale sociale di Viva Europa, Inc., controllata indirettamente dall'Emittente, tramite Viva Optique, Inc.;
- pegno sulla quota rappresentativa del 65% del capitale sociale di Viva Eyewear Ltd (UK), controllata indirettamente dall'Emittente, tramite Viva Europa, Inc.;
- garanzia reale avente ad oggetto i principali beni di Marcolin USA, Inc. e di Viva Optique, Inc..

Come descritto nel paragrafo “Fatti di rilievo intervenuti dopo la chiusura dell'esercizio e prospettive e notizie sulla evoluzione prevedibile della gestione”, in data 10 febbraio 2017 è stato emesso un prestito obbligazionario *senior* garantito e non convertibile, a seguito del quale è avvenuto il contestuale rimborso del precedente prestito obbligazionario sul quale gravavano le garanzie poc'anzi descritte. Alla data di approvazione del presente Bilancio pertanto le garanzie prestate a favore del precedente prestito obbligazionario risultano essere state sostituite da quelle gravanti su nuovo prestito obbligazionario emesso nell'esercizio 2017.

Alle note del bilancio consolidato, al contrario delle precedenti evidenze, è riportato il medesimo dettaglio di informativa presente nel bilancio d'esercizio di Marcolin S.p.a., indicando espressamente le garanzie in essere sulle rispettive controllate.

Per completezza, infine, si è voluto indagare anche il grado di *disclosure* offerto sui rapporti con società collegate ed altre parti correlate. Nel bilancio separato Marcolin S.p.A. “*tali rapporti hanno riguardato transazioni di natura commerciale intervenute a normali condizioni di mercato, ed in particolare per le entità correlate hanno riguardato i contratti di licenza. Al 31 dicembre 2016 risultavano in essere le seguenti operazioni con parti correlate, così come definite nel principio contabile internazionale IAS 24*”<sup>182</sup>:

| Società<br>(euro/000)               | Costi        | Ricavi     | Debiti       | Crediti      | Tipologia    |
|-------------------------------------|--------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Altre parti correlate</b>        |              |            |              |              |              |
| Tod's S.p.A                         | 1.530        | 560        | 750          | 277          | Correlata    |
| Pai Partners Sas                    | 75           | 2          | 75           | -            | Correlata    |
| Famiglia Coffen Marcolin            | 616          | 0          | 155          | -            | Correlata    |
| O.T.B. Group                        | 3.428        | 50         | 195          | 25           | Correlata    |
| 3 Cime S.p.A.                       | -            | -          | -            | 3.118        | Consolidante |
| <b>Totale altre parti correlate</b> | <b>5.648</b> | <b>612</b> | <b>1.175</b> | <b>3.420</b> |              |

<sup>182</sup> Tod's S.p.A e O.T.B Group sono dei Licenzianti di Marcolin. Pai Partners Sas è il fondo di *private equity* che ha rilevato il controllo della società Marcolin nel 2012, insieme alla famiglia Coffen Marcolin che possiede tutt'ora una quota di capitale nell'azienda.

di seguito, oltre alla tabella concernente le informazioni rilevanti relative ai rapporti con Amministratori e sindaci<sup>183</sup>, viene riportata la sezione “Operazioni atipiche e inusuali” nella quale: *“Non si segnala l’esistenza di operazioni atipiche e/o inusuali, in grado di influire in modo significativo sulla situazione economica, patrimoniale e finanziaria della società Marcolin S.p.A., comprese quelle infragruppo, né di operazioni estranee all’ordinaria attività imprenditoriale, poste in essere nel corso dell’esercizio 2016”*.

Allo stesso modo, nel bilancio consolidato è prevista una apposita sezione definita “Informativa in tema di operazioni atipiche, inusuali e con parti correlate”. Per quanto riguarda le “Operazioni atipiche e inusuali” è riportata la medesima dicitura descritta per le note al bilancio separato.

Per quanto riguarda, poi, le “Operazioni con parti correlate e con società controllate valutate con il metodo del patrimonio netto” è riportato che *“oltre ai rapporti tra le Società rientranti nel perimetro di consolidamento, nel corso dell’esercizio si sono avuti rapporti con Società collegate (valutate nel presente Bilancio con il metodo del patrimonio netto), e con altre entità correlate. Tali rapporti hanno riguardato transazioni di natura commerciale intervenute a normali condizioni di mercato, ed in particolare per le entità correlate hanno riguardato i contratti di licenza. Al 31 dicembre 2016 risultavano in essere le seguenti operazioni con parti correlate, così come definite nel principio contabile internazionale IAS 24”*:

