



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

**CORSO DI LAUREA MAGISTRALE**  
**IN**  
**ECONOMIA E DIREZIONE AZIENDALE**

**TESI DI LAUREA**

**"Le operazioni con parti correlate: un'analisi degli obblighi di informativa e della disclosure delle società quotate"**

**RELATORE:**

**CH.MO PROF. SAVERIO BOZZOLAN**

**LAUREANDO: PIETRO CASSITTA**

**MATRICOLA N. 1058818**

**ANNO ACCADEMICO 2014 – 2015**



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

# INDICE

<b>Introduzione .....</b>	<b>7</b>
 <b>CAPITOLO I</b>	
<b>1. Le Operazioni con Parti Correlate e gli scandali societari.....</b>	<b>9</b>
<b>2. I Problemi di Agenzia .....</b>	<b>12</b>
2.1 Manifestazioni del conflitto tra Principali .....	13
2.1.1 Benefici privati di controllo: Tunneling e Perquisites.....	15
2.2 Struttura proprietaria e problema di agenzia nelle società Italiane.....	17
<b>3. Analisi teorica delle OPC.....</b>	<b>19</b>
3.1 Teoria dei conflitti di interesse .....	19
3.2 L'ipotesi della transazione efficiente .....	21
3.3 Una prospettiva critica.....	23
3.4 Disclosure come possibile soluzione? .....	25
3.5 L'approccio contingente.....	27
<b>4. Le disposizioni in tema di trasparenza .....</b>	<b>31</b>
4.1 Scopo dell'informativa di bilancio richiesta dallo IAS 24 .....	34
<b>5. La Regolamentazione delle OPC .....</b>	<b>35</b>
5.1 Evoluzione degli interventi normativi .....	35
5.2 Il nuovo Regolamento Consob .....	37
5.2.1 Regimi di Trasparenza .....	39
5.2.1.1 La procedura generale per le operazioni di minore rilevanza .....	40
5.2.1.2 La procedura speciale per le operazioni di maggiore rilevanza .....	41
5.2.1.3 La procedura agevolata .....	42
5.2.1.4 Le procedure per operazioni oggetto di delibere-quadro .....	42
5.2.2 Il regime delle esenzioni.....	43
5.2.3 Individuazione delle operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza.....	44
5.3 Il Documento Informativo .....	46
5.4 I principi OCSE e la valutazione della Disciplina .....	47
5.5 Possibili sviluppi della disciplina .....	49

## **CAPITOLO II**

<b>1. Metodologia di analisi delle sezioni del Documento Informativo .....</b>	<b>53</b>
1.1. Risultati sulla valutazione dei documenti informativi .....	62
1.2. Analisi della disclosure per categoria di OPC.....	66
<b>2. Definizione e analisi descrittiva delle variabili di controllo.....</b>	<b>71</b>
2.1. Analisi del campione .....	74
2.2. Correlazione tra le variabili .....	76
<b>3. Risultati e Interpretazioni .....</b>	<b>78</b>
3.1 I diversi livelli d'informativa offerti .....	85
<b>4. Conclusioni e Implicazioni.....</b>	<b>87</b>
 <b>BIBLIOGRAFIA .....</b>	 <b>91</b>
 <b>APPENDICE .....</b>	 <b>96</b>

*A mia Nonna..*

## Introduzione

Le *Operazioni con Parti Correlate* sono diventate un argomento centrale di Corporate Governance in seguito agli scandali che hanno coinvolto negli ultimi anni diverse società italiane ed estere. Queste operazioni hanno rivestito un ruolo fondamentale nella realizzazione di frodi, espropriazioni ed abusi nei confronti dei soci di minoranza e dei vari stakeholders. Le OPC sono operazioni che avvengono tra una società e soggetti a essa correlati (ad esempio soci, amministratori o altre entità che esercitano il controllo) e pertanto, rendendo possibili azioni opportunistiche che possono implicare i cosiddetti problemi di agenzia di primo e secondo tipo (Jensen e Meckling, 1976).

In Italia, dove la corporate governance è caratterizzata da soci di riferimento che detengono il controllo, è più frequente il problema di agenzia tra i soci di maggioranza e quelli di minoranza: i primi potrebbero concludere OPC svantaggiose per la società, per ottenere i benefici privati di controllo a discapito dei soci di minoranza che vedrebbero ridotta la ricchezza aziendale.

Le OPC sono state analizzate considerando le prospettive dominanti in letteratura: la *teoria dei conflitti di interesse* e l'*ipotesi della transazione efficiente* (Pizzo, 2011).

I primi ritengono che queste operazioni implicino comportamenti opportunistici che comportano una riduzione del valore aziendale tramite il tunneling, le inefficienze di governo societario e l'earning management. Mentre i secondi considerano queste operazioni come accordi che soddisfano i bisogni economici dell'azienda e permettono di ridurre i costi di transazione.

Solo di recente è stata introdotta una *prospettiva contingente* (Aguilera, 2008) che sovrappone le due teorie precedenti considerando sia i rischi che i benefici collegati alle OPC.

Nel 2010 la Consob, viste le esigenze del mercato, ha dovuto introdurre un nuovo regolamento che permettesse di limitare gli abusi e che garantisse la correttezza sostanziale ed economica delle operazioni e aumentasse la trasparenza.

Il Regolamento ha previsto l'introduzione di specifiche procedure per la gestione delle OPC: in particolare, riguardo la disclosure, è stato introdotto un approccio quantitativo che, attraverso l'uso di valori soglia, riduce la soggettività che caratterizzava la disciplina precedente.

Il regolamento richiede, inoltre, che l'informativa data nei documenti informativi sia tempestiva e specifichi una serie d'informazioni necessarie a ridurre l'asimmetria informativa e ad aumentare la trasparenza.

Pertanto, l'obiettivo di questa tesi è di analizzare la qualità della disclosure offerta nei documenti informativi sulle OPC. È stato perciò realizzato un *framework* che permette di valutare la qualità dell'informativa offerta, valutando ogni singola sezione richiesta dal Regolamento Consob.

I risultati ottenuti dall'analisi empirica permettono di definire quali sono le sezioni più approfondite e quelle trascurate dalle società.

Sono state individuate in seguito delle variabili di governance ed economico-finanziarie che possono essere collegate con la qualità della disclosure.

Infine, è stato definito un modello di regressione che permette di verificare la relazione esistente tra la qualità della disclosure sulle OPC e le variabili di controllo delle società che hanno compiuto queste operazioni.

In questo modo è possibile comprendere se a determinate caratteristiche delle società corrisponde un livello differente sulla qualità della disclosure. Inoltre, i risultati dello studio permettono di comprendere su quali società bisognerebbe porre maggiori attenzioni poiché, per le caratteristiche di governance e di performance definite dal modello, sono più inclini ad offrire una disclosure lacunosa e potrebbero potenzialmente usare le OPC a fini espropriativi.

La tesi si sviluppa in due capitoli. Il primo capitolo, di natura teorica, descrive gli scandali societari collegati alle OPC (par.1), i problemi di agenzia (par.2), le teorie riguardanti le OPC (par.3), la normativa e gli obblighi sulla disclosure (par.4 e 5).

Il secondo capitolo, di natura empirica, descrive la metodologia di creazione del framework di valutazione dell'informativa e i risultati associati (par.1), individua e descrive le variabili di controllo (par.2) e il modello di regressione lineare (par.3). Infine, l'ultimo paragrafo conclusivo riassume i risultati emersi e le possibili implicazioni.



# CAPITOLO I

---

## 1. Le Operazioni con Parti Correlate e gli scandali societari

Le operazioni con parti correlate (OPC) sono un'importante tema di Corporate Governance perché sono transazioni caratterizzate, in molti casi, dalla presenza di conflitti di interesse ed elevata asimmetria informativa tra le parti (Gordon et al. 2004), e perché dipendono dall'insieme di meccanismi che regolano il governo di un'impresa e le relazioni tra i soggetti coinvolti.

Le OPC sono operazioni che avvengono tra una società e altre entità che sono a essa correlate. La crescente attenzione verso questa tematica è il risultato di numerosi scandali societari, in Italia, come nel resto del mondo, che hanno visto le OPC come strumento utilizzato per compiere determinate operazioni illecite soprattutto in società quotate nei mercati finanziari. Sebbene gli standard di revisione abbiano da tempo designato le OPC come “*red flags*” sottolineando il crescente rischio di frode (AICPA, 2001), negli scandali societari degli ultimi anni le OPC sono state uno degli strumenti più utilizzati per realizzare frodi (Kohlbeck e Mayhew, 2004).

Le OPC più popolari includono prestiti o garanzie Intercompany, vendita di crediti commerciali e accordi di leasing o licensing; ma le OPC si possono manifestare in una serie di transazioni diverse, dalla compravendita di assets a operazioni di corporate finance.

La preoccupazione maggiore è che queste operazioni potrebbero essere concluse a prezzi non di mercato e a condizioni influenzate dalla relazione esistente tra le parti; l'esistenza di un potenziale conflitto di interessi renderebbe queste operazioni suscettibili di espropriazione di risorse aziendali (McCahery e Vermeulen, 2011).

Di seguito, sono descritti alcuni casi aziendali in cui le operazioni con parti correlate sono state protagoniste di espropriazioni di vario tipo:

- *Ernon*, multinazionale statunitense, ha attirato l'attenzione per la manipolazione del reporting finanziario tramite le operazioni con parti correlate. Il CFO ha creato delle transazioni ad hoc per ottenere indici reddituali superiori che la società non avrebbe avuto altrimenti (Swartz e Watkins 2003).
- *Parmalat* rappresenta la maggiore frode finanziaria italiana. La società, attraverso “società veicolo” create dai dirigenti, ha concluso una serie di transazioni illecite con parti correlate. A differenza del caso precedente, Parmalat era gestita e controllata da un gruppo familiare: la famiglia Tanzi ha, infatti, operato in modo

tale da ottenere benefici privati, arricchendo i membri della famiglia, a discapito dei soci di minoranza e di tutti gli altri portatori di interessi (McCahery e Vermeulen, 2011).

- *Barro* è una società belga controllata da *Flambo*. I soci di minoranza di Barro hanno denunciato la capogruppo per aver sottratto risorse della società tramite operazioni con parti correlate: Flambo ha usato gli assets di Barro come garanzia per contrarre nuovi debiti, ha obbligato la controllata ad acquistare le proprie azioni di nuova emissione, ha richiesto prestiti alla società controllata senza un successivo rimborso e ha utilizzato assets della controllata senza pagare il dovuto corrispettivo.
- *Marcilli* è una società italiana controllata da *Sarcem*. I soci di minoranza hanno denunciato espropriazioni tramite OPC da parte dell'azionista di maggioranza (Sarcem). I prodotti di Marcilli sono stati venduti al mercato solo tramite l'intermediazione della società controllante, la quale li acquistava a prezzi inferiori e li rivendeva con un mark-up elevato. Inoltre, sono state concesse dilazioni di pagamento eccessive e alcuni dei servizi che Sarcem ha fornito alla controllata sono stati corrisposti a prezzi superiori rispetto a quelli del mercato.
- *Adelphia* è una società statunitense; i soci/amministratori hanno usato l'azienda come garanzia per contrarre debiti privati e sono state sostenute spese personali pagate dalla società. Gli amministratori sono stati accusati di mancata trasparenza, non avendo divulgato al mercato la totalità delle operazioni esistenti con le parti correlate.
- *Worldcom* è una delle maggiori compagnie telefoniche mondiali e viene ricordata per una delle più grande frodi della storia. Anche in questo caso le OPC sono state un mezzo utilizzato dai manager per espropriare ricchezza aziendale e per gonfiare i dati di bilancio.

È chiaro che il complessivo sistema dei controlli, per le società nominate, non ha funzionato a sufficienza. L'espropriazione ai danni dei soci è una conseguenza dell'inefficacie monitoraggio da parte degli organi di amministrazione e controllo, dell'inadeguatezza dei controlli sul management da parte degli azionisti, degli scarsi processi di controllo interno e di gestione dei rischi e dell'insufficiente trasparenza e informazione al mercato (Del Giudice e Capizzano, 2006).

Sebbene i soci, privati della ricchezza aziendale, abbiano citato in giudizio i soci di maggioranza o gli amministratori, nella maggior parte dei casi questi ultimi sono stati

scagionati poiché il loro operato è risultato coerente con l'interesse dell'intero gruppo. Inoltre, il quadro legislativo dei vari paesi non ha mostrato efficaci tutele a favore dei soci lesi; perciò in seguito a questi avvenimenti i legislatori dei vari paesi e/o i regolatori dei mercati finanziari hanno dovuto sviluppare nuove disposizioni che garantissero una maggiore tutela degli azionisti. È palese che le OPC siano state utilizzate per raggiungere obiettivi diversi ma, in situazioni di conflitto di interesse, vengono classificate come uno strumento di abuso nei confronti dei diversi stakeholders.

I casi citati mostrano chiaramente l'esigenza di nuovi meccanismi legali che garantiscano una maggiore tutela degli azionisti, assicurino un corretto funzionamento del mercato, limitino le azioni opportunistiche e permettano di individuare i potenziali comportamenti espropriativi prima che siano compiuti.

Sono state, perciò, predisposte, sia all'estero che in Italia, nuove discipline in grado di rafforzare la tutela degli azionisti di minoranza e degli altri portatori d'interesse, contrastando eventuali abusi che possano scaturire da operazioni effettuate con parti correlate.

## 2. I Problemi di Agenzia

Il problema dell'espropriazione tramite OPC configura una delle forme più rilevanti con cui può manifestarsi uno dei principali problemi di Corporate Governance: la *“teoria dell'agenzia”* elaborata da Jensen e Meckling nel 1976 illustra la problematica suddividendo i conflitti in due categorie distinte.

Il *“problema di agenzia di I tipo”* riguarda il rapporto tra principale (gli azionisti della società) e l'agente (il management). Questo problema (P-A), frequente nelle grandi imprese con un elevato frazionamento proprietario, sorge nel momento in cui vi è una separazione tra proprietà azionaria e controllo dell'impresa; questa situazione comporta limitati controlli, asimmetria informativa e potenziali comportamenti opportunistici da parte del management, il quale potrebbe sottrarre ricchezza alla società a proprio favore tramite scelte operative e strategiche.

Il *“problema di agenzia di II tipo”* concerne, invece, il rapporto principale vs principale (P-P), e considera quindi i potenziali conflitti tra gli azionisti di maggioranza e quelli di minoranza. Il conflitto sussiste quando gli azionisti di maggioranza, per ottenere benefici privati, influenzano le decisioni aziendali; nel momento in cui gli interessi dei soci di maggioranza non coincidono con quelli generali della società, viene recato un danno implicito agli azionisti di minoranza che vedono ridurre la ricchezza aziendale.

Le fonti del problema sono individuabili nelle istituzioni a tutela dei diritti degli azionisti e nella struttura proprietaria.

Il secondo problema di agenzia (P-P) si verifica con maggior probabilità quando (1) la proprietà e il controllo coincidono in uno o più soci di maggioranza e (2) il quadro istituzionale volto a proteggere i diritti dei soci di minoranza è assente o inefficace (Peng e Jiang, 2010).

Questo conflitto è solitamente limitato a società quotate in cui i soci di minoranza hanno una quota irrisoria di capitale e non hanno quindi controllo (Pagano e Roel, 1998).

Quando la proprietà è concentrata in determinati soci di maggioranza, è palese che questi possano decidere, in virtù del diritto di voto associato alle azioni possedute, chi farà parte del consiglio di amministrazione. Gli azionisti di maggioranza, controllando la società direttamente o influenzando le decisioni del management, possono beneficiare della loro posizione a svantaggio dei soci di minoranza.

Il conflitto tra principali potrebbe essere attenuato tramite politiche di corporate governance in grado di ridurre i benefici di cui gli azionisti di maggioranza godono, limitando così l'incidenza delle OPC e qualsiasi altra operazione che vada a ledere gli azionisti di minoranza (Lovo, 2010). Inoltre, l'efficacia dell'ambiente istituzionale, che include leggi e regolamenti che garantiscono la tutela dei diritti dei soci, mitiga o amplia il potenziale problema di agenzia: ad esempio, l'imposizione di regolamenti che allignino il diritto di voto al diritto all'utile permette di creare un sistema interno di governance più efficace (La Porta et al., 1998). In paesi dove è garantita la tutela degli azionisti, la struttura proprietaria concentrata ha un effetto positivo sulla performance e la valutazione aziendale (Fama e Jansens, 1983); infatti, grazie all'assetto proprietario, la parte controllante ha sufficienti incentivi per monitorare la performance aziendale mentre l'efficace sistema di governance esterno permette di prevenire espropriazioni verso le *minorities*.

Studi recenti dimostrano l'importanza delle istituzioni per la tutela dei soci di minoranza: in paesi caratterizzati da un alto livello di tutela delle minoranze, come ad esempio Hong Kong, la struttura proprietaria concentrata favorisce migliori performance. Mentre in paesi caratterizzati da un basso livello di protezione degli investitori, come l'Indonesia, l'assetto proprietario concentrato è dannoso per la performance aziendale (Jiang e Peng, 2011).

## 2.1 Manifestazioni del conflitto tra Principali

Il secondo 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 ottenere benefici privati a danno dei restanti soci. Questo tipo di espropriazione può avvenire attraverso mezzi sia legali che illegali.

I conflitti P-P hanno un effetto negativo sulla performance aziendale e possono essere realizzati attraverso diverse possibili azioni opportunistiche.

I conflitti si manifestano principalmente in quattro aree di business (Peng e Sauerwald, 2012): (1) nepotismo (2) operazioni di M&A (3) executive compensation, (4) tunneling/perquisites

1. L'azionista di controllo può considerare come benefico privato la possibilità di costruire un "impero aziendale", quindi, potrebbe agire opportunisticamente inserendo familiari con scarse competenze manageriali alla direzione dell'azienda per raggiungere i propri scopi. Nonostante questo comportamento non implichi un'espropriazione diretta di risorse aziendali, il management non competente conduce a una minore competitività

aziendale e una possibile flessione della redditività che pregiudica implicitamente la posizione dei soci di minoranza.

2. Le operazioni di M&A possono potenzialmente ledere i soci di minoranza. Gli azionisti che detengono il controllo sia nella società acquirente che nella acquisita potrebbero accettare una perdita in una transazione quando la ricchezza a livello aggregato aumenta; i soci di minoranza della società che non trae vantaggio dall'operazione subiscono invece un danno. Le OPC si manifestano anche attraverso operazioni di acquisizione e fusione.
3. L'executive compensation eccessivo rappresenta un beneficio privato di controllo che permette un trasferimento di risorse aziendali. Anche in questo caso la qualità della governance, sia interna che esterna, gioca un ruolo importante nella definizione della retribuzione del management (Sun et al., 2010). Studi recenti mostrano l'esistenza di una relazione a U tra la struttura proprietaria e l'executive compensation: quando l'azionariato è diffuso e non ci sono azionisti di controllo, i manager hanno maggiore libertà nel definire superiori livelli retributivi ledendo la totalità dei soci (Core et al. 1999); quando la struttura proprietaria è concentrata, i soci-manager possono definire livelli di retribuzione superiori e, in questo caso, i soci di minoranza sono danneggiati dalle policy retributive.
4. Il Tunneling e Perquisites sono dei benefici privati di controllo di varia natura che vanno a ledere gli azionisti di minoranza.

Il paragrafo successivo descrive i benefici privati di controllo in quanto questi benefici possono essere ottenuti in maniera prevalente tramite le OPC.

## 2.1.1 Benefici privati di controllo: Tunneling e Perquisites

Riguardo al conflitto d'agenzia tra principali, gli azionisti di maggioranza, in virtù del ruolo che ricoprono, possono ottenere diversi tipi di benefici privati di controllo a discapito dei soci di minoranza.

I benefici privati di controllo possono essere classificati in base alla tipologia di operazione (pecuniaria o non pecuniaria) e in base alla trasferibilità (Ehrhardt e Nowak, 2003).

Figura 2.1.1.1 Benefici Privati di Controllo ( "Private benefits and minority shareholder expropriation or what exactly are private benefits of control?, DYCK A., ZINGALES L., 2004)

		<i>Pecuniary ("Tunneling")</i>	<i>Non-pecuniary</i>
<i>Transferability</i>	High	<b>I. "Self-Dealing"</b> - Excessive (above-market) compensation - Diversion of resources - Asset transfers at arbitrary prices - Cheap loans and guarantees	<b>III. "Amenities"</b> - Winning the world series - Influencing public opinion - Owning a luxury brand - Physical appointments
	Low	<b>II. "Dilution"</b> - Insider trading - Creeping acquisitions - Freeze-out and squeeze-out - Issuance of shares at dilutive prices	<b>IV. "Reputation"</b> - Social prestige - Family tradition - Promotion of relatives - Personal relations

Il *Tunneling* è un beneficio privato di controllo di natura pecuniaria e, come già accennato in precedenza, rappresenta una pratica espropriativa da parte degli azionisti di maggioranza nei confronti degli azionisti di minoranza.

Il termine *Tunneling* è stato coniato originariamente per descrivere le espropriazioni delle minorities avvenute in Repubblica Ceca; gli assets e i profitti sono stati trasferiti al di fuori dell'impresa al fine di avvantaggiare gli azionisti di controllo (Johnson et al., 2000).

Il *Tunneling* nella realtà odierna si manifesta in due modi:

- Il *Self-dealing* è una fattispecie in cui il socio di controllo, al fine di ottenere benefici privati, trasferisce risorse della società. Queste operazioni includono furti o frodi che, sebbene siano illegali in tutti i paesi, spesso non sono identificate o restano impunte. Il self-dealing può avvenire anche attraverso vendita di attività a prezzi vantaggiosi per il socio di controllo, garanzie per debiti privati, appropriazione di opportunità di business dell'azienda, ecc.
- Il *Dilution* include i benefici monetari non facilmente trasferibili. Può accadere, ad esempio, che il socio di controllo in occasione dell'aumento di capitale acquisti nuove azioni della società senza conferire però le risorse corrispondenti. Altre attività di dilution sono l'insider trading, l'emissione di azioni a prezzi diluitivi e altre operazioni finanziarie che discriminano i soci di minoranza.

Quando i benefici privati non sono di natura monetaria, rientrano nella categoria dei *Perquisites* che si distinguono a loro volta in *Amenties*, ovvero i comfort che l'azionista/manager può sfruttare in virtù del ruolo che rappresenta (ad esempio può influenzare l'opinione pubblica o controllare brand importanti) e *Reputation*, ovvero le caratteristiche dell'azionista di controllo che dipendono dal ruolo che ricopre (status, relazioni personali, ecc.).

Se in passato solo i benefici privati pecuniari venivano considerati rilevanti per l'espropriazione e la tutela delle minorities, altri studi (Ehrhardt e Nowak, 2003) sostengono che l'esistenza di qualunque tipo di beneficio non condiviso con i soci di minoranza, sia questo pecuniario o meno, incentiva il socio di controllo a deviare dalla massimizzazione del valore totale dell'azienda. Le decisioni saranno prese considerando la massimizzazione della somma tra il valore dell'azienda e il valore dei benefici privati che il socio di controllo otterrà e quindi a discapito degli altri azionisti.

I benefici privati di controllo rappresentano un fenomeno che impatta negativamente non solo i soci espropriati: nei paesi in cui i benefici privati rappresentano un sintomo frequente e importante, le privatizzazioni avvengono più raramente tramite offerta pubblica e il mercato dei capitali è meno sviluppato.

Per questo motivo, è importante comprendere quali siano le istituzioni che limitano i benefici privati. È stato mostrato che diverse variabili istituzionali, prese singolarmente, sono associate a un livello inferiore di benefici privati di controllo (Dyck e Zingales, 2001): principi contabili adeguati, migliore protezione giuridica degli azionisti di minoranza, migliore applicazione della legge, concorrenza intensa, diffusione della stampa, alto livello di compliance fiscale.

L'Italia è uno dei paesi con il più alto livello di benefici privati da parte dell'azionista di controllo questo è dovuto a una mancanza di istituzioni legali ed "extra-legali" che permettono di frenare il fenomeno. Le istituzioni presenti in Italia includono gli adeguati principi contabili e l'importanza della Legge nel paese, mentre la carenza di protezione dei soci di minoranza e il basso livello di compliance fiscale rappresentano fattori che permettono la continuazione del fenomeno espropriativo (Dyck e Zingales, 2001). Secondo questo studio, in paesi come l'Italia, per ridurre i benefici privati sarebbero necessari sia una maggiore protezione dei soci di minoranza che un'efficace applicazione dell'imposizione fiscale che migliorerebbe indirettamente anche lo sviluppo del mercato finanziario.



## 2.2 Struttura proprietaria e problema di agenzia nelle società Italiane

Al fine di comprendere la fattispecie esistente in Italia, è utile analizzare le caratteristiche delle società italiane, in termini di proprietà e controllo, che determinano i possibili problemi di agenzia.

Come nella maggior parte dei paesi europei, il sistema italiano è caratterizzato da:

- Un'elevata concentrazione della proprietà in uno o pochi azionisti di riferimento (questa situazione vale sia per le società quotate che per quelle non quotate (Bianchi et al. 2001)).
- Un intervento minimo da parte degli investitori istituzionali.
- Banche e intermediari finanziari che ricoprono un ruolo limitato nella corporate governance perché raramente possiedono una quota di capitale significativa nella società, sebbene il settore bancario rappresenti la maggiore fonte di finanziamenti aziendali esterni (Di Pietra et al. 2008).
- La presenza di gruppi piramidali di matrice familiare, in cui la società Holding è capace di controllare un numero potenzialmente assai elevato di società con investimenti comparativamente più piccoli: l'azionista di maggioranza della capogruppo, attraverso un meccanismo conosciuto come "scatole cinesi", riesce a mantenere il controllo sull'intero gruppo con un modesto ammontare di capitale.

Questa situazione produce una potenziale divergenza di interessi tra il controllante e gli azionisti di minoranza delle società controllate che costituiscono l'ultimo anello della catena (Fortuna, 2001).

Riguardo ai gruppi piramidali secondo un recente studio (Di Carlo, 2013), più del 70% delle capogruppo quotate hanno dichiarato che gli azionisti di controllo della holding non esercitano l'attività di direzione verso le consociate perché, nonostante operino nello stesso settore, si vuole ridurre il rischio di espropriazione percepito dagli azionisti di minoranza e il conseguente rischio di una riduzione del prezzo delle azioni. In ogni caso, la mera dichiarazione al mercato della separazione tra proprietà/controllo e direzione non è sufficiente a convincere gli outsiders che i soci di maggioranza rinunceranno a ottenere i benefici privati a danno dei soci di minoranza.

La presenza di amministratori indipendenti e di membri familiari del socio di maggioranza sono importanti indicatori sull'affidabilità della separazione nelle società del gruppo.

Lo studio ha, infatti, rivelato che dei ventotto gruppi analizzati solo cinque di questi hanno amministratori indipendenti nominati dalle minorities, e in tutte le società i membri familiari

ricoprono ruoli dirigenziali. Emerge chiaramente che generalmente l'indipendenza del CdA è limitata e gli azionisti di controllo hanno il potere di gestire il gruppo tramite l'influenza sui manager delle consociate e di ottenere eventuali benefici privati.

Le caratteristiche dell'assetto proprietario delle società italiane e la debole protezione istituzionale delle minoranze hanno permesso che le operazioni con parti correlate siano state utilizzate come strumento espropriativo, specialmente nei gruppi di società (Zingales 2008, Johnson et al. 2000).

Il mercato reagisce di norma negativamente alla presenza di gruppi piramidali e per questo negli ultimi anni si sta passando dalle piramidi alle coalizioni, ovvero ad accordi basati su un sindacato di voto (Montalenti, 2007).

In base alla struttura proprietaria della società, le OPC possono avere caratteristiche differenti ed essere la conseguenza di un diverso comportamento opportunistico: in situazioni in cui l'assetto proprietario è polverizzato e c'è separazione tra proprietà e controllo, è più probabile che si prestino situazioni di conflitto d'interesse tra il principale e l'agente ovvero tra chi detiene il controllo (i manager) e chi la proprietà (gli azionisti). I manager possono concludere operazioni a un prezzo che non corrisponde al valore di mercato ("*arms' length*") per manipolare i risultati di gestione o fare salire il prezzo delle azioni, in modo tale da ottenere vantaggi quando anch'essi possiedono azioni o diritti di opzioni, oppure quando la loro remunerazione dipende dai valori reddituali ottenuti (*income statement manipulations*). Invece, nelle società caratterizzate da una struttura di proprietà concentrata, come in Italia, si presenta maggiormente il problema di agenzia di II tipo ed è necessario identificare ogni possibile conflitto esistente tra gli azionisti di controllo e quelli di minoranza. In questa circostanza gli azionisti di maggioranza potrebbero ottenere benefici privati sfruttando il controllo (*balance sheet manipulations*) (Friedman et al, 2003; Coffee, 2005).

### 3. Analisi teorica delle OPC

La letteratura economico-giuridica ha ampiamente dibattuto se le operazioni con le parti correlate fossero una manovra espropriativa o piuttosto un'azione necessaria per raggiungere determinati obiettivi aziendali.

Le OPC sono state analizzate in letteratura secondo due teorie contrapposte (Pizzo, 2011):

- *La teoria dei conflitti di interesse*
- *L'ipotesi della transazione efficiente*

I primi ritengono che queste operazioni implicino comportamenti opportunistici come il cosiddetto *azzardo morale* e sono realizzate considerando l'interesse del management e quindi finalizzate ad espropriare valore ai soci; mentre gli ultimi considerano queste operazioni come accordi che soddisfano i bisogni economici dell'azienda e permettono di massimizzare il suo valore.

In base alla teoria a cui si ricorre, si otterranno soluzioni completamente diverse riguardo le disposizioni sulle OPC.

#### 3.1 Teoria dei conflitti di interesse

In riferimento alla teoria dei conflitti di interesse, ricerche hanno messo in evidenza diversi svantaggi collegati alle operazioni con parti correlate:

- *Inefficienze di Corporate Governance*. Le OPC possono minare le funzioni dei direttori non esecutivi, rendendoli non indipendenti e sempre più vicini ai manager esecutivi. Inoltre, nelle società con un debole sistema di governo societario queste operazioni vengono realizzate con maggiore frequenza e probabilità. Infatti, la bassa probabilità di accadimento delle OPC è correlata positivamente con l'indipendenza dell'organo amministrativo (Kohlbeck e Mayhew, 2004).

- *Earnings management*: "L'intervento intenzionale nel processo di reporting dei dati finanziari, con l'intento di ottenere guadagni personali" (Schipper, 1989).

Il management può avere incentivi a manipolare i risultati di gestione, per raggiungere determinati obiettivi, per giustificare determinate azioni o per nascondere l'appropriazione di ricchezza aziendale; le OPC sono quindi un utile strumento per manipolare l'utile d'esercizio e ottenere desiderati indici reddituali (Jian e Wong 2008; Aharony et al. 2005).

- *Tunneling*. come si è detto in precedenza sono transazioni attraverso le quali è possibile trasferire valore dalla società agli insiders in modo più che proporzionale rispetto ai diritti proprietari degli stessi. Il fenomeno del tunneling può manifestarsi con caratteristiche molteplici perché sono molteplici le modalità con le quali è possibile sottrarre risorse all'azienda. Nonostante non tutte le forme di tunneling sono riconducibili al concetto di OPC, l'evidenza empirica mostra che queste transazioni rappresentano una quota rilevante dei fenomeni di tunneling. Una società ad esempio potrebbe pagare per un'operazione con parti correlate un prezzo superiore del valore di mercato oppure ricevere beni o servizi di inferiore qualità.

Le OPC quindi possono condurre a comportamenti opportunistici da parte del management nel caso in cui ci sia un uso improprio dei beni aziendali (azzardo morale) oppure quando queste operazioni conducono a manipolare informazioni per ottenere determinati risultati nel bilancio (selezione avversa).

Inoltre per minimizzare questi problemi, gli azionisti devono sopportare i cosiddetti costi di agenzia (Jensen M., 1976):

- I costi di monitoraggio sono quei costi sostenuti dagli azionisti per cercare di osservare, misurare, controllare e incentivare l'operato e la performance dei manager; questi possono includere ad esempio l'auditing o in controllo interno.
- I costi di riassicurazione sono i costi di tutte le attività intraprese dal manager per convincere il principale che i propri interessi sono allineati con quelli degli azionisti.
- I costi residuali sono tutti i costi associati a qualsiasi altra divergenza che le suddette azioni non comprendono. (Costanzo P. et al., 2007).

Per questi motivi si sostiene che le OPC siano collegate a peggiori performance aziendali, ritorni inferiori, o minore valore del capitale.

In particolare secondo uno studio condotto sul mercato americano (Kohlbeck e Mayhew, 2009) esiste una correlazione negativa tra la realizzazione di OPC e la valutazione della società (in termini di Q ratio). Infatti, a seguito della divulgazione delle informazioni sulle OPC, gli investitori se lo ritengono opportuno, possono difendersi vendendo le proprie azioni. Queste azioni possono comportare la riduzione del prezzo delle azioni e quindi del valore del capitale. La valutazione negativa persisterà con elevata probabilità fino a quando non ci saranno azioni tali (buy-out o take-over) da portare un cambiamento nel controllo della società.

È stata mostrata una differenza di valore dell'8% rispetto alle società che non fanno ricorso a tali operazioni. In ogni caso la valutazione negativa avviene solo a seguito della realizzazione di determinate categorie di operazioni (ad esempio prestiti con parti correlate) e generalmente il mercato non valuta negativamente le OPC maggiormente complesse che coinvolgono investimenti societari in partnership o joint venture.

### 3.2 L'ipotesi della transazione efficiente

In contrapposizione all'approccio precedente, l'ipotesi della transazione efficiente presuppone che le OPC rappresentino uno strumento economico a disposizione dell'azienda che permette di soddisfare determinate esigenze di business. Queste transazioni non minano gli interessi degli shareholders, bensì massimizzano il valore aziendale in quanto permettono di minimizzare i costi di transazione. Rappresentano quindi un efficiente strumento contrattuale soprattutto in un ambiente caratterizzato da informazioni incomplete.

Inoltre, i possibili benefici derivanti da queste operazioni sono molteplici:

- È più facile ottenere un maggiore coordinamento delle diverse attività, una più attenta analisi delle procedure e feedback più rapidi poiché i rappresentanti delle parti contraenti sono i membri dell'organo amministrativo.
- I problemi emergenti possono essere mitigati più facilmente.
- La profonda conoscenza reciproca e la familiarità tra le parti giustificano operazioni che non sarebbero realizzabili a condizioni di mercato e/o vengono creati termini e condizioni più convenienti per entrambe le parti.
- Queste transazioni possono essere usate come integrazione alla remunerazione degli amministratori.

Le operazioni con parti correlate permetterebbero, almeno in teoria, di massimizzare l'allocazione delle risorse, ridurre i costi di transazione e migliorare indici reddituali come il ROA (Baiman et al. 2010).

Inoltre, si ritiene che le OPC rappresentino uno strumento utilizzato dal management non solo per scopi espropriativi: è stato mostrato che esiste una correlazione inversa tra la probabilità che vengano realizzate OPC e la cash compensation degli amministratori, questo significa che le OPC potrebbero essere usate come retribuzione supplementare definita contrattualmente da integrare alla retribuzione monetaria. Esiste invece una correlazione positiva tra la presenza di

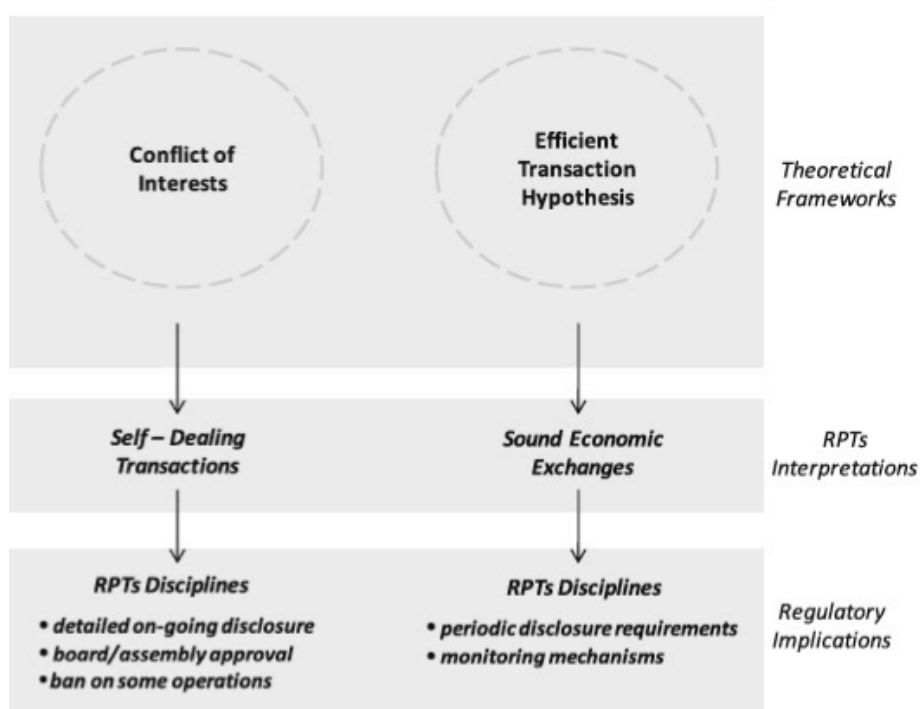
Stock Option per i manager e le OPC, in quanto rappresentano una forma di retribuzione più liquida.