| Società<br>(euro/000)               | Costi        | Ricavi     | Debiti       | Crediti      | Tipologia    |
|-------------------------------------|--------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Altre parti correlate</b>        |              |            |              |              |              |
| Tod's S.p.A                         | 1.530        | 560        | 750          | 277          | Correlata    |
| Pai Partners Sas                    | 75           | 2          | 75           | -            | Correlata    |
| Famiglia Coffen Marcolin            | 616          | 0          | 155          | -            | Correlata    |
| O.T.B. Group                        | 3.428        | 50         | 195          | 25           | Correlata    |
| 3 Cime S.p.A                        | -            | -          | -            | 3.118        | Consolidante |
| <b>Totale altre parti correlate</b> | <b>5.648</b> | <b>612</b> | <b>1.175</b> | <b>3.420</b> |              |

Come si può osservare, la tabella e le descrizioni risultano essere le stesse di quelle riportate nel bilancio separato Marcolin S.p.A..

<sup>183</sup> La tabella non include Dirigenti con responsabilità strategiche, in quanto gli stessi rientrano anche nella categoria di Amministratori della Società.

### 2.3 Considerazioni conclusive

Lo scopo di questo studio è mostrare come l'assenza di specifiche disposizioni riguardanti le informazioni infragruppo nel bilancio consolidato possa non agevolare il lettore di bilancio nella comprensione dell'effettivo stato di salute del gruppo. La tanto attesa regolamentazione in merito alla trasparenza informativa sulle OPC – pur occupandosi del tema in maniera dettagliata – ha completamente ignorato che la visione d'insieme nei rapporti intercorrenti tra le unità componenti il gruppo aziendale e, soprattutto, l'esplicazione delle loro principali caratteristiche, costituiscono un fondamentale aspetto informativo qualificante l'essenza stessa del gruppo.

Dall'evidenza delle note al bilancio Marcolin S.p.A., si è potuto comprendere come le operazioni infragruppo rappresentino una percentuale preponderante delle rispettive poste di Crediti commerciali, Debiti commerciali (anche se questa è l'unica voce in cui non si specifica il dettaglio dell'importo riferito ad ogni singola controllata), Ricavi e Costi. Allo stesso modo, anche le voci Attività e Passività finanziarie sono costituite per la maggior parte da valori riferibili alle società controllate. Ecco perché, spostando l'attenzione alle note del bilancio consolidato, risulta assai incoerente che tali entità non vengano in alcun modo valorizzate. Infatti, si è avuto modo di constatare che l'unico cenno alle controllate si rinviene per le poste fuori bilancio, nella sezione Impegni e Garanzie.

In conclusione, due sono le osservazioni che possono emergere da quanto esposto finora. Innanzitutto, le uniche evidenze nel bilancio consolidato con riferimento alle società facenti parte del gruppo risultano essere quelle riguardanti i rapporti intrattenuti con soggetti qualificabili come parti correlate non rientranti nell'area di consolidamento integrale (come nell'ultima tabella proposta inerente le operazioni con parti correlate e società controllate valutate con il metodo del patrimonio netto). Mentre le operazioni infragruppo, come ci attendavamo, non trovano alcuna evidenza nelle note al bilancio consolidato e nemmeno viene data una indicazione sull'entità delle elisioni operate. Al riguardo, l'unico riferimento che può riscontrarsi nelle note al bilancio consolidato risiede nella sezione "Principi contabili di consolidamento", nella quale si specifica che "*in sede di consolidamento, sono elisi i valori derivanti dai rapporti intercorsi tra le Società controllate consolidate, in particolare derivanti da crediti e debiti in essere alla fine del periodo, costi e ricavi, nonché oneri e proventi finanziari. Sono altresì elisi gli utili e le perdite significativi realizzati tra le Società controllate consolidate integralmente; gli utili di entità significativa inclusi nelle merci in rimanenza provenienti da operazioni tra Società del Gruppo sono eliminati*". Risulta del tutto impossibile, dunque, trarre delle considerazioni sull'essenza del gruppo (nel senso dell'esame

delle caratteristiche attinenti alle operazioni interne e la loro visione sistemica) analizzando unicamente le informazioni presenti nel bilancio consolidato.

Più in generale, poi, con riferimento sia al bilancio consolidato che a quello separato di Marcolin S.p.A., le informazioni relative alla natura e alle condizioni contrattuali caratterizzanti le operazioni infragruppo sono sempre considerate “*di natura commerciale e/o finanziaria*” ed “*intervenute a normali condizioni di mercato*”, circoscrivendo così l’analisi delle stesse ad una dicitura generica e riepilogativa che non consente di indagare a fondo le vere dinamiche sottostanti. Si tratta di un aspetto assai delicato se si considera, ad esempio, la determinazione dei prezzi di trasferimento applicati alle transazioni che avvengono tra unità componenti il gruppo, le quali potrebbero avere come oggetto prodotti “semilavorati” specifici e, pertanto, non esisterebbe nemmeno un mercato di riferimento per poterle definire intervenute a “normali condizioni di mercato”. Si riscontra, in generale, una significativa carenza sulle modalità con le quali vengono definite le operazioni al valore di mercato (*at arm’s length*). Tale aspetto è emerso anche nel documento OCSE del 2012<sup>184</sup>, nel quale si valutava come l’attuale disciplina sulle OPC permettesse di soddisfare i principi di governo societario (in questo caso il Principio V.A.5). Tutto ciò senza trascurare inoltre gli eventuali riflessi di carattere tributario inerenti alla disciplina del *transfer price*.

Infine, l’ultima riflessione che possiamo trarre riguarda il prospetto di raccordo tra il bilancio della capogruppo ed il bilancio consolidato. Tale schema, infatti, non è presente all’interno del documento Relazioni e Bilanci pubblicato dal gruppo Marcolin al 31 dicembre 2016 e, pertanto, non è consultabile agli *users* del bilancio. L’assenza del prospetto di riconciliazione tra il patrimonio netto e risultato d’esercizio della controllante e patrimonio netto e risultato d’esercizio consolidati fa sì che non venga fornita, nemmeno in questo contesto, alcuna evidenza dei valori generatisi in conseguenza di rapporti infragruppo.

Tutte queste considerazioni non fanno altro che confermare le perplessità emerse nei riguardi dell’informativa sulle operazioni infragruppo presente nei bilanci consolidati. La rappresentazione di tali valori risulta essere incompleta se non, per la maggior parte delle volte, assente. Lo studio, offre dunque un’ulteriore spinta affinché al bilancio consolidato vengano affiancati documenti in grado di far emergere le conseguenze contabili delle transazioni ignorate dalle tradizionali tecniche di consolidamento.

---

<sup>184</sup> Principle V.A.5 (disclosure should include, but not be limited to, material information on ... related party transactions). Disclosure rules are broad and in principle cover all major areas although what is considered to be a transaction at arm’s length might need to be better defined. In OECD, *Related Party Transactions and Minority Shareholder Rights*, OECD Publishing, 2012, p. 107

Sebbene il lavoro abbia prodotto risultati interessanti, il fatto di aver considerato il gruppo Marcolin, importante *player* nel contesto internazionale ma (ad ora) di modeste dimensioni e non quotato, potrebbe rappresentare una limitazione. Nonostante questa condizione, lo studio solleva alcuni spunti di riflessione meritevoli di successivi approfondimenti e presenta implicazioni che possono essere utili per investitori, azionisti e regolatori. Allo scopo di perfezionare la rigorosa disciplina sulle operazioni con parti correlate, dunque, sarà auspicabile un intervento finalizzato ad introdurre nel bilancio consolidato previsioni che regolino una *disclosure* di dettaglio sui principali aspetti relativi alle operazioni interne al gruppo al fine di facilitare e consentire una corretta valutazione dello stato di salute dei gruppi societari da parte di tutti gli *stakeholder*.

## ***Riferimenti bibliografici***

A. AMADUZZI, *Conflitto ed equilibrio di interessi nel bilancio dell'impresa*, Cacucci, Bari, 1957

A. DI MAJO, *I gruppi di imprese tra insolvenza e diritto societario*. G. Giappichelli Editore, Torino, 2012

A. LAI, *Le situazioni di equilibrio economico-finanziario di gruppo*, Franco Angeli, Milano

A. POMELLI, *La disciplina Consob delle operazioni con parti correlate*, in *NLCC*, 2010, n. 6

AIROLDI, BRUNETTI, CODA, *Economia Aziendale*, Il Mulino, 2005

BORSA ITALIANA, *Lo IAS 24 e la definizione di parte correlata*, 13 aprile 2015 – 09:32. Disponibile al sito: <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/particorrelate-213.htm>

C. SACCON, a cura di U. SÒSTERO, *Bilancio consolidato*. Libreria Editrice Cafoscarina, Venezia, 2015

CADBURY REPORT, *Report of the committee on the financial aspects of corporate governance*, Gee & c., Londra, 1992

CNDCEC, Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, *Le parti correlate e le indicazioni del Principio Contabile IAS 24, strumenti di controllo e metodologie applicative*. Dicembre 2015

CONSOB, (a cura di) M. Bianchi, A. Ciavarella, L. Enriques, V. Novembre, R. Signoretti. *Regulation and self-regulation of related party transactions in Italy. An empirical analysis*, gennaio 2014

CONSOB, *Relazione illustrativa sull'attività di analisi d'impatto della regolamentazione e sugli esiti della procedura di consultazione*, 25 giugno 2010

CONSOB, *Report on corporate governance of Italian listed companies*. Roma, dicembre 2016.