L'opinione che le OPC rappresentino un accordo interno, come alternativa contrattuale allo scambio nel mercato, capace di ridurre i costi di transazione e superare le difficoltà di business, è coerente con la teoria dei costi di transazione (Williamson, 1985). Infatti, la creazione di gruppi aziendali e i conseguenti accordi interni possono offrire una migliore allocazione delle risorse finanziarie, economie di scala, più facile accesso al mercato finanziario e crescenti opportunità. Ad esempio, la creazione di un mercato di capitali interno può recare benefici all'intero gruppo quando i fondi esterni sono scarsi o incerti (Khanna e Palepu, 1997); in paesi emergenti possono essere sfruttate economie di scale e di scopo che permettono di superare difficoltà aziendali e rendere gli investimenti più profittevoli (Fisman e Khanna, 2004); condividendo competenze tecnologiche e di marketing si riducono gli investimenti totali, aumenta la profittabilità e vengono ridotti i costi complessivi (Moscariello, 2007).

In ogni caso non può essere esclusa la possibilità che siano realizzati trasferimenti di risorse dalla società attraverso accordi interni. Infatti, il problema di agenzia continua a rivestire un ruolo importante riguardo l'espropriazione delle minorities e questo riduce i benefici derivanti dal mercato interno (Claessens et al., 2006).

La figura seguente mostra come le OPC possono essere interpretate a seconda della teoria utilizzata per descriverle.

Figura 3.2.1 il framework teorico (da *RTP under a contingency perspective*. Pizzo, 2011)



### 3.3 Una prospettiva critica

Generalmente le OPC sono analizzate considerando la teoria dei conflitti di interesse poiché, rispetto all'altro modello, sembra essere più sensibile alle esigenze sociali come la protezione delle minoranze e l'efficienza ed equità del mercato dei capitali. Non sorprende che le soluzioni proposte da questa teoria siano coerenti con le recenti disposizioni legislative ed è anche riconosciuto che questo modello offre una scusante per legittimare richieste di monitoraggio e di disclosure sempre più stringenti e impegnative.

In ogni caso quest'approccio presenta dei punti di debolezza dipendenti dal contrasto con l'evidenza empirica e l'impossibilità di riflettere l'effettiva motivazione economica di queste transazioni. In particolare:

#### a) *L'evidenza empirica*

Non è possibile valutare allo stesso modo tutte le OPC, e solo determinate categorie dovrebbero essere considerate pericolose. L'evidenza empirica evidenzia risultati incoerenti o errati rispetto a quelli che la teoria propone:

- L'assunzione che in presenza di OPC il rischio di frode è più elevato, non ha trovato evidenze a supporto: confrontando società che hanno commesso frodi con società che non ne hanno commesso, non sono state evidenziate significative differenze tra i due gruppi in relazione alle OPC (Bell e Carcello, 2000).
- Non tutte le OPC sono collegate all'Earning Management. È vero che le OPC relative a prestiti a tasso fisso sono positivamente correlate alla manipolazione del reporting, mentre non ci sono evidenze per le altre tipologie di transazioni. Questo significa che non necessariamente le OPC implicano la manipolazione dei reporting finanziari (Gordon e Henry, 2005).

#### b) *La motivazione economica delle OPC*

La teoria dei conflitti di interesse, a causa dei suoi limiti stringenti, non considera i possibili benefici derivanti dalle OPC ed esclude la possibilità che queste transazioni siano più convenienti rispetto al mercato. Bisogna però considerare che:

- Il tunneling non implica necessariamente comportamenti opportunistici espropriativi da parte dei manager e/o dei soci di controllo; il tunneling, nel caso delle multinazionali, potrebbe far parte della strategia fiscale di gruppo per ridurre il carico tributario totale.
- Il socio di controllo potrebbe usare fondi privati (provenienti da un'altra società del gruppo) per supportare temporaneamente società in crisi finanziare che altrimenti

andrebbero in fallimento. Questa tipologia di transazione è conosciuta in letteratura come *propping*.

Inoltre, la teoria dei conflitti di interesse si basa su un'implicita assunzione che le OPC sono operazioni che potrebbero essere concluse con terze parti a valori e condizioni di mercato (*at arm's length conditions*). Quest'assunzione è influenzata dal paradigma economico neo-classico in cui si sostiene che esistono mercati efficienti dove gli attori economici operano in maniera razionale.

Questo approccio è sfortunatamente solo teorico ed è in conflitto con la reale logica di business. Un mercato, infatti, potrebbe non esistere (per limiti di natura tecnologica, logistica, economica o politica), o lo scambio con terze parti potrebbe essere intenzionalmente non tenuto in considerazione dall'azienda perché il network creato con le parti correlate potrebbe rendere la transazione più conveniente rispetto al mercato perché riduce i costi di transazione, permette migliori condizioni e offre nuove opportunità.

Come si è detto, *l'ipotesi della transazione efficiente* assume che le OPC rappresentino operazioni di business che soddisfano le esigenze della società in maniera efficiente e non danneggiano gli interessi degli azionisti, sono invece considerate come una forma ottimale di contrattazione quando esistono informazioni incomplete.

Quest'approccio non sembra essere una valida alternativa alla teoria dei conflitti di interesse, infatti l'evidenza empirica non sempre supporta queste premesse ed è ingenuo considerare le OPC come un mero strumento per soddisfare le esigenze economiche di business.

I rischi associati a queste operazioni, anche se solo potenziali e riguardanti alcune operazioni, non possono essere né ignorati né trascurati, perché rappresentano un danno per gli azionisti e minano la fiducia nei mercati di capitali.

Non sorprende che regolamenti odierni sulla disclosure e sul controllo, visti i recenti scandali aziendali, siano stati influenzati dalla teoria dei conflitti di interessi e dalle tematiche di agency connesse, trascurando invece l'approccio del mercato efficiente.



### 3.4 Disclosure come possibile soluzione?

I modelli teorici ritengono che la *disclosure*, che sia periodica o dettagliata, possa essere uno strumento utile a prevenire atti espropriativi.

Il termine disclosure si riferisce alla diffusione di informazioni, sia volontarie che in adempimento alle normative, da parte di una società quotata in relazione alle sue performance finanziarie storiche, alle previsioni, alle attività correnti e a tutte le informazioni rilevanti per gli investitori.

La divulgazione d'informazioni e la trasparenza sono una parte integrale della corporate governance; efficaci e sostenibili strutture di corporate governance aumentano la fiducia degli investitori e aiutano la società a soddisfare le aspettative del mercato (McCahery e Vermeulen, 2011).

La disclosure di buona qualità riduce l'asimmetria informativa tra manager, soci e gli altri shareholders, limita quindi i problemi di agenzia (Yu, 2005); inoltre, migliora la performance aziendale, riduce il costo del capitale, limita i costi della ricerca d'informazioni da parte degli investitori e valorizza l'immagine corporate (Ho e Wond, 2001).

Per questo motivo il mercato apprezza la disclosure: società con "massima trasparenza" mostrano una crescita del prezzo del titolo (Lang e Lundholm, 1996). In ogni caso il mercato non gradisce l'eccesso di dettaglio, bisogna quindi fornire le informazioni adeguate che l'investitore si aspetta e che gli permettano di valutare coerentemente l'operazione societaria (Lambiase, 2011).

Attraverso la disclosure, la società comunica varie informazioni sulla performance e sul governo societario ed è uno strumento utile agli investitori esterni per essere al corrente sulla situazione aziendale (Healey e Palepu, 2001).

Le società sono incentivate a divulgare proprie informazioni per diversi motivi: per facilitare la raccolta di fondi, per alzare il prezzo delle azioni, per migliorare la liquidità, per ridurre il rischio di azioni legali e infine per attribuirsi un'immagine di competenza. I primi tre obiettivi permettono di ridurre il costo del capitale della società (Diamond e Verrecchia, 1990).

Secondo la teoria dell'agenzia, la divulgazione di informazioni può ridurre i costi di monitoraggio da parte dei soci e dei creditori. Inoltre si riduce il costo di ottenere informazioni per gli investitori rendendo le loro aspettative più omogenee e portando a un'ulteriore riduzione del costo del capitale (La Porta et al., 1999).

La disclosure volontaria riveste un ruolo importante nel ridurre l'asimmetria informativa in mercati in cui i meccanismi di governance sono deboli: è dimostrato che un alto livello di disclosure ha un impatto negativo sui benefici privati di controllo (Saanoun et al., 2012).

Per questi motivi, sistemi di disclosure e reporting accurati tali da fornire trasparenza alle società quotate sono considerati il fulcro di un'infrastruttura di governo societario efficace (Easterbrook e Fischel, 1991).

La disclosure permette quindi di migliorare la trasparenza e i rapporti col mercato, fornisce informazioni sulla proprietà e sul controllo disponibili in ogni momento e rappresenta un forte deterrente nel compiere atti espropriativi.

Sebbene la disclosure mitighi la situazione di asimmetria informativa esistente tra gli insiders e i soggetti operanti all'esterno della società, non contribuisce a creare una situazione di parità reale tra gli investitori.

Inoltre, la disclosure può essere costosa sia per la società che deve elaborare e rendere pubbliche le informazioni che per l'investitore che deve raccogliere ed elaborare le informazioni divulgate: spesso il "costo di informarsi" è superiore del rendimento atteso e per questo l'investitore preferisce non informarsi e l'asimmetria informativa non viene eliminata dall'esistenza di regole di trasparenza obbligatoria (Costi, 1989).

Bisogna anche tenere in considerazione che i miglioramenti nella disclosure potrebbero non essere sufficienti per eliminare le operazioni espropriative e opportunistiche. Infatti, le informazioni fornite tramite la divulgazione si riferiscono solo ad eventi passati ed ogni danno cagionato è ormai compiuto.

### 3.5 L'approccio contingente

La disclosure è una condizione necessaria ma non sufficiente a prevenire il conflitto di agenzia e i diversi atti espropriativi. È necessario un modello che tenga in considerazione sia i benefici che i costi relativi alle OPC; entrambe le teorie citate in precedenza risentono di mancanze o incongruenze e, fornendo interpretazioni diametralmente opposte, non sono in grado di considerare i diversi tipi di casi possibili.

La possibilità che la teoria della transazione efficiente possa coesistere con la teoria dei conflitti di interesse è stata presa in considerazione solo recentemente in alcuni studi.

Probabilmente, bisognerebbe adottare un approccio più pragmatico e sistematico in cui le OPC siano adeguatamente individuate e classificate per quello che rappresentano effettivamente, tenendo in considerazione che queste transazioni potrebbero:

- sia soddisfare esigenze aziendali che essere destinate a scopi fraudolenti o espropriativi;
- essere influenzate da fattori di contesto (come differenze geografiche o culturali, dimensioni dell'azienda, tipologia di mercato, ecc.) e meccanismi di governance (come l'approvazione del CdA, la partecipazione di amministratori indipendenti, valutazioni esterne, ecc.).

È stato proposto un nuovo modello, definito come l'*approccio contingente* (Aguilera et al. 2008), in cui i rischi e i benefici collegati alle OPC sono valutati e ponderati a seconda della società e del paese, tenendo in considerazione le relazioni esistenti con i fattori di contesto e con i meccanismi di governance così come dalle peculiarità del contesto organizzativo e dall'ambiente istituzionale.

Lo studio di Aguilera et al. (2008) propone un modello che implica la sovrapposizione delle due teorie precedenti e permette di elaborare una disciplina ad hoc e che sia maggiormente flessibile che consideri i rischi e i benefici legati alle OPC. Le cause e le conseguenze delle OPC sono esaminate, considerando le influenze esercitate da:

- il contesto organizzativo e fattori sociali
- la complementarità/sostituzione tra i fattori di governance

*I fattori sociali-economici e il contesto organizzativo* collegati alle OPC includono, ad esempio, il valore dell'azienda, le variazioni dei risultati di business, la struttura proprietaria e il modello di business e di governance che può variare a seconda del paese.

Nello specifico, il conflitto di agenzia tra i manager e gli azionisti è una condizione più comune in paesi come USA e Giappone, dove l'azionariato è disperso e si focalizza il

controllo sull'operato dei manager. Nei mercati europei e asiatici, invece, dove il controllo è esercitato da azionisti di maggioranza, l'asimmetria informativa emerge tra i soci.

Il presente modello considera anche la *complementarietà esistente tra i meccanismi di governance* della società, poiché questi influenzano la gestione delle OPC. L'aumento della disclosure e delle procedure di controllo come pratica di governo societario, è associato, nella percezione comune, a una migliore informazione e controllo. Tuttavia, requisiti più dettagliati non implicano necessariamente un controllo più efficace se essi sono incompatibili con il sistema di governance esistente (Walsh e Seward 1990). Aumentando i livelli e gli ambiti di divulgazione e controllo sono aggiunti nuovi costi e ulteriori rischi. Un sistema più complesso di reporting e controllo è efficace solo se supportato da *un coerente sistema di corporate governance* come ad esempio la proprietà dispersa, le procedure di monitoraggio, la presenza di investitori istituzionali attivi e un mercato dei gestori professionali.

Le procedure di monitoraggio e controllo possono prevenire potenziali perdite ed espropriazioni per la società e i soci di minoranza; il monitoraggio è efficace solo se affiancato dalla presenza e dall'intervento di amministratori indipendenti. La presenza di amministratori indipendenti nel CdA, che implica una migliore corporate governance riduce la probabilità di realizzazione di transazioni espropriative tra i manager e la società (Kohlbeck e Mayhew, 2004).

È raro, tuttavia, trovare amministratori che siano realmente indipendenti; questi sono spesso collegati all'azionista di controllo e/o al CEO e reclutati attraverso contatti personali o amicizie.

Analogamente, al fine di diminuire i rischi di espropriazione associati alle OPC, l'attività di monitoraggio da parte degli amministratori indipendenti non è sufficiente se non è accompagnata da una forte protezione giuridica dei diritti degli azionisti e da efficaci meccanismi di comunicazione tra gli amministratori e i soci (Kim et al. 2006).

Non necessariamente, maggiori obblighi vincolanti (ad esempio, l'approvazione unanime dell'assemblea o del CdA) rappresentano una soluzione efficace al problema. È possibile che la società sia incentivata a nascondere i rapporti tra le controparti o nominare un fiduciario per essere più flessibile, questo causerebbe un aumento nei costi di monitoraggio se le esistenti procedure di audit non sono abbastanza robuste (Moyes 2008; Beasley et al. 2001).

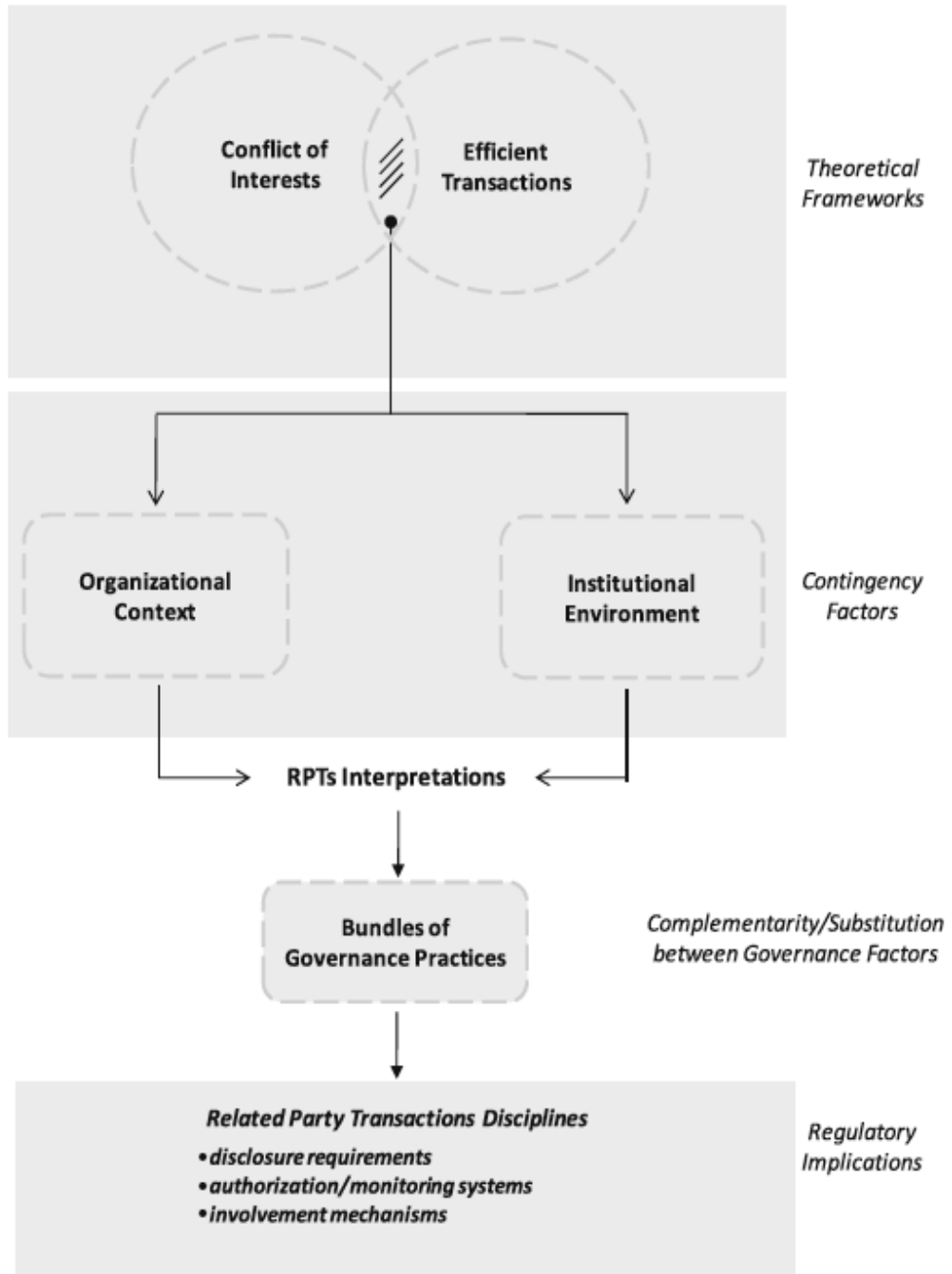
Infine, l'approccio contingente valuta l'efficacia/efficienza delle discipline sulle OPC in base alla presenza di altri fattori di governance:

- *Contesto organizzativo.* Nelle società quotate, la presenza di azionisti di minoranza comporta regole più severe. Nelle società con capitale non diffuso o dove possono partecipare solo investitori professionali è necessario, invece, un approccio meno stringente. Bisognerebbe considerare il contesto organizzativo proponendo un approccio specifico a seconda che si tratti di PMI o multinazionali.
- *Ambiente istituzionale.* Le soluzioni dovrebbero considerare la probabilità del rischio e dei danni correlati. Ridurre gli obblighi sulla disclosure o concedere deroghe per alcuni soggetti può essere giustificato quando il rischio percepito è minimo. Pertanto, a seconda dell'ambiente istituzionale, l'esonero di una società controllata dallo Stato può essere ragionevole in alcuni paesi ma non è consigliabile in altri (come in Cina dove le attività di tunnelling e earning management sono frequenti anche in società statali).
- *Complementarietà/sostituzione.* Dove la stessa operazione è già regolata da leggi o regolamenti specifici, la disciplina sulle OPC non deve introdurre obblighi ridondanti sulla stessa materia (come sulla remunerazione degli amministratori). Allo stesso tempo, un'efficace/efficiente regolamento sulle OPC dovrebbe sempre considerare la complementarità con altri strumenti di governo societario al fine di aumentare l'utilità totale delle pratiche di governance.