D. REGOLI, *L'informazione delle e sulle operazioni con parti correlate*, in *Le operazioni con parti correlate*, Atti del convegno Università Cattolica del Sacro Cuore, Piacenza, 19 novembre 2010, Milano, 2011

D. U. SANTOSUOSSO, *I compensi dei componenti degli organi sociali e degli altri dirigenti con responsabilità strategiche*. In *Le operazioni con parti correlate*, Atti del convegno Università Cattolica del Sacro Cuore, Piacenza, 19 novembre 2010, Milano, 2011

E. DI CARLO, *Interpretare le operazioni con parti correlate: importanza della disclosure delle motivazioni sottostanti e delle procedure di approvazione*. In *Rivista Italiana di Ragioneria ed Economia Aziendale*, 2014, p. 197-212

F. BAVA, M. GROMIS DI TRANA, *Disclosure on Related Party Transactions: Evidence from Italian Listed Companies*. In *Account. Econ. Law*, 2016, p. 119-150

F. CHIAPPETTA, *Le operazioni con parti correlate: profili sistematici e problematici*, in *Il diritto commerciale d'oggi*, VII.3, novembre 2008

F. COLAVECCHI, *La disciplina delle operazioni con parti correlate*, in *Rivista elettronica di diritto, economia, management*, fasc. 2/2012, p. 35

G. CAPOLINO, F. MASSARO, P. PANERAI, *Parmalat. La grande truffa*, Milano Finanza, Milano, 2004

G. GIROUX, *What Went Wrong? Accounting Fraud and Lessons from the Recent Scandals*, in *Social Research*, Vol. 75, n. 4, 2008. Per una sintesi dei principali scandali finanziari degli Stati Uniti

G. LIACE, *Le operazioni con parti correlate*. Quaderni di giurisprudenza commerciale n. 392. Giuffrè Editore, Milano, 2016

Il SOLE 24 ORE, *Esempi pratici di operazioni con parti correlate*, di Marco Confalonieri, ODEC n. 4, Milano, aprile 2011

L. BONZANINI - A. MARTELLONI, *Le operazioni con parti correlate di società aperte*, in *Società*, 2005

L. COURTEAU, R. DI PIETRA, P. GIUDICI, A. MELIS, *The role and effect of controlling shareholders in corporate governance*. In *Journal Management Governance*, 2017

L. ENRIQUES, *Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges*. In *ECCI Working Paper Series in Law*, n. 267, ottobre 2014

L. SEMINARA, *L'informazione c.d. «esterna» sulle operazioni con parti correlate infragruppo*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2013, vol. 22, fascicolo 1

M. BAGLIONI-G. GRASSO, *Parti Correlate: l'attività di predisposizione delle nuove procedure interne*, in *Società*, 2010, n.6, p. 727 ss.

M. BEGHIN, *Diritto tributario*. CEDAM, 2014

M. BEGHIN, *Il reddito d'impresa*. Giappichelli Editore, Torino, 2014

M. BEGHIN, *La disciplina del transfer pricing, tra profili sostanziali, profili procedurali, fattispecie di evasione e abuso del diritto*, 2009

M. IRRERA, *Le procedure ed il comitato di amministratori indipendenti nel regolamento Consob sulle operazioni con parti correlate: un nuovo organo a geometria variabile*, in *Nuovo Diritto delle Società*, 2010, n. 12

M. L. DI BATTISTA, *Il punto sugli amministratori indipendenti*. In *Effective Governance Outlook*, n. 3, gennaio 2015

M. MAUGERI, *Le operazioni con parti correlate nei gruppi societari*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 2010, fasc. 3

M. MIOLA, *Le operazioni con parti correlate*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società. Liber amico rum*, Antonio Piras, Torino, 2010.