Riassumendo, una disposizione efficace richiede alle società una disclosure adeguata e procedure di monitoraggio, controllo e autorizzazione idonee; ma deve essere supportata dalla presenza d'istituzioni che tutelino gli investitori e strutture di governo societario che limitino possibili espropriazioni come la presenza di amministratori indipendenti e meccanismi di comunicazione tra amministratori e soci.

L'immagine seguente riepiloga l'approccio contingente mostrando il framework teorico, i fattori considerati nell'analisi delle OPC e le implicazioni normative.

Figura 3.5.1 la prospettiva contingente (da *RPT under a contingency perspective*. Pizzo, 2011)



## 4. Le disposizioni in tema di trasparenza

Il legislatore ha cercato di potenziare il contenuto informativo del bilancio attraverso le disposizioni in tema di trasparenza, che impongono all'organo amministrativo l'obbligo di dar conto nei documenti di bilancio delle operazioni compiute in presenza di interessi degli amministratori e in generale con parti correlate (artt. 2391 e 2391-bis c.c.).

Queste disposizioni individuano alcune informazioni essenziali che devono essere fornite nei documenti di bilancio, la cui assenza può costituire motivo di nullità dello stesso per violazione dei principi di redazione (Baudino e Frascinelli, 2008).

L'art. 2391-bis richiede che “gli organi di amministrazione delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio adottino, 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, “i principi 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.”

Tale articolo, inserito nel codice civile a seguito della riforma del diritto societario, ha, infatti, demandato alla Consob l'individuazione dei principi generali in tale materia. Per individuare le “parti correlate” si rinvia alla definizione contenuta nel Principio IAS 24.

La finalità del Principio IAS 24 è di assicurare che il bilancio contenga le informazioni integrative necessarie a evidenziare la possibilità che la sua situazione patrimoniale, finanziaria ed economica possa essere influenzata dall'esistenza di parti correlate e da operazioni e saldi in essere con tali parti.

L'operazione con parti correlate è definita come *“un trasferimento di risorse, servizi o obbligazioni tra un'entità che redige il bilancio e una parte correlata, indipendentemente dal fatto che sia stato pattuito un corrispettivo.”*

Rientrano nella definizione, una serie di operazioni tra le quali gli acquisti o vendite di beni (finiti o semilavorati), gli acquisti o vendite di immobili e altre attività, la prestazione o ottenimento di servizi, i leasing, i trasferimenti per ricerca e sviluppo, i trasferimenti a titolo di licenza, i finanziamenti (inclusi i prestiti e gli apporti di capitale in denaro o in natura), le

clausole di garanzia o pegno; gli impegni ad intervenire se si verifica o meno un particolare evento futuro e l'estinzione di passività.

Con *parte correlata* si intende una persona o entità che è correlata all'entità che redige il bilancio:

- I. Una persona o uno stretto familiare di quella persona sono correlati a un'entità che redige il bilancio se tale persona<sup>1</sup>:
  - ha il controllo o il controllo congiunto dell'entità che redige il bilancio<sup>2</sup>;
  - ha un'influenza notevole sull'entità che redige il bilancio<sup>3</sup>; o
  - è uno dei dirigenti con responsabilità strategiche dell'entità che redige il bilancio o di una sua controllante<sup>4</sup>.
  
- II. Un'entità è correlata a un'entità che redige il bilancio se si applica una qualsiasi delle seguenti condizioni:
  - l'entità e l'entità che redige il bilancio fanno parte dello stesso gruppo;
  - un'entità è una collegata o una joint venture dell'altra entità (o una collegata o una joint venture facente parte di un gruppo di cui fa parte l'altra entità);
  - entrambe le entità sono joint venture di una stessa terza controparte;
  - un'entità è una joint venture di una terza entità e l'altra entità è una collegata della terza entità;

---

<sup>1</sup> Si considerano familiari stretti di una persona quei familiari che ci si attende possano influenzare, o

- i figli e il coniuge o il convivente di quella persona;
- i figli del coniuge o del convivente di quella persona; e
- le persone a carico di quella persona o del coniuge o del convivente di quella persona.

<sup>2</sup> Il controllo è il potere di determinare le politiche finanziarie e gestionali di un'entità al fine di ottenere i benefici dalle sue attività.

Il controllo congiunto è la condivisione, stabilita contrattualmente, del controllo su un'attività economica.

<sup>3</sup> L'influenza notevole è il potere di partecipare alla determinazione delle politiche finanziarie e gestionali di un'entità senza averne il controllo. Un'influenza notevole può essere ottenuta attraverso il possesso di azioni, tramite clausole statutarie o accordi.

<sup>4</sup> I dirigenti con responsabilità strategiche sono quei soggetti che hanno il potere e la responsabilità, direttamente o indirettamente, della pianificazione, della direzione e del controllo delle attività dell'entità, compresi gli amministratori (esecutivi o meno) dell'entità stessa.



- l'entità è rappresentata da un piano per benefici successivi alla fine del rapporto di lavoro a favore dei dipendenti dell'entità che redige il bilancio o di un'entità ad essa correlata. Se l'entità che redige il bilancio è essa stessa un piano di questo tipo, anche i datori di lavoro che la sponsorizzano sono correlati all'entità che redige il bilancio;
- l'entità è controllata o controllata congiuntamente da una persona identificata al primo punto;
- una persona identificata al primo punto ha un'influenza significativa sull'entità o è uno dei dirigenti con responsabilità strategiche dell'entità (o di una sua controllante).

Il principio esclude esplicitamente fattispecie che non rappresentano operazioni con parti correlate, ovvero quando:

- due entità hanno in comune un amministratore o un altro dirigente con responsabilità strategiche,
- le operazioni vengono poste in essere con finanziatori, sindacati, imprese di pubblici servizi, ministeri e agenzie di Stato che non controllano congiuntamente né influenzano notevolmente l'entità che redige il bilancio,
- l'altra parte è un cliente, fornitore, franchisor, distributore o agente generale con il quale l'entità effettua un rilevante volume di affari, semplicemente in ragione della dipendenza economica che ne deriva.

## 4.1 Scopo dell'informativa di bilancio richiesta dallo IAS 24

Il Principio IAS 24 richiede che vengano fornite informazioni integrative su rapporti, operazioni e saldi in essere con parti correlate, inclusi gli impegni, nel bilancio consolidato e separato di una controllante, di una partecipante in una joint venture o di un investitore.

La conoscenza delle operazioni e dei rapporti di un'entità con delle parti correlate può incidere sulla valutazione delle sue attività da parte degli utilizzatori del bilancio, oltre che sulla valutazione dei rischi e delle opportunità a cui l'entità va incontro.

Infatti, un rapporto con una parte correlata può avere un effetto sulla situazione patrimoniale-finanziaria e sul risultato economico dell'entità. Le parti correlate possono portare a termine operazioni che società indipendenti non compierebbero. Inoltre, operazioni tra parti correlate possono non essere effettuate ai medesimi corrispettivi rispetto a quelle intercorrenti tra parti indipendenti.

Il risultato economico e la situazione patrimoniale-finanziaria di un'entità possono essere influenzati da rapporti con parti correlate anche nel caso in cui non si verificano operazioni con le stesse. La semplice esistenza del rapporto può essere sufficiente a condizionare le operazioni dell'entità con parti terze. Per esempio, una controllata può interrompere i propri rapporti con una controparte commerciale a partire dal momento dell'acquisizione da parte della capogruppo di un'altra controllata che svolge la stessa attività della precedente controparte. In alternativa, una parte può astenersi dal compiere determinate operazioni a causa dell'influenza notevole di un'altra; per esempio, una controllata può essere istruita dalla sua controllante a non impegnarsi in attività di ricerca e sviluppo o di altro tipo per ragioni strategiche.

## 5. La Regolamentazione delle OPC

In Italia il processo di regolamentazione delle operazioni con parti correlate è avvenuto in maniera sequenziale, in seguito all'adozione delle relative direttive europee 2006/46.

Le comunicazioni Consob dal 1993 al 1998, con obiettivo la maggiore trasparenza delle operazioni con parti correlate nei bilanci delle società, hanno rivestito un ruolo importante nel processo di evoluzione della normativa.

L'ultimo regolamento del 2011 si prefissava di raggiungere due obiettivi all'epoca non ancora raggiunti: garantire maggiore trasparenza e la correttezza sostanziale delle transazioni.

### 5.1 Evoluzione degli interventi normativi

La disciplina delle operazioni con parti correlate si è concentrata inizialmente sul profilo della trasparenza e solo in seguito sulla loro correttezza sostanziale e procedurale.

Inizialmente, a partire dal 1993, la Consob ha richiamato l'attenzione delle società di revisione sulle OPC, le quali avrebbero potuto configurare fatti censurabili.<sup>5</sup>

I successivi interventi hanno poi interessato il profilo dei controlli interni e dell'informazione riguardanti le OPC, sia in termini d'informativa sulle operazioni poste in essere nell'esercizio delle deleghe, sia riguardo i contenuti della relazione del collegio sindacale in occasione dell'approvazione del bilancio.<sup>6</sup>

A partire dal 2002, la Consob ha inserito nel Regolamento Emittenti una specifica previsione (art. 71-bis) volta ad assicurare l'informativa al pubblico in caso di realizzazione di OPC di rilievo, ovvero quelle operazioni che “per oggetto, corrispettivo, modalità o tempi di realizzazione possono avere effetti sulla salvaguardia del patrimonio aziendale o sulla completezza e correttezza delle informazioni, anche contabili, relative all'emittente”. In tali casi, infatti, le società quotate sono tenute a pubblicare un documento informativo contenente, tra l'altro, informazioni di dettaglio sulle caratteristiche, le modalità e le condizioni dell'operazione, sulle sottese motivazioni economiche, nonché sulle modalità di determinazione del corrispettivo e la sua congruità.

Nel quadro dell'applicazione alle società quotate italiane del Regolamento n. 1606/2002 in materia di principi contabili internazionali, la Consob, nel corso del 2006<sup>7</sup>, ha richiesto di evidenziare nei prospetti di stato patrimoniale, conto economico e rendiconto finanziario,

---

5 (Cfr. Comunicazione Consob n. 93002422/1993).

6 Il riferimento è alle Comunicazioni Consob n. 97001574/1997 (“Raccomandazioni in materia di controlli societari”), n. 98015554/1998 (“dai collegi sindacali”).

<sup>7</sup> delibera Consob n. 15519/2006 (“Disposizioni in materia di schemi di bilancio da emanare in attuazione dell'art. 9, comma 3, del decreto legislativo n. 38 del 28 febbraio 2005”).

l'ammontare delle posizioni o transazioni con parti correlate derivanti da eventi od operazioni non ricorrenti ovvero che non si ripetono frequentemente nel consueto svolgimento dell'attività.

La Consob con una specifica comunicazione ha poi richiesto alle società di fornire alcune dettagliate informazioni sugli effetti delle operazioni con parti correlate (così come sulle operazioni significative non ricorrenti e/o atipiche e inusuali).

Infine, merita di essere ricordata la disciplina contenuta nel nuovo art. 154-ter ("Relazioni finanziarie") del Testo Unico della Finanza (decreto legislativo n. 58/1998 il "TUF"), introdotta all'atto del recepimento della cd. direttiva "Transparency"<sup>8</sup>. Tale disposizione, infatti, prevede obblighi informativi sulle OPC rilevanti di cui gli emittenti devono dar conto nelle relazioni intermedie e conferisce alla Consob la potestà di definire il contenuto di tali informazioni.

Riguardo alle disposizioni sulla correttezza procedurale e sostanziale delle OPC, occorre evidenziare che, fino al 2006, la materia era stata considerata unicamente dal Codice di Autodisciplina di Borsa Italiana il quale già dall'edizione del 2002 ha dettato alcune raccomandazioni.

Nel 2006, con la nuova edizione del Codice di autodisciplina, sono stati evidenziati più precisamente i comportamenti cui le società quotate sono tenute per dare operativamente sostanza ai principi di correttezza sostanziale e procedurale in tema di operazioni con parti correlate.

In particolare, è stato riaffermato il ruolo dell'organo amministrativo nell'individuazione e implementazione di procedure volte a garantire la trasparenza e il rispetto dei criteri di correttezza sostanziale e procedurale. Inoltre, l'organo amministrativo ha il compito di definire le modalità di approvazione e di esecuzione delle OPC poste in essere.

---

<sup>8</sup> Direttiva 2004/109/CE sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato.

## 5.2 Il nuovo Regolamento Consob<sup>9</sup>

In data 12 marzo 2010, Consob, con delibera n. 17221, ha approvato il *Regolamento* sulle operazioni con parti correlate.

L'esigenza primaria del Regolamento è, pertanto, quella di predisporre un organico insieme di norme contenente:

- i principi in materia di procedure che le società devono adottare al fine di assicurare condizioni di correttezza nell'intero processo di realizzazione delle operazioni con parti correlate, ossia il regime procedurale;
- gli obblighi in tema di informativa al mercato per tale tipologia di operazioni, ossia il regime di trasparenza.

Esaminando ora la disciplina positiva prevista nel Regolamento, si segnala che il suo ambito di applicazione soggettivo comprende le società italiane che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, secondo la definizione di cui all'art. 2325-bis Codice Civile; sono, pertanto, soggette alle nuove disposizioni regolamentari:

- le società italiane con azioni quotate in mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell'Unione Europea; e
- le società italiane con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante (secondo la definizione di cui all'art. 2-bis del Regolamento Emittenti Consob).

Quanto alle nozioni di “parte correlata” e di “operazione con parte correlata”, le stesse fanno riferimento a quelle contenute nello IAS 24 alle quali sono stati apportati alcuni adeguamenti, dovendo tener conto del generale quadro normativo nazionale.

In particolare, un soggetto è “*parte correlata*” a una società 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;

---

<sup>9</sup> Regolamento Operazioni Parti Correlate

<http://www.nortonrosefulbright.com/knowledge/publications/27669/la-nuova-disciplina-consob-sulle-operazioni-con-parti-correlate>

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

Per “*operazione con una parte correlata*” si intende, invece, qualunque trasferimento di risorse, servizi o obbligazioni fra parti correlate, indipendentemente dal fatto che sia stato pattuito un corrispettivo.

Si considerano quindi incluse:

- le operazioni straordinarie (operazioni di fusione, di scissione per incorporazione o di scissione in senso stretto non proporzionale), ove realizzate con parti correlate;
- ogni decisione relativa all'assegnazione di remunerazioni e benefici economici ai componenti degli organi di amministrazione e controllo e ai dirigenti con responsabilità strategiche.

Per la nozione di “*amministratori indipendenti*” la nuova disciplina richiede quanto meno i requisiti di indipendenza stabiliti per i sindaci dall'art. 148, comma 3 del D. Lgs 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni ed integrazioni (il TUF) e, per le società che aderiscano a codici di comportamento promossi da società di gestione di mercati regolamentati o a associazione di categoria, i requisiti più stringenti previsti da tali codici.

## 5.2.1 Regimi di Trasparenza<sup>10</sup>

Con riguardo ai profili di trasparenza nei confronti del mercato, il Regolamento ha introdotto un doppio regime di trasparenza per le operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza, applicando più stringenti obblighi informativi rispetto a quanto previsto nella previgente disciplina:

- Un'informativa immediata, tramite la diffusione al mercato di un "*Documento Informativo*" entro sette giorni dall'approvazione dell'operazione da parte dell'organo competente o dalla stipula del contratto, ovvero entro 15 giorni in caso di cumulo di più operazioni con una stessa parte correlata.  
Il documento deve descrivere le caratteristiche dell'operazione, le motivazioni economiche e la convenienza per la società dell'operazione, le modalità di determinazione del corrispettivo, il parere degli esperti indipendenti e degli eventuali consulenti;
- Un'informativa periodica nell'ambito della *relazione sulla gestione* intermedia o annuale. In particolare, le società devono fornire nella relazione sulla gestione un'informazione analitica sulle singole operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate concluse nel periodo di riferimento, specificando quali operazioni concluse nel periodo di riferimento abbiano influito in misura rilevante sulla situazione patrimoniale o sui risultati della società, nonché un'informativa su qualsiasi modifica o sviluppo delle operazioni con parti correlate descritte nell'ultima relazione annuale che abbiano avuto un effetto rilevante sulla situazione economico-patrimoniale nel periodo di riferimento.

Il Regolamento prevede, inoltre, un obbligo generale in capo ai consigli di amministrazione o ai consigli di gestione delle società di adottare procedure che assicurino la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate.

A seconda dell'importanza delle operazioni con parti correlate e della tipologia di società, vengono distinte quattro diverse procedure:

- I. una procedura *generale* per le operazioni "di minore rilevanza", intendendosi per tali quelle dove i parametri quantitativi utilizzati per definire le operazioni di maggioranza non superano determinate soglie;
- II. una procedura *speciale* per le operazioni di "maggiore rilevanza", intendendosi per tali quelle dove i parametri relativi al controvalore dell'operazione, al rapporto tra l'attivo

---

<sup>10</sup> da P. Montalenti, Società per azioni corporate governance e mercati finanziari, 2011

della parte correlata e l'attivo della società quotata e il rapporto tra le passività della parte correlata e la passività della società quotata superano la soglia del 5% (ovvero del 2,5% per le società controllate da un'altra società quotata);

- 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 *delibere-quadro*;

### 5.2.1.1 La procedura generale per le operazioni di minore rilevanza

La procedura generale è una procedura meno complessa rispetto a quella speciale e si applica in caso di operazioni di minore rilevanza.

Tale procedura prevede in sintesi che:

- 1) prima dell'approvazione dell'operazione, un comitato composto esclusivamente da amministratori non esecutivi e non correlati, in maggioranza indipendenti, esprima un motivato parere non vincolante sull'interesse della società al compimento dell'operazione, e sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni; anche con il supporto di esperti indipendenti.
- 2) siano fornite con congruo anticipo informazioni complete e adeguate all'organo deliberante e al comitato che deve esprimere il parere;
- 3) i verbali delle delibere di approvazione rechino un'adeguata motivazione sull'interesse della società al compimento dell'operazione, nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni;
- 4) sia fornita una completa informativa almeno trimestrale ad amministratori e sindaci sull'esecuzione delle operazioni;
- 5) qualora l'organo competente abbia approvato delle operazioni nonostante il parere contrario del comitato, sia messo a disposizione del pubblico, entro 15 giorni dalla chiusura di ciascun trimestre dell'esercizio, un documento contenente informazioni sulle operazioni approvate (relative, in particolare, alla controparte, all'oggetto, al corrispettivo ed alle ragioni sottostanti), pubblicando altresì il parere negativo del comitato



### 5.2.1.2 La procedura speciale per le operazioni di maggiore rilevanza

Per le operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza si applica una procedura speciale più rigorosa rispetto a quella generale la quale prevede, ad integrazione di quanto indicato ai punti 2), 3) e 4) di cui sopra, che:

- 1) un comitato composto esclusivamente da *amministratori indipendenti non correlati* (o uno o più componenti dallo stesso delegati) siano coinvolti nella fase delle trattative e nella fase istruttoria, ricevendo un completo e tempestivo flusso di informazioni e avendo la possibilità di chiedere chiarimenti e formulare osservazioni agli esecutivi;
- 2) la delibera, di competenza dell'organo amministrativo, sia assunta previo motivato parere favorevole del comitato che precede sull'interesse della società al compimento dell'operazione nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni
- 3) qualora l'organo amministrativo intenda approvare le operazioni di maggiore rilevanza malgrado l'avviso contrario degli indipendenti, l'operazione deve essere autorizzata, ex art. 2364, co. 1, n. 5 cod. civ., dall'assemblea, che delibera - oltre che con le maggioranze prescritte dal codice civile - anche con il voto favorevole della maggioranza dei soci non correlati (il meccanismo di c.d. *whitewash*).

Il Regolamento specifica che nell'ambito sia della procedura generale sia di quella speciale, i comitati possono avvalersi di esperti indipendenti di propria scelta remunerati dalla società e, nel caso in cui non dispongano di un numero di amministratori indipendenti e non correlati pari rispettivamente ad almeno due e tre, le stesse possono dotarsi di procedure che assicurino presidi equivalenti.

Quindi nonostante la decisione sull'operazione è riservata alla competenza dell'organo amministrativo, la decisione non può essere adottata senza il parere favorevole degli amministratori indipendenti, i quali diventano così titolari di un vero e proprio potere di veto sul compimento dell'operazione.

Gli statuti possono prevedere anche dei meccanismi per il superamento del veto degli amministratori indipendenti, in particolare riservando la competenza ultima a decidere dell'operazione all'assemblea. In particolare gli statuti possono prevedere che qualora il consiglio di amministrazione intenda procedere nonostante l'avviso contrario degli amministratori indipendenti, l'operazione sia sottoposta all'approvazione assembleare: ma in

questi casi è imperativo che l'assemblea approvi l'operazione, oltre che con le maggioranze prescritte dal codice civile, anche con il voto favorevole della maggioranza dei soci non correlati.

### 5.2.1.3 La procedura agevolata

La procedura agevolata è una procedura più flessibile che può essere adottate dalle seguenti tipologie di società:

- Società quotate di minori dimensioni (ossia con attivo dello stato patrimoniale e ricavi non superiori a € 500 milioni);
- Società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante;
- Società di recente quotazione, intendendosi per tali quelle con azioni quotate nel periodo compreso tra la data di inizio delle negoziazioni e la data di approvazione del bilancio relativo al secondo esercizio successivo a quello di quotazione.

L'agevolazione consiste nella facoltà, per tali società, di adottare la procedura generale prevista per le operazioni di minore rilevanza anche per quelle di maggiore rilevanza. Ciò al fine di non gravare le società di minori dimensioni e quelle con azioni diffuse, normalmente meno strutturate sul piano della corporate governance, di eccessivi costi organizzativi. Quanto alle società neo-quotate, tale agevolazione è finalizzata a garantire alle stesse di poter disporre di un sufficiente periodo di tempo per adeguare la struttura e l'organizzazione dei propri organi sociali alle funzioni ed alle responsabilità richieste dai principi fissati dal Regolamento.

### 5.2.1.4 Le procedure per operazioni oggetto di delibere-quadro

Il Regolamento disciplina, altresì, l'ipotesi in cui alcune operazioni con parti correlate siano oggetto di delibere-quadro. Anche per tali ipotesi la nuova disciplina richiede che le società individuino specifiche procedure volte a garantire la correttezza sostanziale delle operazioni che rientrano in tali delibere-quadro. Al riguardo, ai sensi del Regolamento, le procedure devono almeno prevedere:

- regole conformi alle procedure generali e speciali previste rispettivamente per le operazioni di minore rilevanza e di maggiore rilevanza, a seconda del prevedibile

ammontare massimo delle operazioni oggetto della delibera, cumulativamente considerate;

- che le delibere quadro non abbiano un'efficacia superiore ad un anno e si riferiscano ad operazioni sufficiente determinate;
- che le singole operazioni concluse nell'ambito di delibere-quadro siano oggetto di completa ed adeguata comunicazione al consiglio di amministrazione su base trimestrale.

## 5.2.2 Il regime delle esenzioni

Il Regolamento prevede, infine, diversi casi di esclusione in cui le nuove disposizioni in materia di operazioni con parti correlate non si applicano, oppure lasciano alle società la facoltà di decidere applicare la disposizione o meno; le esclusioni facoltative sono in alcuni casi rimesse alla deliberazione dell'organo di gestione in materia di procedure, in altri casi condizionate all'introduzione di un'espressa clausola statutaria.

Tra le principali ipotesi di esclusione si segnalano:

- l'assegnazione di compensi ai membri dell'organo amministrativo, nonché agli alti dirigenti in attuazione di politiche di remunerazione già approvate dell'assemblea;
- le operazioni di importo esiguo;
- i piani di compensi basati su strumenti finanziari approvati dall'assemblea;
- le operazioni ordinarie concluse a condizioni equivalenti a quelle di mercato o standard;
- le operazioni da realizzare sulla base di istruzioni con finalità di stabilità impartite da Autorità di Vigilanza;
- le operazioni urgenti, nei soli casi in cui l'operazione non sia di competenza dell'assemblea e a determinate condizioni;
- le operazioni con o tra società controllate, anche congiuntamente, o le operazioni con società collegate, qualora nelle società non vi siano interessi, qualificati come significativi in base ai criteri definiti dal Regolamento.
- specifiche esclusioni sono state, infine, previste per le operazioni relative alle obbligazioni degli esponenti bancari, poiché soggetti a diversa disciplina.

### 5.2.3 Individuazione delle operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza

Gli organi di Governance hanno l'obbligo di pianificare ed implementare delle procedure che permettano di individuare le operazioni con parti correlate e in particolare determinare quelle di maggiore rilevanza.

Nello specifico, il Regolamento Consob identifica gli indici di rilevanza che discriminano la tipologia di operazione; risultano essere operazioni di maggiore rilevanza quando *almeno uno* dei seguenti indici è superiore alla soglia del 5%:

- *Indice di rilevanza del controvalore*: è il rapporto tra il controvalore dell'operazione e il patrimonio netto tratto dall'ultimo stato patrimoniale pubblicato (consolidato, se redatto) dalla società ovvero, se maggiore, la capitalizzazione della società rilevata alla chiusura dell'ultimo giorno di mercato aperto compreso nel periodo di riferimento.  
Per le banche è il rapporto tra il controvalore dell'operazione e il patrimonio di vigilanza tratto dal più recente stato patrimoniale pubblicato.  
Se le condizioni economiche dell'operazione sono determinate, il controvalore dell'operazione è:
  - per le componenti in contanti, l'ammontare pagato alla/dalla controparte contrattuale;
  - per le componenti costituite da strumenti finanziari, il fair value determinato, alla data dell'operazione, in conformità ai principi contabili internazionali adottati;
  - per le operazioni di finanziamento o di concessione di garanzie, l'importo massimo erogabile.

Se le condizioni economiche dell'operazione dipendono in tutto o in parte da grandezze non ancora note, il controvalore dell'operazione è il valore massimo ricevibile o pagabile ai sensi dell'accordo.

- *Indice di rilevanza dell'attivo*: è il rapporto tra il totale attivo dell'entità oggetto dell'operazione e il totale attivo della società.

I dati da utilizzare devono essere tratti dal più recente stato patrimoniale pubblicato (consolidato, se redatto) dalla società; ove possibile, analoghi dati devono essere utilizzati per la determinazione del totale dell'attivo dell'entità oggetto dell'operazione.

Per le operazioni di acquisizione e cessione di partecipazioni in società che hanno effetti sull'area di consolidamento, il valore del numeratore è il totale attivo della partecipata,

indipendentemente dalla percentuale di capitale oggetto di disposizione.

Per le operazioni di acquisizione e cessione di partecipazioni in società che non hanno effetti sull'area di consolidamento, il valore del numeratore è:

- in caso di acquisizioni, il controvalore dell'operazione maggiorato delle passività della società acquisita eventualmente assunte dall'acquirente;
- in caso di cessioni, il corrispettivo dell'attività ceduta.

Per le operazioni di acquisizione e cessione di altre attività (diverse dall'acquisizione di una partecipazione), il valore del numeratore è:

- in caso di acquisizioni, il maggiore tra il corrispettivo e il valore contabile che verrà attribuito all'attività;
- in caso di cessioni, il valore contabile dell'attività.

- *Indice di rilevanza delle passività*: è il rapporto tra il totale delle passività dell'entità acquisita e il totale attivo della società. I dati da utilizzare devono essere tratti dal più recente stato patrimoniale pubblicato (consolidato, se redatto) dalla società; ove possibile, analoghi dati devono essere utilizzati per la determinazione del totale delle passività della società o del ramo di azienda acquisiti.

La soglia degli indici di rilevanza menzionati si riduce al 2,5% quando l'operazione in esame è conclusa con la società controllante quotata o con soggetti a quest'ultima correlata. Inoltre le società hanno la facoltà di determinare soglie di rilevanza inferiori a quelle indicate dalla Consob per operazioni che possano incidere sull'autonomia gestionale dell'emittente (ad esempio, cessione di attività immateriali quali marchi o brevetti).

In caso di più operazioni tra loro omogenee o realizzate in esecuzione di un disegno unitario, i risultati da esaminare per verificare il superamento delle soglie derivano dalla somma delle operazioni tra loro omogenee.

Ma qualora un'operazione o più operazioni tra loro cumulate, siano individuate come "di maggiore rilevanza" e tale risultato appaia evidentemente ingiustificato in considerazione di specifiche circostanze, la Consob può indicare, su richiesta della società, modalità alternative da seguire nel calcolo dei suddetti indici.

### 5.3 Il Documento Informativo

Nel Regolamento Consob, allegato 4, viene specificato che nei casi in cui la società quotata ponga in essere operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate debba predisporre ed emettere il c.d. *Documento Informativo* che deve presentare diverse sezioni esplicative:

- Definizione dei rischi connessi ai potenziali conflitti di interesse derivanti dall'operazione con parte correlata
- Descrizione delle caratteristiche, modalità, termini e condizioni dell'operazione.
- Indicazione delle parti correlate con cui l'operazione è stata posta in essere, della natura della correlazione e della natura e della portata degli interessi di tali parti nell'operazione.
- Indicazione delle motivazioni economiche e della convenienza dell'operazione per la società.
- Qualora l'operazione sia stata approvata in presenza di un avviso contrario degli amministratori o dei consiglieri indipendenti, un'analitica e adeguata motivazione delle ragioni per le quali si ritiene di non condividere tale avviso.
- Modalità di determinazione del corrispettivo dell'operazione e valutazioni circa la sua congruità rispetto ai valori di mercato di operazioni similari. Qualora le condizioni economiche dell'operazione siano definite equivalenti a quelle di mercato o standard, motivare adeguatamente tale dichiarazione fornendo oggettivi elementi di riscontro.
- Illustrazione degli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'operazione, fornendo almeno gli indici di rilevanza applicabili.
- Se l'ammontare dei compensi dei componenti dell'organo di amministrazione della società e/o di società da questo controllate è destinato a variare in conseguenza dell'operazione.
- Indicazione degli organi o degli amministratori che hanno partecipato alle trattative, istruito e/o approvato l'operazione specificando i rispettivi ruoli e sottolineando eventuali dissensi o astensioni.
- Se la rilevanza dell'operazione deriva dal cumulo di più operazioni compiute nel corso dell'esercizio con una stessa parte correlata, o con soggetti correlati sia a quest'ultima sia alla società, le informazioni indicate nei precedenti punti devono essere fornite con riferimento a tutte le predette operazioni.

Inoltre per valutare la congruità del corrispettivo e i risultati ottenuti, la società può far ricorso al supporto di esperti indipendenti. In tal caso è necessario sottolineare da chi e come sono stati selezionati gli esperti, e determinare se sussistono relazioni economiche, patrimoniali o finanziarie tra questi e le parti coinvolte nell'operazione o altre condizioni che possono minare la loro indipendenza

La relazione dell'esperto deve comunque evidenziare eventuali limiti nell'adempimento dell'incarico (ad esempio con riguardo all'accesso ad informazioni significative) e deve indicare i metodi di valutazione adottati evidenziando i risultati ottenuti e i possibili intervalli di riferimento.

La nuova disciplina riguardante le OPC garantisce quindi maggiore trasparenza e stabilisce un ruolo significativo ex ante agli amministratori indipendenti e agli azionisti. In particolare, gli azionisti non correlati intervengono nel caso in cui devono approvare (attraverso la maggioranza della minoranza) la transazione significativa che gli amministratori indipendenti non hanno approvato.

## 5.4 I principi OCSE e la valutazione della Disciplina

La disciplina permette di soddisfare i principi di Governo Societario dell'OCSE, in particolare:

principio III.A.2 (*Gli azionisti di minoranza dovrebbero essere tutelati da atti abusivi da parte, o nell'interesse, degli azionisti di controllo che agiscano direttamente o indirettamente, e dovrebbero disporre di efficaci rimedi giuridici*). Questo principio è solo in parte implementato; infatti, nonostante venga sottolineata la tutela degli azionisti di minoranza, la debolezza del sistema giudiziario non garantisce nella pratica strumenti efficaci contro gli abusi da parte degli amministratori.

Principio III.C (*I membri del consiglio di amministrazione e i principali dirigenti dovrebbero avere l'obbligo di informare il consiglio d'amministrazione di qualsiasi rilevante interesse, che essi potrebbero avere, direttamente, indirettamente o per conto di terzi, in qualsiasi transazione o questione concernente la società*). Questo principio appare essere pienamente implementato, in quanto l'omissione rappresenta un reato.

Principio V.A.5 (*La diffusione di informazioni dovrebbe comprendere, ma non limitarsi a, informazioni rilevanti su ... Operazioni con Parti Correlate*). Le disposizioni sulla disclosure sono ampie e vengono richieste informazioni complete sulle OPC. Si riscontra invece una carenza su come vengono definite le operazioni al valore di mercato (at arm's length).

Principio VI.D.6 (*Il consiglio d'amministrazione deve svolgere alcune funzioni fondamentali, tra le quali ... monitorare e gestire i potenziali conflitti d'interessi dei principali dirigenti, dei membri del consiglio di amministrazione e degli azionisti, ivi compresi l'utilizzo improprio dei beni della società e gli abusi compiuti nell'ambito di transazioni con parti correlate*).

Questo principio è implementato dalle disposizioni legislative ma restano degli interrogativi sui doveri degli amministratori nei gruppi, ovvero quando le loro azioni potrebbero recare un pregiudizio ai soci di minoranza.

In definitiva, la principale novità della disciplina riguarda la selezione delle OPC soggette a disclosure: non più individuate tramite un approccio qualitativo bensì tramite criteri quantitativi che riducono la soggettività e l'incertezza del procedimento.

Inoltre, come afferma L'OCSE "è importante per il mercato sapere se la società è gestita tenendo debitamente conto degli interessi dell'insieme degli investitori. A tal fine è necessario che l'impresa diffonda al mercato tutte le informazioni concernenti le transazioni rilevanti compiute con parti correlate, per singola operazione o per blocchi di operazioni, e indichi, in particolare, se sono state attuate al prezzo che sarebbe stato concordato tra imprese tra loro indipendenti per operazioni analoghe e alle normali condizioni di mercato."

Al riguardo della correttezza sostanziale, il Codice richiama il fatto che la prassi segnala molteplici "tecniche" volte ad assicurare la fairness sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate: il rimettere al consiglio di amministrazione la preventiva approvazione delle operazioni di maggiore rilievo (queste poi individuate mediante parametri vuoi quantitativi vuoi qualitativi, vuoi ancora quali-quantitativi); il riconoscimento al comitato per il controllo interno di un ruolo di oversight e di indirizzo nella conduzione delle operazioni in esame, da esercitarsi sulla base delle informazioni ricevute dal management; la diversificazione di ruoli e responsabilità decisionali a seconda della tipologia di operazioni considerate (per esempio, modulando l'intervento del comitato per il controllo interno a seconda che l'operazione rientri o meno nel cd. ordinary course of business); il ricorso ad esperti indipendenti (eventualmente selezionati dagli amministratori indipendenti); la previsione di un parere preventivo del comitato per il controllo interno, eventualmente dotandolo di efficacia vincolante per quelle operazioni che superino determinate soglie di rilevanza; l'affidamento delle trattative ad uno o più amministratori indipendenti (o comunque privi di legami con la parte correlata); la previsione di opportuni presidi in termini di reporting a garanzia della trasparenza, da un lato, e della verificabilità della correttezza delle operazioni, dall'altro.

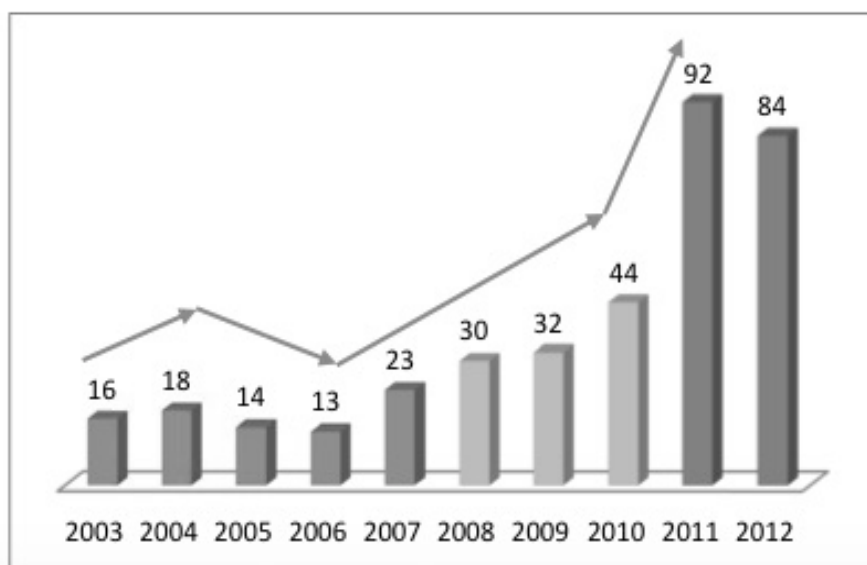


## 5.5 Possibili sviluppi della disciplina

Uno studio recente (Bava, 2013) ha reso evidente i progressi e i punti di debolezza della disciplina Consob. È stata analizzata la disciplina valutando se è stato raggiunto l'obiettivo di aumentare la trasparenza, accertandosi che vi sia stato un aumento del numero di documenti informativi emessi e determinando se i valori soglia introdotti dalla disciplina garantiscano un appropriato livello di disclosure.

Si è notato che dal 2003 al 2010 i documenti sulle OPC divulgati al mercato sono stati 110 con una media di 14 documenti per anno, mentre durante il biennio successivo alla riforma i documenti informativi sono stati 176 (92 nel 2011 e 84 nel 2012).