M. PIZZO, *Related party transactions under a contingency perspective*. In *Journal of Management & Governance*, 2013, p. 310-330

M. POZZOLI, M. VENUTI, *Related Party Transactions and Financial Performance: Is There a Correlation? Empirical Evidence from Italian Listed Companies*. In *Open Journal of Accounting* (2014) 3, 28-37

M. VENTORUZZO, *Commento sub art.2391-bis*, in *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2005

Marcolin Eyewear, *ESERCIZIO 2016 – RELAZIONE E BILANCI*, consultabile alla pagina <http://it.marcolin.com/investor-relations/bilanci-e-relazioni/>

N. MICIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, Giuffrè Editore, Milano, 2016

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

N. MOSCARIELLO, *Related Party Transactions in Continental European Countries: Evidence from Italy*. In *International Journal of Disclosure and Governance*, giugno 2011

O. CAGNASSO, *Le operazioni con parti correlate di maggiore e minore rilevanza nel Regolamento Consob del 12 marzo 2010*, in *Nuovo Diritto delle Società*, 2010, n.15, p. 37 ss.

OECD, *Related Party Transactions and Minority Shareholder Rights*, OECD Publishing, 2012

P. ANDREI, *L'informativa sui rapporti intrattenuti con "parti correlate" nei bilanci consolidati di gruppo*. in F. FORTUNA (a cura di), *Liber Amicorum per Umberto Bertini. L'uomo, lo studioso, il professore*, Franco Angeli, Milano, 2012, p. 30-41

P. MONTALENTI, *Crisi finanziaria, struttura dell'impresa, corporate governance, Intervento all'Incontro dell'Associazione Orizzonti del Diritto Commerciale*, Roma, 20 giugno 2009

P. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate: il nuovo regolamento Consob*, in *Nuovo Diritto delle Società*, 2010, n.12

P. MONTALENTI, *Società per azioni, Corporate Governance e Mercati Finanziari*, Milano, 2011

P. RAINELLI, *Il regolamento Consob sulle operazioni con parti correlate: le linee fondamentali*, in *Nuovo Diritto delle Società*, 2010, n. 12, p. 14

P. VALENTE, *Finanziamenti infragruppo, modelli di centralizzazione e problematiche connesse al transfer pricing*. Disponibile su [strumentifinanziariefiscali.egeaonline.it](http://strumentifinanziariefiscali.egeaonline.it)., 2015

P. VALENTE, *Manuale del transfer pricing*, IPSOA, Gruppo Wolters Kluwer, 2015

P. VALENTE, *Transfer pricing: obblighi di documentazione per i gruppi italiani ed esteri*. In *Fiscalità e Commercio Internazionale*, n. 1/2011.

P. VIERI, *Il processo decisionale nelle operazioni con parti correlate. Analisi economico-aziendale alla luce della normativa di riferimento*, Università degli studi di Foggia, 2009

P.L. MARCHINI, V. TIBILETTI, in *I processi di standardizzazione in azienda, Aspetti istituzionali, organizzativi, manageriali, finanziari e contabili*. (a cura di) F. ANGELI, Milano, 2006

R. DUCHIN, JG. MATSUSAKA, O. OZBAS, *When Are Outside Directors Effective?* In *Journal of Financial Economics*, vol. 96, Issue 2. 2010, p. 195-214

R. V. AGUILERA, I. FILATOTCHEV, H. GOSPEL, & G. JACKSON. *An organizational approach to comparative corporate governance: Costs, contingencies, and complementarity.* *Organization Science*, 19(3), 2008, p. 475–492.

S. ESPOSITO, *Le operazioni con parti correlate: regole sulla trasparenza e sul governo societario* in *Riv. Dir. Comm. e del diritto generale delle obbligazioni*, 2010, n.3, p. 858

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

T. SESANA, *Le operazioni con parti correlate e le informazioni da fornire in nota integrativa. Per le PMI utopia, realtà o strumento di disincentivazione.* In *L'industria delle carni*, ASS.I.CA. Confindustria, n. 4, 2011

U. SÒSTERO, (a cura di) U. SÒSTERO, *Bilancio consolidato.* Libreria Editrice Cafoscarina, Venezia, 2015

## **Riferimenti Normativi e Regolamentari**

Codice Civile, artt. 2359, 2634, 2391, 2391- *bis*, 2395, 2427 co 1 n. 22-*bis*, 2497, 2497-*bis*, 2497-*ter*, 2497-*quater*, 2497-*quinquies*.

TUIR (DPR n. 917/1986), all'art. 110, comma 7 e Art. 9, co. 3.

TUF, artt. 114, 115, 154-*ter*.

Regolamento Emittenti, artt. 70, 71, 81.

Il D.lgs. 28 dicembre 2004, n. 310

Relazione al decreto legislativo n. 6 del 17 gennaio 2003

Consob, Delibera n. 15519 del 2006

Consob, Regolamento "OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE", Delibera n. 17221 del 12.3.2010

Comunicazioni Consob n. 10078683 del 24 settembre 2010 e n. 10094530 del 15 novembre 2010.

Principi contabili, IAS 24, OIC 17.