Figura 5.5.1 andamento della pubblicazione dei documenti informativi (da *Disclosure on Related Party Transactions: Evidence from Italian Listed Companies*, Bava 2013)



Questo sostanziale aumento è motivato dall'introduzione di *metodi quantitativi* che hanno permesso di individuare le OPC in maniera oggettiva, sostituendo i metodi qualitativi in vigore in precedenza.

In ogni caso, l'aumento delle informazioni sulle OPC può essere dovuto parzialmente anche da altri fattori come la variazione del numero delle società quotate soggette all'obbligo di disclosure e da trends sulle comunicazioni al mercato.

È stata poi analizzata la magnitudine delle OPC (in termini di effetti economico/finanziari sul conto economico) divulgate al mercato. Sono state considerate solamente le società commerciali e industriali, escludendo quelle finanziarie che sono soggette ad ulteriori norme e utilizzano approcci differenti per gestire le OPC.

È stato mostrato che nelle società italiane quotate le OPC rappresentano una pratica ricorrente, infatti queste transazioni rappresentano in media il 17% dei ricavi e l'8,6% dei costi (calcolato come media ponderata del rapporto tra la voce con parti correlate e il totale della stessa voce di bilancio).

Si riscontra che del totale delle operazioni concluse con parti correlate, il mercato è stato informato tramite il Documento Informativo solo di una minima parte: risulta che dei ricavi con parti correlate il 4,9% è stato oggetto di disclosure mentre per i costi meno del 2%.

Dall'analisi risulta evidente che il mercato non è a conoscenza di tutte le transazioni concluse con parti correlate. Questo è possibile perché la disciplina esclude dalla disclosure obbligatoria le operazioni ricorrenti (legate alla normale conduzione del business) e quelle che non superano i valori soglia sopracitati.

L'attuale disciplina non permetterebbe quindi di discriminare tra operazioni non lesive e operazioni potenzialmente rischiose, considerando in maniera omogenea tutte le circostanze in cui queste transazioni sono concluse.

Si ritiene, infatti, che l'esistenza di un valore soglia fisso, da applicare indistintamente a tutte le società e a tutte le operazioni, rappresenti un limite della disciplina. È essenziale quindi individuare soglie quantitative che contemplino diversi elementi che possono influenzare lo scopo e la funzionalità delle OPC.

In particolare, un nuovo modello, dovrebbe considerare delle variabile correttive che riflettano il rischio di esposizione in determinate situazioni in cui le OPC vengono concluse. Queste variabili dovrebbero andare poi a modificare il valore soglia di partenza (dell'attuale 5%)

Gli elementi da considerare in un approccio quantitativo legato al rischio sono almeno i seguenti:

- 1) la situazione economico-finanziaria della società;
- 2) il tipo di operazione effettuata;
- 3) le caratteristiche della parte correlata;
- 4) la tempistica dell'operazione.

La predisposizione a utilizzare le OPC come strumento d'abuso, è influenzata dalla stabilità economico-finanziaria della società. In particolare, le società possono usare le OPC per ottenere risultati economici superiori e apparire in una migliore situazione reddituale complessiva quando hanno problemi finanziari.

Lo studio propone di valutare la salute aziendale tramite indici come lo *Z-score*; a seconda del valore ottenuto, che misura l'equilibrio economico-finanziario della società, si applicherà una riduzione dell'indice soglia per le società che mostreranno livelli di rischio superiori.

Considerando la tipologia di OPC, a seconda del livello di rischio che contraddistingue la transazione, si applicherà una riduzione ulteriore al livello soglia ottenuto. Per esempio, potrebbe essere opportuna una riduzione del 50% del valore soglia (dal 5% al 2,5%) se la OPC ha effetti rilevanti nel contesto strategico.

La stessa analisi dovrebbe essere poi condotta sulla parte correlate con la quale la società intende concludere l'operazione. Bisogna quindi considerare quali sono le parti che potrebbero condurre a transazioni più rischiose: ad esempio transazioni con consociate sono potenzialmente più rischiose, e per questo bisognerebbe ridurre ulteriormente il valore soglia, in queste situazioni, per poter comunicare l'operazione agli investitori.

Infine, bisogna considerare la tempistica dell'operazione: studi hanno riscontrato che bisogna 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. Per questo motivo, le operazioni concluse nell'ultimo trimestre potrebbero essere più rischiose e bisognerebbe tenere in considerazione questa tipologia di rischio nel calcolo del valore soglia.

In definitiva questo modello, considerando i rischi collegati alle OPC, migliora l'approccio quantitativo esistente, permettendo di individuare soluzioni specifiche rispetto alle diverse circostanze in cui le aziende sono coinvolte (Bava, 2013).



# CAPITOLO II

---

## **1. Metodologia di analisi delle sezioni del Documento Informativo**

Il seguente capitolo si vuole focalizzare sull'informativa offerta nei documenti informativi emessi dalle società quotate, con lo scopo di determinare un modello che possa rappresentare la relazione esistente tra qualità della disclosure sulle OPC e determinate variabili di controllo.

Per far ciò, sono state innanzitutto individuate le società quotate che dall'entrata in vigore del nuovo regolamento Consob (2010) fino al 2014 hanno realizzato operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza, e quindi obbligate alla redazione e pubblicazione del documento informativo.

Attraverso il database di Borsa Italiana è stata ottenuta la lista delle società interessate. In seguito, sono stati scaricati i documenti informativi dalla sezione "corporate governance" dedicata alle OPC nei siti delle società individuate.

Sono state escluse le società appartenenti al settore finanziario, le quali sono soggette ad ulteriori norme e possono gestire le OPC in maniera differente.

Nel periodo considerato sono stati emessi 119 documenti informativi da parte di 79 società quotate non finanziarie.

In seguito sono stati esclusi dall'analisi i documenti informativi redatti in conformità al regolamento del 1999 che non presentavano le informazioni richieste dall'ultimo regolamento Consob del 2010.

Sui 101 documenti rimanenti è stata fatta un'analisi empirica sulle sezioni richieste dal Regolamento.

È stata realizzata una matrice che permette di ottenere un indice sulla qualità della disclosure per ogni documento informativo: la matrice è composta di n righe, uguale al numero di OPC, e m colonne, ovvero il numero di voci da analizzare. In colonna sono riportate, oltre alle sezioni su cui è eseguita la valutazione, anche il relativo punteggio attribuibile.

Nelle celle devono essere inseriti i punteggi sulla qualità dell'informativa offerta, i quali saranno attribuiti considerando i criteri di valutazione. Infine le celle dell'ultima colonna raccoglieranno le somme dei punteggi ottenuti nelle singole sezioni. Questo punteggio cumulativo sarà considerato l'indice sulla qualità della disclosure del documento informativo.

Tabella 1.1: matrice sulla valutazione della disclosure

	Rischi	Operazione							CdA			Facoltativi		Indice Disclosure
	0. elencazione	1. avvertenze	2.1 caratteristiche	2.2 parti correlate	2.3 motivazioni	2.4 corrispettivo	2.5 effetti	2.5.1 indici	2.6 compensi	2.7 strumenti fin.	2.8 trattative	parere comitato	relazioni esperti	
Punteggio attribuibile	0-1	1-2-3	1-2-3	1-2-3	1-2-3	1-2-3	1-2-3	0-1	0-1	0-1	1-2-3	0-1-2	0-1-2	
OPC 1														
OPC 2														
..														
..														
..														
..														
..														
..														
..														
OPC n-1														
OPC n														

# Sezione	Punteggio e Criterio di valutazione dell'informativa				
<b>0. elencazione</b>	<b>0</b>	Sezioni assenti	<b>1</b>	tutte le sezioni	
<b>1. avvertenze</b>	<b>1</b>	rischio non definito	<b>2</b>	rischio di conflitto di interesse	<b>3</b> ulteriori rischi
<b>2.1 caratteristiche</b>	<b>1</b>	minima	<b>2</b>	soddisfacente	<b>3</b> completo in tutte le voci
<b>2.2 parti correlate</b>	<b>1</b>	minima	<b>2</b>	soddisfacente	<b>3</b> info extra
<b>2.3 motivazioni</b>	<b>1</b>	non chiaro	<b>2</b>	chiaro e dati qualitativi	<b>3</b> dati quantitativi
<b>2.4 corrispettivo</b>	<b>1</b>	valori di mercato	<b>2</b>	tramite calcolo	<b>3</b> diverse metodologie o attestazioni
<b>2.5 effetti</b>	<b>1</b>	minimo	<b>2</b>	chiaro e dati qualitativi	<b>3</b> dati quantitativi
<b>2.5.1 indici</b>	<b>0</b>	assente	<b>1</b>	presente	
<b>2.6 compensi</b>	<b>0</b>	assente	<b>1</b>	presente	
<b>2.7 strumenti</b>	<b>0</b>	assente	<b>1</b>	presente	
<b>2.8 trattative</b>	<b>1</b>	minima	<b>2</b>	soddisfacente	<b>3</b> completo
<b>Parere comitato</b>	<b>0</b>	assente	<b>1</b>	minima	<b>2</b> dati quantitativi
<b>Relazione esperti</b>	<b>0</b>	assente	<b>1</b>	usato ma non allegato	<b>2</b> allegato al documento

Il punteggio per singola sezione è attribuito utilizzando dei *criteri di valutazione* meglio descritti nei paragrafi seguenti. Sono stati inoltre riportati degli esempi che permettono di comprendere le determinanti per ogni voce che hanno portato all'assegnazione di un punteggio piuttosto che un altro.

#### *Sezione 0. Elencazione*

Nella colonna elencazione, è stato assegnato un giudizio pari a 1 quando nei documenti informativi sono state presentate tutte le voci richieste dal Regolamento, mentre è stato assegnato 0 se alcune sezioni sono state omesse o non è stato rispettato l'ordine richiesto. Ad esempio *SNAM* ha ottenuto 0 punti perché non ha inserito tutte le voci dovute e in particolare nel documento è stata omessa la sezione sugli strumenti finanziari detenuti dagli amministratori.

#### *Sezione 1. Avvertenze*

Nella sezione sulle avvertenze le società hanno dovuto evidenziare i rischi connessi ai potenziali conflitti d'interesse derivanti dall'operazione.

È stato assegnato un valore pari a 1 quando le società hanno affermato che l'operazione non ha presentato rischi legati ai conflitti di interesse o che gli eventuali rischi non sono ritenuti "diversi da quelli tipicamente inerenti ad operazioni tra parti correlate", senza darne una spiegazione o giustificazione minima. È stato attribuito un valore pari a 2 quando, oltre ad avere ammesso il potenziale rischio di conflitti di interesse, la società ha anche spiegato l'origine del conflitto e ha esposto come tale rischio è stato mitigato. Il punteggio pari a 3 nella sezione avvertenze è stato assegnato quando, oltre ai dati precedenti, sono stati valutati ulteriori rischi che potevano caratterizzare l'operazione.

Ad esempio la società *SIAS* ha ottenuto 3 punti nella sezione avvertenze per un'OPC di finanziamento perché, oltre ad aver analizzato in maniera approfondita i rischi di conflitto di interesse, ha evidenziato dei particolari rischi legati all'operazione: finanziamento senior, contratto pubblico e riequilibrio del piano economico. Mentre la società *Pierrel* per una simile operazione di finanziamento ha ottenuto 1 punto perché ha risposto con una sintetica dichiarazione: "In considerazione delle caratteristiche dell'operazione, la società non è esposta a particolari rischi così come illustrato nel presente Documento Informativo." senza specificare ulteriormente.

### *Sezione 2.1 Caratteristiche, modalità, termini e condizioni*

Nel paragrafo riguardante le specifiche dell'operazione, le società hanno dovuto descrivere in maniera dettagliata le caratteristiche, le modalità, i termini e le condizioni dell'operazione.

È stato assegnato 1 punto quando la descrizione è stata minima o insufficiente a comprendere la fattispecie, 2 punti quando il paragrafo ha presentato un'informativa soddisfacente, mentre 3 punti se il paragrafo è risultato completo considerando tutti le voci richieste dalla sezione e fornendo informazioni aggiuntive.

In particolare, i documenti informativi di *Carraro e Aion Renewables*, relativi ad una simile operazione di compravendita di asset, hanno ottenuto rispettivamente 2 e 3 punti. La differenza sta nel maggior dettaglio presente nel secondo documento: Aion Renewables ha descritto in maniera minuziosa le caratteristiche degli impianti oggetto della compravendita, le modalità del pagamento e le ulteriori condizioni della vendita; mentre Carraro ha presentato la compravendita di un terreno in maniera corretta ma con minor dettaglio, senza specificare tutte le voci.

### *Sezione 2.2 Parti correlate*

Il paragrafo dedicato alle parti correlate deve indicare le parti correlate con cui l'operazione è stata posta in essere, la natura della correlazione e della portata degli interessi delle parti nell'operazione. Anche in questo caso è stato dato un giudizio pari a 1 quando è stata fornita un'informazione minima, sintetica e poco esaustiva, 2 quando l'informativa è risultata soddisfacente a comprendere i rapporti con le parti correlate e 3 quando sono state riportate informazioni complete e dati aggiuntivi utili a comprendere le relazioni esistenti.

*Pirelli* ha ottenuto 3 punti perché ha riportato, oltre a quanto richiesto, anche le relazioni esistenti tra soggetti potenzialmente in conflitto di interessi ma non qualificabili dalla disciplina come parte correlata; così come *Ciccolella* che, per spiegare le relazioni esistenti tra le parti correlate, ha fornito un organigramma come elemento aggiuntivo; *CHL* ha ottenuto il punteggio minimo perché ha risposto alla richiesta esplicitando solamente la percentuale di capitale posseduta dalla controparte.



### *Sezione 2.3 Motivazioni economiche*

La sezione sulle motivazioni economiche deve designare i motivi economici e la convenienza per la società nel realizzare l'operazione.

È stato assegnato il punteggio minimo (1) in presenza di un'esposizione non chiara delle motivazioni economiche e della convenienza per la società, 2 punti quando l'informativa è stata soddisfacente mentre è stato dato il massimo dei punti (3) quando sono state esposte le motivazioni in maniera esaustiva e talora accompagnate da dati quantitativi.

*Impregilo* ha ottenuto 3 punti in quanto ha evidenziato in maniera chiara la convenienza per la società nel realizzare l'operazione di fusione evidenziando le sinergie nascenti, gli obiettivi futuri e i dati quantitativi prospettici. *Brioschi* ha ottenuto solo 1 punto perché ha risposto alla sezione in maniera precisa ma estremamente sintetica, sottolineando con un'unica affermazione che l'operazione avrebbe permesso la formalizzazione di un accordo successivo con un istituto di credito.

### *Sezione 2.4 Corrispettivo*

Nel paragrafo dedicato al corrispettivo, le società hanno dovuto indicare le modalità di determinazione del corrispettivo dell'operazione e le valutazioni circa la sua congruità rispetto ai valori di mercato di operazioni similari. Le società in questa parte hanno la facoltà di utilizzare il lavoro di esperti e in tale caso devono indicare i risultati dei professionisti esterni a supporto della congruità di tale corrispettivo.

È stato attribuito 1 punto quando le società hanno giustificato il corrispettivo pattuito affermando che è risultato in linea con i valori di mercato ma senza individuare tali valori per operazioni simili. Sono stati dati 2 punti quando è stata mostrata la determinazione del corrispettivo tramite calcoli o benchmark, mentre è stato assegnato il punteggio massimo quando sono stati utilizzati più metodi per ottenere il prezzo finale e/o i valori sono stati giustificati da analisi effettuate da esperti in materia.

Ad esempio *IGD SIIQ* ha ottenuto 3 punti per la determinazione del corrispettivo di un immobile commerciale; la società ha richiesto la stima di un esperto indipendente ed è stata riportata la metodologia utilizzata e le assunzioni utilizzate per il calcolo. *CHL* per un'operazione di compravendita analoga ha riportato il prezzo in maniera sintetica giustificandolo con la perizia di un esperto ed ha ottenuto solo 1 punto perché l'esperto non è stato identificato, non è stato riportato se sono stati rispettati i requisiti d'indipendenza e non è stata allegata al documento la perizia dello stesso.

### *Sezione 2.5 Effetti economico-finanziari e 2.5.1 Indice di rilevanza*

Nella sezione sugli effetti economico-finanziari la società deve illustrare gli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'operazione, fornendo anche gli indici di rilevanza applicabili.

Anche in questo caso è stato assegnato un punteggio da 1 a 3 a seconda della completezza delle informazioni fornite. In particolare, è stato assegnato 1 punto per l'informativa minima, 2 punti per un'informativa chiara e avvalorata da elementi qualitativi, 3 punti per l'informativa esaustiva accompagnata da dati quantitativi.

È stato inoltre assegnato un punto extra ai documenti che hanno riportato l'indice di rilevanza necessario a classificare l'operazione come di maggiore rilevanza, così come richiesto dal Regolamento.

Confrontando la sezione degli effetti di tre società diverse che hanno realizzato OPC relative a fusioni per incorporazione si evidenzia che *Atlantia* ha ottenuto 3 punti perché nel documento informativo sono stati quantificati i vari effetti contabili derivanti dall'operazione in termini di ricavi, margine operativo, risultato operativo, investimenti e posizione finanziaria netta, mentre *Acque Potabili* per la medesima operazione di M&A ha ottenuto 2 punti poiché ha evidenziato solo i benefici economico-finanziari senza riportare i dati quantitativi, infine *Caleffi* ha ottenuto 1 punto perché ha solo sottolineato da quando gli effetti giuridici della fusione sarebbero decorsi, senza però evidenziarli.

### *Sezione 2.6 Variazione compensi e 2.7 strumenti finanziari del CdA*

Il regolamento richiede che nel documento informativo sia data notizia sulla potenziale variazione dei compensi dell'organo amministrativo della società e/o di società da questa controllate in conseguenza dell'operazione.

Le società devono indicare quindi l'ammontare delle variazioni e anche quando non sono previste modifiche ai compensi è necessaria una dichiarazione nel paragrafo che lo attesti; in questo caso è stato assegnato 1 punto alle società che hanno inserito questa sezione, 0 in caso contrario.

Un'altra voce richiesta riguarda gli strumenti finanziari detenuti dagli amministratori e dai dirigenti, è stato attribuito 1 punto alle società che hanno inserito un paragrafo sulle informazioni riguardanti tale voce e 0 altrimenti.

### *Sezione 2.8 Trattative*

L'ultimo paragrafo obbligatorio richiesto riguarda le delibere di approvazione e le trattative. In questa sezione la società deve indicare gli organi o gli amministratori che hanno condotto o partecipato alle trattative e approvato l'operazione specificando i rispettivi ruoli.

È stato assegnato un punteggio da 1 a 3 a seconda della completezza delle informazioni fornite: 1 punto per l'informativa essenziale, 2 punti per un'informativa soddisfacente sulle trattative e sui ruoli di coloro che hanno partecipato, 3 punti quando è stato descritto l'iter di approvazione in maniera dettagliata specificando i nominativi di coloro che hanno votato a favore o contro l'operazione e precisando le motivazioni degli eventuali dissensi o astensioni.

Ad esempio *Finmeccanica* per un OPC riguardante la compravendita di partecipazioni ha ottenuto il punteggio massimo nella sezione per la linearità e accuratezza delle informazioni fornite: è stato descritto l'iter di approvazione dell'operazione, è stata analizzata l'attività del comitato Controllo e Rischi che ha esaminato l'operazione garantendone la correttezza procedurale e sostanziale ed infine è stata descritta l'attività di approvazione da parte del Consiglio di Amministrazione.

Nella stessa sezione è stato attribuito il punteggio minimo a *Meridiana Fly* che ha riportato solamente la data di approvazione unanime dell'operazione senza riportare le trattative e pareri del comitato o degli amministratori indipendenti.

### *Parere Esperto e Giudizio del Comitato*

In aggiunta, il documento informativo può contenere diversi allegati a conferma della correttezza procedurale e sostanziale dell'operazione, tra cui il parere degli esperti e il giudizio del comitato OPC. Per gli allegati riguardanti il parere degli esperti, è stato assegnato un punteggio da 0 a 2: 0 punti nel caso la società non si è servita del parere di un esperto, 1 punto se il parere dell'esperto viene utilizzato nel documento informativo ma non è stato allegato, 2 punti quando viene utilizzato il parere dell'esperto ed è presente tra gli allegati. Riguardo al giudizio del comitato, il giudizio pari a 0 è stato assegnato quando il parere del comitato non è stato riportato, 1 punto quando l'informativa all'interno è stata minima, 2 punti se è risultata elaborata, avvalendosi di elementi quantitativi.

Ad esempio, *Fiera Milano* ha ottenuto il massimo dei punti riguardo all'allegato del comitato OPC, perché sono state inserite le informazioni riguardanti i documenti esaminati, le relazioni con l'Advisor, dettagli sulla negoziazione con la parte correlata ed infine è stato inserito il loro parere favorevole all'operazione considerando una serie di elementi quantitativi. Mentre

Telecom Italia Media si è aggiudicata 1 punto perché il parere del comitato è risultato piuttosto sintetico e senza l'analisi di elementi quantitativi.

La tabella seguente riassume i criteri valutativi per le sezioni da 1 a 3 punti richieste dal Regolamento, specificando i fattori che permettono l'assegnazione di un punteggio minimo, intermedio o massimo.

Tabella 1.2: tavola valutativa 1 - 3 punti

	1 punto	2 punti	3 punti
1. avvertenze	<ul style="list-style-type: none"> <li>Rischio non identificato</li> <li>Rischio, se identificato, non è stato descritto</li> </ul>	Buon dettaglio di analisi su: <ul style="list-style-type: none"> <li>Il potenziale rischio di conflitto di interesse</li> <li>L'origine del conflitto</li> <li>La possibile soluzione</li> </ul>	Ottimo dettaglio di analisi su: <ul style="list-style-type: none"> <li>Il potenziale rischio di conflitto di interesse</li> <li>L'origine del conflitto</li> <li>La possibile soluzione: come il rischio è mitigato</li> </ul> Inoltre sono identificati e analizzati <i>ulteriori</i> rischi legati all'OPC
2.1 caratteristiche	<ul style="list-style-type: none"> <li>Informativa minima sulle caratteristiche dell'operazione</li> </ul>	Informativa adeguata su tutte le seguenti voci dell'operazione: <ul style="list-style-type: none"> <li>caratteristiche</li> <li>modalità</li> <li>termini</li> <li>condizioni</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Informativa dettagliata su dettagliate le caratteristiche, le modalità, i termini e le condizioni</li> <li>e dati quantitativi extra aggiuntivi</li> </ul>
2.2 parti correlate	Informativa minima: <ul style="list-style-type: none"> <li>Solo percentuale di capitale detenuta</li> </ul>	Informativa soddisfacente su: <ul style="list-style-type: none"> <li>La natura della correlazione</li> <li>La portata degli interessi delle parti</li> </ul>	Informativa soddisfacente su: <ul style="list-style-type: none"> <li>La natura della correlazione la portata degli interessi delle parti e informativa <i>extra</i> come:               <ul style="list-style-type: none"> <li>Organigramma del gruppo</li> <li>Identificazione di altri portatori di interesse collegati</li> </ul> </li> </ul>
2.3 motivazioni	<ul style="list-style-type: none"> <li>Descrizione vaga sulla convenienza e le motivazioni</li> <li>Ottica di gruppo</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Descrizione chiara delle motivazioni</li> <li>Avvalorata da elementi qualitativi</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Descrizione esaustiva</li> <li>Avvalorata da dati quantitativi aggiuntivi</li> </ul>
2.4 corrispettivo	Corrispettivo ottenuto tramite: <ul style="list-style-type: none"> <li>valori di mercato, ma non è riportato il benchmark o non giustificato</li> </ul>	Corrispettivo ottenuto tramite: <ul style="list-style-type: none"> <li>Calcolo</li> <li>Benchmark</li> </ul>	Corrispettivo ottenuti tramite: <ul style="list-style-type: none"> <li>Confronto tra più metodi</li> <li>Benchmark</li> <li>Attestazione dell'esperto</li> </ul>
2.5 effetti	Informativa minima <ul style="list-style-type: none"> <li>Non sono stati evidenziati chiaramente gli effetti</li> </ul>	Informativa soddisfacente <ul style="list-style-type: none"> <li>Effetti descritti in termini di benefici qualitativi</li> </ul>	Informativa completa <ul style="list-style-type: none"> <li>Effetti descritti in termini di benefici</li> <li>e dati economico-finanziari prospettici</li> </ul>
2.8 trattative	Informativa minima: <ul style="list-style-type: none"> <li>Descrizione sintetica dell'iter</li> <li>Senza specificare tutti gli elementi richiesti</li> </ul>	Informativa adeguata: <ul style="list-style-type: none"> <li>Descrizione delle trattative e dei ruoli di coloro che hanno partecipato</li> </ul>	Descrizione dettagliata dell'iter di approvazione specificando: <ul style="list-style-type: none"> <li>Ruoli e nominativi di coloro che hanno votato e partecipato alle trattative</li> <li>Le motivazioni degli eventuali dissensi o astensioni.</li> <li>Attività del comitato OPC</li> </ul>

### *Indice sulla Disclosure*

L'ultima colonna della matrice riguarda l'indice sulla disclosure, dato dalla somma dei punteggi ottenuti in tutte le sezioni del documento.

Ipotizzando che i giudizi siano distribuiti secondo una normale, è possibile associare un giudizio qualitativo all'indice sulla disclosure ottenuto, utilizzando i seguenti criteri arbitrari: se il punteggio conseguito è inferiore al primo quartile allora l'informativa può considerarsi minima/insufficiente, se il punteggio è superiore o uguale al primo quartile ed inferiore al terzo allora la disclosure può essere ritenuta buona, mentre se è superiore o uguale al terzo quartile la disclosure può essere considerata ottima.

**Tabella 1.3 : valutazione qualitativa sulla disclosure**

<b>Punteggio</b>	<b>Qualità della Disclosure</b>
$disclosure < 1^{\circ} \text{ quartile}$	Minima
$1^{\circ} \text{ quartile} \leq disclosure < 3^{\circ} \text{ quartile}$	Buona
$disclosure \geq 3^{\circ} \text{ quartile}$	Ottima

## 1.1. Risultati sulla valutazione dei documenti informativi

Utilizzando il framework di riferimento, sono stati valutati i 101 documenti informativi.

I risultati ottenuti sono riassunti nelle tabelle che seguono:

**Tabella 1.1.1 punteggi elencazione**

	Media	0 punti	1 punto
Elencazione	0,96	4%	96%

Per quanto riguarda l'elencazione, quindi l'inserimento di tutte le sezioni richieste dal Regolamento nel giusto ordine, quasi la totalità delle società ha adempiuto la richiesta e solo il 4% ha omesso o accorpato delle sezioni.

**Tabella 1.1.2 area rischi**

	Media	1 punto	2 punti	3 punti
Avvertenze	1,60	45%	50%	5%

La maggior parte delle società ha tralasciato l'aspetto dei rischi, infatti la media del punteggio è pari a 1,6/3. Il 45% ha ottenuto 1 punto, non avendo individuato i rischi, mentre il 50% ha ottenuto 2 punti avendo discusso coerentemente dei rischi su i conflitti di interesse mentre solo il 5% delle società ha analizzato in maniera approfondita i rischi individuandone ulteriori che potevano caratterizzare l'operazione.

**Tabella 1.1.3 punteggi area Operazione**

	Media	1 punto	2 punti	3 punti
Caratteristiche	2,31	11%	48%	42%
Parti Correlate	1,86	21%	72%	7%
Motivazioni Economiche	1,80	34%	50%	16%
Corrispettivo	1,92	39%	31%	31%
Effetti Economico-Finanziari	2,11	31%	28%	42%

Per quanto concerne le sezioni sull'operazione, i risultati sono differenti: la sezione sulle caratteristiche dell'operazione è stata descritta in maniera adeguata dalla maggior parte delle società, in particolare il 48% dei documenti ha ottenuto 2 punti e il 42% ne ha ottenuti 3, mentre solo l'11% documenti ha ottenuto la valutazione minima.

Nella sezione sulle parti correlate la maggior parte dei documenti si sono attestati ai 2 punti, mentre solo il 7% dei documenti ha ottenuto il giudizio massimo e il 21% ha ottenuto il punteggio minimo per non aver offerto un'informativa adeguata.

Inoltre è apparso che nella maggior parte dei casi le parti correlate sono società facenti parte dello stesso gruppo o soggette al medesimo controllo e più raramente sono persone fisiche come gli azionisti o gli amministratori.

Nella sezione sulle motivazioni economiche un terzo delle società esaminate ha ottenuto il massimo dei punti perché sono state esposte le motivazioni in maniera esaustiva e talora accompagnate da dati quantitativi, la metà dei documenti si sono attestati a un valore medio, e la restante parte ha ottenuto 1 punto. Solo un documento ha ottenuto 0 punti, perché ha risposto mostrando gli effetti in bilancio (richiesto nel punto successivo) e non quanto era richiesto per la seguente voce. La media abbastanza bassa sottolinea che questa sezione non viene approfondita in genere dalle società.

Nel paragrafo dedicato al corrispettivo, il 39% dei documenti ha ottenuto il punteggio minimo, i restanti documenti hanno ottenuto 2 e 3 punti nella stessa proporzione.

Si rileva inoltre che eterogeneità dei giudizi attribuiti nella sezione sul corrispettivo è dovuta in parte alle diverse tipologie di OPC realizzate: le operazioni riguardanti la compravendita di partecipazioni ottengono in media un punteggio superiore rispetto alle altre operazioni perché il prezzo dell'azione è un elemento fondamentale dell'operazione stessa, mentre le operazioni di finanziamento ottengono in media un punteggio basso perché allineano i corrispettivi delle operazioni ai valori di mercato, senza entrare nel dettaglio.

La sezione riguardante gli effetti economico-finanziari è stata mediamente ben descritta, infatti, la media dei punteggi assegnati è superiore a 2,1 punti. Il 42% dei documenti ha ottenuto 3 punti e il 28% ne ha ottenuto 2. Il punto extra relativo all'indice di rilevanza è stato assegnato al 74% dei documenti, ciò significa che il restante 26% dei documenti non ha incluso uno degli elementi richiesti dal regolamento.

**Tabella 1.1.4 punteggi area CdA**

	Media	0 punti	1 punto	2 punti	3 punti
Variazione Compensi	1	0%	100%		
Strumenti finanziari CdA	0,98	2%	98%		
Trattative	1,68	-	38%	55%	7%

Per quanto riguarda l'informativa sul CdA, la prima sezione riguarda la variazione dei compensi ed è importante rilevare che tutte le società hanno ottenuto 1 punto perché hanno inserito il paragrafo ma nessuna ha affermato che l'operazione avrebbe comportato una variazione nei compensi degli amministratori.

Un'altra sezione richiesta riguarda gli strumenti finanziari detenuti dagli amministratori e dai dirigenti, è stato attribuito 1 punto alle società che hanno inserito un paragrafo sulle informazioni riguardanti tale voce e solo il 2% società non hanno inserito la sezione richiesta. Mentre il paragrafo sulle trattative è stato mediamente lacunoso: è stato assegnato 1 punto al 37% dei documenti che hanno presentato un paragrafo essenziale; 2 punti al 55% dei documenti che risultano soddisfacenti e 3 punti solo per il 7% che hanno fornito informazioni extra.

**Tabella 1.1.5 punteggi area facoltativi**

	Media	0 punti	1 punto	2 punti
Parere Esperto	0,69	60%	10%	30%
Parere Comitato	1,50	16%	19%	65%

Riguardo all'area facoltativa, il 60% delle società non ha richiesto l'opinione dell'esperto utile a certificare determinate voci dell'operazione, dei 40 documenti restanti che hanno incluso valutazioni degli esperti, 30 hanno allegato il lavoro dell'esperto al documento informativo.

Si rileva, inoltre, che per alcune operazioni l'opinione dell'esperto è meno ricorrente che per altre: ad esempio su 16 OPC di finanziamento solo una società è ricorsa all'opinione dell'esperto per valutare la congruità del corrispettivo pattuito.

Per quanto riguarda il parere del comitato OPC, il 16% delle società non hanno riportato il parere di questi mentre il restante 84% ha allegato il verbale. È stato assegnato 1 punto al 19% dei documenti in cui l'allegato riportava informazioni minime, 2 punti al 65% dei documenti con informazioni complete e quantitative.

Ricapitolando, le sezioni che hanno ricevuto in media maggiori attenzioni dalle società sono quelle riguardanti la definizione delle caratteristiche dell'operazione e degli effetti economico-finanziari (rispettivamente 2,3 e 2,1 punti). I paragrafi che hanno ottenuto un punteggio intermedio, con una disclosure soddisfacente, riguardano la definizione del corrispettivo e l'individuazione delle parti correlate (1,9 punti a testa). Mentre in media le società hanno divulgato informazioni meno dettagliate nelle sezioni riguardanti le avvertenze, le trattative e le motivazioni economiche (rispettivamente 1,6 1,7 e 1,8 punti).



La tabella seguente riassume la metodologia di determinazione dell'indice sulla disclosure dato dalla somma dei punteggi ottenuti nelle singole sezioni, mettendo a confronto la media ottenuta nel campione con il minimo e con il massimo teorico.

**Tabella 1.1.6 metodologia di determinazione indice sulla Disclosure**

	Media	Minimo teorico	Massimo teorico
0 elencazione voci	1,0	0	1
1. avvertenze	1,6	1	3
2.1 caratteristiche modalità e termini	2,3	1	3
2.2 descrizione parte correlate	1,9	1	3
2.3 motivazioni economiche	1,8	1	3
2.4 modalità determinazione corrispettivo	1,9	1	3
2.5 effetti economico-finanziari	2,1	1	3
2.5.1 indici	0,7	0	1
2.6 variazione compensi	1,0	1	1
2.7 strumenti finanziari	1,0	1	1
2.8 trattative	1,7	1	3
<b>Indice Disclosure sulle sezione obbligatorie</b>	<b>17,0</b>	<b>9</b>	<b>25</b>
Parere comitato	1,5	0	2
Relazione esperti	0,7	0	2
<b>Indice Disclosure</b>	<b>19,1</b>	<b>9</b>	<b>29</b>

L'indice sulla disclosure complessiva può variare da un minimo di 9 punti a un massimo di 29 punti. Nella fattispecie, l'indice medio sulla disclosure si attesta a circa 19 punti.

**Tabella 1.1.7 Qualità della disclosure**

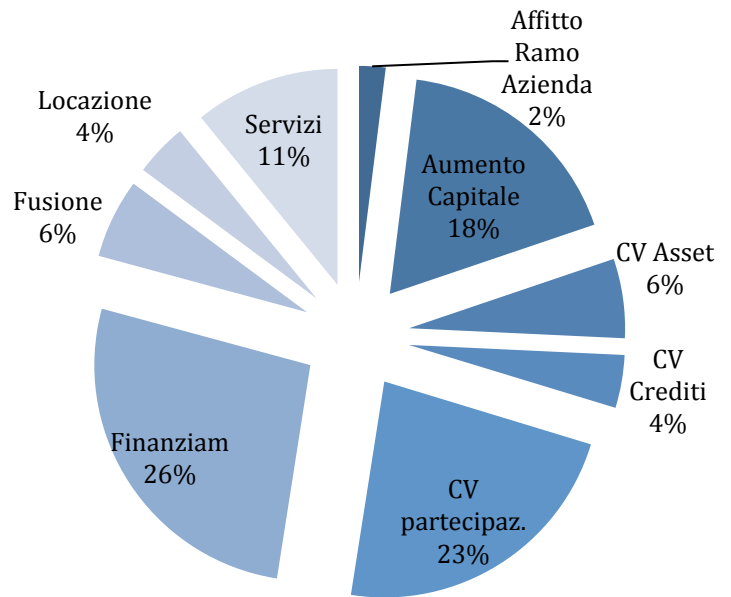
Indice Disclosure	Qualità disclosure	Valori campione
$disclosure < 1^{\circ}$ quartile	Minima	$d < 15$
$1^{\circ}$ quartile $\leq disclosure < 3^{\circ}$ quartile	Buona	$16 \leq d < 22$
$disclosure \geq 3^{\circ}$ quartile	Ottima	$d \geq 22$

In conformità a quanto stabilito per la valutazione della disclosure, le OPC con punteggi inferiori al primo quartile, che quindi mostrano una disclosure minima, sono i documenti con indici inferiori ai 16 punti. Mentre la valutazione ottima è attribuibile alle OPC che ottengono un punteggio superiore o uguale al terzo quartile, e quindi ai 22 punti. I documenti con punteggi compresi tra questi estremi possono essere considerati di qualità sull'informativa soddisfacente.

## 1.2. Analisi della disclosure per categoria di OPC

Per meglio valutare i documenti informativi, le operazioni sono state raggruppate in macro categorie:

- Affitto Ramo Azienda
- Aumento Capitale
- Compravendita Asset
- Compravendita Crediti
- Compravendita Partecipazioni
- Finanziamento - Fideiussioni
- Fusione per incorporazione
- Locazione
- Fornitura Servizi



Per ognuna di queste macro-categorie è stato analizzato il punteggio cumulativo della disclosure con e senza allegati e il punteggio sulla qualità dell'informativa per le sezioni più rilevanti.

È stato evidenziato anche il massimo teorico che è possibile ottenere con il massimo del punteggio in ogni sezione.

**Tabella 1.2.1 punteggi sezioni vs macro-categorie**

	Numero OPC	Media di disclosure obbligatoria	Media di disclosure complessiva	Media di 1. Avvertenze	Media di 2.1 caratteristiche	Media di 2.2 parti correlate	Media di 2.3 motivazioni	Media di 2.4 corrispettivo	Media di 2.5 effetti	Media di 2.8 trattative
Finanziam.	27	15,5	<b>17,0</b>	1,6	2,1	1,9	1,6	1,4	1,7	1,5
CV Partecipaz.	23	17,9	<b>20,9</b>	1,6	2,5	1,9	2,0	2,3	2,4	1,8
Aum. Capitale	18	17,2	<b>19,3</b>	1,7	2,2	1,8	2,1	1,9	2,2	1,8
Fornitura Servizi	11	16,0	<b>17,9</b>	1,4	2,1	1,8	1,5	1,9	2,1	1,5
CV Asset	6	18,0	<b>20,3</b>	1,7	2,3	1,7	2,0	2,0	2,5	1,8
Fusione	6	20,3	<b>23,0</b>	2,0	2,8	2,0	2,3	2,8	2,5	1,5
CV Crediti	4	15,0	<b>15,8</b>	1,5	2,5	1,8	1,0	1,3	1,5	2,2
Locazione	4	17,5	<b>21,0</b>	1,8	2,5	1,8	1,8	2,8	1,5	1,5
Affitto Ramo Az.	2	18,5	<b>20,5</b>	1,5	2,5	2,5	2,0	2,0	2,5	1,6
<b>Totale</b>	<b>101</b>	<b>17,0</b>	<b>19,1</b>	<b>1,6</b>	<b>2,3</b>	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>	<b>1,7</b>
<b>Max Teorico</b>		24	29	3	3	3	3	3	3	3

Le operazioni che in media hanno ottenuto un punteggio complessivo superiore sono le operazioni di  *fusione per incorporazione*; i documenti informativi riguardanti queste operazioni sono risultati più completi ottenendo una media di 23 punti complessivi, superiore di 4 punti rispetto alla media di tutte le operazioni. Nel dettaglio, le OPC di fusione per incorporazione hanno ottenuto i punteggi più elevati nella descrizione delle caratteristiche dell'operazione e nella determinazione del corrispettivo. Infatti, trattandosi di transazioni delicate e complesse, le società hanno dedicato maggiori attenzioni nel definire l'operazione e nel fissare il rapporto di concambio che avrebbe potuto ledere gli interessi dei soci di una delle società coinvolte nell'operazione. Queste operazioni hanno ottenuto un punteggio elevato anche nella definizione degli effetti economico-finanziari (2,5/3 punti).

I documenti sulle operazioni di  *finanziamento o fideiussione* sono i più numerosi (27 documenti su 101) e hanno ottenuto un punteggio cumulativo medio basso e inferiore alla media. La voce in cui hanno ottenuto meno punti è quella concernente il corrispettivo; spesso il prezzo dell'operazione non è stato definito utilizzando una metodologia o non è stato confrontato ai valori di mercato. Mentre il punteggio più elevato è stato ottenuto nella descrizione delle parti correlate (1,9 punti) che si attesta al valore medio delle altre OPC.

La  *compravendita di partecipazioni* è una delle operazioni più frequenti e descritte con dettaglio. I documenti informativi di questa categoria hanno ottenuto giudizi elevati soprattutto nelle sezioni riguardanti le caratteristiche dell'operazione e la determinazione del corrispettivo mentre tutte le altre voci hanno ottenuto punteggi uguali o superiori alla media. Inoltre, i documenti per queste operazioni sono stati accompagnati per la maggior parte dei casi dagli allegati facoltativi.

Le operazioni di  *aumento di capitale*, con l'esclusione del diritto d'opzione quando riferite ad un unico socio, rappresentano il 18% delle operazioni esaminate. I documenti per queste operazioni sono state in media ben descritte e, in virtù della natura della transazione, è stata data particolare attenzione alle motivazioni economico-finanziarie che hanno portato a concludere l'operazione.

I documenti informativi riguardanti la  *fornitura di servizi* hanno ottenuto un punteggio inferiore rispetto alla media sia nella sezione obbligatoria che in quella totale che considera gli allegati facoltativi degli esperti. Le sezioni più lacunose riguardano la sezione delle avvertenze e delle motivazioni economiche in cui si è totalizzato in entrambe le sezioni un punteggio inferiore a 1,5/3.

La *compravendita di asset* è un OPC non frequente (solo il 6% dei documenti) perché, per essere definita di maggiore rilevanza e comportare la redazione del documento informativo, il valore dell'attività oggetto della contrattazione dovrebbe essere talmente elevato da superare i valori soglia definiti dal Regolamento.

Queste operazioni hanno ottenuto in media un buon livello di disclosure, soprattutto nelle sezioni riguardanti gli effetti economico-finanziari e le caratteristiche dell'operazione mentre la sezione su le parti correlate è stata non totalmente esauriente e inferiore rispetto alla media delle operazioni.

Le operazioni di *cessione dei crediti* sono le OPC che hanno ottenuto il punteggio più basso sia nella sezione complessiva obbligatoria che in quella complessiva. L'operazione, che può essere accostata a quella di finanziamento, è stata descritta approssimativamente nelle sezioni sul corrispettivo, sulle motivazioni economico-finanziarie e sulle avvertenze. Spesso non è stata riportata una vera e propria motivazione economica nel compiere l'operazione se non in un'ottica di gruppo. Per queste operazioni, le società non hanno mai fatto uso del parere degli esperti per attestare la congruità del corrispettivo e la correttezza dell'operazione.

La *locazione e l'affitto di un ramo d'azienda* rappresentano fattispecie di OPC meno comuni. Le operazioni sono state descritte con un buon livello di approfondimento e la sezione riguardante la definizione del corrispettivo della locazione ha ottenuto il punteggio più elevato (2,8/3 punti). Mentre nel caso di affitto del ramo d'azienda è stata data particolare attenzione all'individuazione e descrizione della parte correlata e degli interessi esistenti.

**Tabella 1.2.2 allegato parere comitato**

	Numero OPC	Media di parere comitato	Dev.Standard di parere comitato
Finanziamento - Fideiussione	27	1,3	0,8
Compravendita Partecipazioni	23	1,6	0,7
Aumento di Capitale	18	1,6	0,8
Servizi	11	1,5	0,7
Compravendita Asset	6	1,7	0,5
Fusione	6	1,5	0,8
Compravendita Crediti	4	0,8	1,0
Locazione	4	2,0	0,0
Affitto Ramo d'azienda	2	2,0	0,0
<b>Totale</b>	<b>101</b>	<b>1,5</b>	<b>0,8</b>

Analizzando la sezione riguardante il *parere del comitato* si evince che il valore medio di 1,5 (indicante un livello di informativa quasi soddisfacente) è influenzato dall'assenza in alcuni documenti informativi dell'allegato riguardante il comitato OPC. A testimonianza di ciò, la deviazione standard è abbastanza elevata raggiungendo valore medio di 0,8 indicando una variabilità nei risultati.

Non considerando i documenti senza il parere del comitato, i livelli di informativa offerti dai restanti 85 documenti offrono valori leggermente superiori e più soddisfacenti nella sezione del comitato OPC.

**Tabella 1.2.3 OPC con il parere del comitato**

Operazioni con il parere del comitato	Numero OPC	Media parere comitato	Dev.Standard parere comitato
Finanziamento - Fideiussione	21	1,7	0,5
Compravendita Partecipazioni	20	1,9	0,4
Aumento di Capitale	15	1,9	0,4
Servizi	10	1,7	0,5
Compravendita Asset	6	1,7	0,5
Fusione	5	1,8	0,4
Compravendita Crediti	2	1,5	0,7
Locazione	4	2,0	0,0
Affitto Ramo d'azienda	2	2,0	0,0
<b>Totale</b>	<b>85</b>	<b>1,8</b>	<b>0,4</b>

La pubblicazione di allegati contenenti i *pareri degli esperti* comporta palesemente una maggiore affidabilità e trasparenza dei dati forniti al mercato, ma si è notato inoltre che i documenti informativi contenenti questi allegati hanno ottenuto in media un punteggio superiore anche nelle sezioni obbligatorie richieste dal Regolamento.

Come si può evincere dalla tabella seguente la media del punteggio ottenuto (non considerando gli allegati) è superiore in tutte le macro-categorie in cui le società si sono avvalse di un esperto indipendente che abbia attestato il corrispettivo e le altre caratteristiche dell'operazione.

La media totale del punteggio di disclosure, che non considera i punti degli allegati facoltativi, è di 15,5 quando l'esperto non è stato richiesto, mentre aumenta di quasi 4 punti quando l'esperto ha predisposto la sua relazione.

**Tabella 1.2.4 Disclosure con/senza parere esperto**

Operazioni senza parere esperto (0 punti)			Operazioni con parere esperto (2 punti)		
	Numero OPC	Media Punteggio Sezioni obbligatorie		Numero OPC	Media Punteggio Sezioni obbligatorie
Finanziamento	23	15,1	Finanziamento	2	18,0
CV partecipazioni	6	15,3	CV partecipazioni	15	18,7
Aumento Capitale	11	15,8	Aumento Capitale	4	21,0
Servizi	9	15,3	Servizi	2	19,0
CV Asset	3	15,3	CV Asset	1	23,0
Fusione	2	17	Fusione	3	22,0
CV Crediti	4	15	CV Crediti	0	-
Locazione	1	17	Locazione	3	17,7
Affitto Ramo Az.	2	18,5	Affitto Ramo Az.	0	-
<b>Totale</b>	<b>61</b>	<b>15,5</b>	<b>Totale</b>	<b>30</b>	<b>19,4</b>

A conferma del miglioramento della disclosure in presenza del parere dell'esperto, si riscontra un livello di correlazione positivo (0,56) tra l'inserimento dell'allegato facoltativo e un buon livello di informativa nelle sezioni obbligatorie.

A testimonianza di ciò, determinate sezioni del documento informativo beneficiano particolarmente dell'opinione esterna dell'esperto, infatti, queste voci risultano nettamente più approfondite: in particolare la definizione delle caratteristiche della transazione e la determinazione del corrispettivo presentano una qualità della disclosure ottima (con 2,7/3 punti ciascuna) quando la società allega facoltativamente la relazione dell'esperto in merito all'operazione.

Analogamente, in assenza del parere dell'esperto la disclosure complessiva è più scarsa e la sezione che risulta più trascurata è proprio quella riguardante il corrispettivo (1,4/3 punti).

## 2. Definizione e analisi descrittiva delle variabili di controllo

Per analizzare la relazione esistente tra l'informativa data nei documenti informativi sulle OPC e le caratteristiche della corporate governance delle società quotate che hanno concluso l'operazione, sono state individuate le variabili di controllo che influenzano la trasparenza e la disclosure aziendale. Come suggerito dalla teoria dell'agenzia, le variabili da identificare concernono le caratteristiche del consiglio di amministrazione e della proprietà:

- Dimensione del CdA
- Composizione del CdA
- CEO duality
- Esistenza di un comitato OPC
- Interlocking directorate
- Ownership

La dimensione del CdA (*board size*) riguarda il numero di amministratori in carica nell'organo amministrativo. In letteratura si discute su due possibili effetti dipendenti dalla dimensione del CdA: i problemi di comunicazione e di coordinamento derivanti dal maggior numero di amministratori e l'abilità di controllare meglio l'operato dei manager e ridurre il potenziale problema di agenzia derivante dalla separazione tra controllo e management (Jensen, 1993).

L'effetto della dimensione del CdA sulla disclosure e sulla performance è ambiguo e dipende anche da altri fattori. Alcuni studi hanno dimostrato che gli svantaggi derivanti da un organo amministrativo troppo numeroso superano i possibili vantaggi e che la dimensione ottimale dell'organo amministrativo è di 8/9 membri. Nonostante ciò, non esiste una teoria predominante sulla relazione esistente tra la qualità della disclosure e la dimensione del CdA.

Con composizione del CdA (*board composition*) si intende la percentuale di amministratori indipendenti sul totale. Seguendo la teoria dell'agenzia, maggiore è la percentuale di amministratori indipendenti, maggiore è la probabilità che gli interessi degli azionisti siano tutelati e che vi sia maggiore controllo (Fama e Jensen, 1983). Inoltre si presume che gli amministratori indipendenti abbiano incentivi a esercitare il controllo per creare e mantenere una propria adeguata reputazione (Fama et al., 1983). Gli amministratori indipendenti controllando l'operato dei manager, assicurano che ci sia un allineamento tra gli interessi dei soci e l'operato degli amministratori. È stato dimostrato che la disclosure volontaria aumenta con l'aumentare degli amministratori indipendenti (Cheng e Courtney's , 2006), mentre in

presenza di un CdA composto da un numero crescente di amministratori esecutivi non indipendenti si potrebbero riscontrare maggiori azioni opportunistiche. È stato, infatti, riscontrato che in società che hanno commesso atti espropriativi e/o frodi, la percentuale di amministratori indipendenti è risultata inferiore rispetto alle altre società (Beasley, 1996). Per queste ragioni è stato riscontrato che il valore delle azioni è superiore quando le società includono nei consigli di amministrazione membri indipendenti (Rosenstein e Wyatt, 1990).

La *CEO Duality* rappresenta la sovrapposizione delle cariche di presidente del CdA e di amministratore delegato nella stessa persona.

Questa caratteristica dell'organo amministrativo ignorerebbe l'importanza della separazione tra l'attività decisione e quella di controllo e rappresenta un chiaro conflitto d'interessi (Fama e Jensen, 1983). Inoltre, è stato dimostrato che i CdA in cui il presidente è anche amministratore delegato soffrono di una meno efficace funzione di monitoraggio rispetto agli organi in cui i due ruoli sono separati ed è più probabile che si creino asimmetrie informative. Conseguentemente, la persona che ricopre entrambi i ruoli è disposta a non divulgare informazioni critiche o non apprezzabili.

Allo stesso modo è stato mostrato che in presenza di CEO duality, il maggior potere attribuito ad una sola persona riduce l'efficacia del controllo da parte del management comportando una possibile riduzione della disclosure volontaria e una minore informativa e trasparenza.

La tesi prevalente in letteratura raccomanda una separazione tra le cariche di amministratore delegato e di presidente soprattutto in grandi società.

La struttura dell'organo amministrativo può determinare l'efficacia dell'attività di monitoraggio (Vafeas, 2000). I *comitati*, infatti, garantiscono un miglior processo di controllo e in particolare la presenza del comitato che valuta e gestisce le operazioni con parti correlate può ridurre i potenziali abusi che queste operazioni possono recare.

I comitati con incarichi specifici garantiscono maggiore trasparenza, permettono di migliorare l'attività di controllo e riducono le asimmetrie informative (Vafeas, 2000).

L'*interlocking directorate* è definito come la somma delle cariche (come amministratore, presidente o sindaco) detenute dagli amministratori della società in altre società quotate, finanziarie o di rilevanti dimensioni. Questo fenomeno è diffuso in Italia, dove l'80% delle società quotate ha amministratori che ricoprono ruoli in società concorrenti (Santagata, 2010). L'*interlocking directorate* comporta contemporaneamente due fenomeni: il primo riguarda i possibili conflitti d'interesse nascenti quando l'amministratore rappresenta la società e la



parte correlata, e il secondo concerne il maggiore livello di *expertise* dato dal numero di cariche ricoperte dall'amministratore in società diverse (Shropshire, 2010).

Se vengono considerati gli interlocking dei soli amministratori indipendenti si riducono i possibili conflitti di interesse. Gli amministratori indipendenti con più esperienza, comprendendo l'importanza delle fattispecie emergenti e agendo sul sistema di controllo, hanno la possibilità di segnalare al mercato informazioni rilevanti. L'interlocking directorate sarà quindi considerata come proxy dell'esperienza degli amministratori che garantisce migliori controlli e maggiore informativa.

L'ultima variabile di governance presa in considerazione è l'*ownership*, cioè la percentuale di partecipazione detenuta dall'azionista principale. In letteratura è stata evidenziata una relazione tra l'*ownership* e la natura e l'intensità delle OPC, poiché i soci di maggioranza, per il peso ricoperto, possono approvare operazioni che potenzialmente sono lesive nei confronti degli altri portatori d'interesse.

Studi passati hanno inoltre dimostrato che, dove la struttura proprietaria è dispersa e quindi la percentuale detenuta dall'azionista principale è bassa, il livello della disclosure volontaria è superiore (Lakhal, 2004). È stato anche dimostrato che esiste una relazione negativa tra la percentuale di partecipazione detenuta dal socio di maggioranza e la qualità dell'informativa contabile (Fan e Wong., 2002).

Infine sono state incluse nell'analisi anche *variabili di performance* di natura economico-finanziaria: il fatturato è utile a comprendere la dimensione operativa aziendale, L'Ebit in percentuale del fatturato permette di stabilire la redditività operativa dell'azienda mentre il livello di indebitamento stabilisce il rischio di default aziendale. Queste variabili potrebbero essere quindi dei fattori incentivanti alla realizzazione di OPC e che influiscono sulla disclosure.

## 2.1. Analisi del campione

Le informazioni sulle variabili riguardanti la corporate governance, riferite all'anno di realizzazione dell'OPC, sono state individuate nelle relazioni di governo societario che le società quotate sono tenute a pubblicare annualmente, in quanto aderenti al Codice di Autodisciplina; mentre i dati di bilancio sono stati estrapolati dal database "it.finance.yahoo". Sono state eliminate dal campione originario 7 società per le quali non è stato possibile recuperare la relazione sul governo societario in quanto o fallite o non aderenti al codice di autodisciplina.

Nella tabella seguente sono riassunte le variabili di controllo considerate e vengono proposte le principali statistiche descrittive del campione.

**Tabella 2.1.1 descrizione variabili**

	media	Dev. Standard	max	min
Disclosure	19,2	3,9	27	12
Dimensione del CdA	10	3,5	18	4
% indipendenti nel CdA	45%	0,17	100%	14%
Interlocking Directorate	11,0	11,2	49	0
Esistenza del comitato OPC	0,7	0,4	1	0
CEO Duality	0,2	0,4	1	0
Ownership	48%	0,23	95%	12%
Anno OPC	2012	1,1	2014	2010
Fatturato	1.481.980	3.793.949	23.549.000	0
Redditività (Ebit%)	-20%	1,13	71%	-643%
Indebitamento (D/E)	1,9	7,6	1,9	-21,2

Il campione di società è rappresentato da società quotate che dal 2010 al 2014 hanno concluso OPC di maggiore rilevanza, le cui dimensioni del CdA variano da 4 a 18 componenti con media pari a 10. La composizione dell'organo amministrativo è eterogenea passando da 14% al 100% di amministratori indipendenti con deviazione standard pari a 17%.

La CEO Duality, come variabile dummy, mostra una media pari a 0,2 questo significa che nella maggior parte dei casi la CEO duality è assente e quindi il presidente non coincide con l'amministratore delegato.

L'esistenza di un comitato è stata considerata come variabile dummy: è stato assegnato un punteggio pari a 0 se il comitato è risultato assente e 1 se è stato costituito un comitato OPC o se sono state attribuite le funzioni ad un altro comitato indipendente.

**Tabella 2.1.2 Esistenza comitato OPC**

	società	in %
Comitato OPC	48	51 %
<b>Comitati delegati</b>		
CC&R	16	17%
CCI	10	11%
CNR	7	7%
Non esiste comitato OPC	13	14%
<b>Totale</b>	<b>94</b>	<b>100%</b>

In più della metà dei casi le società hanno costituito un comitato apposito, mentre il 35% ha affidato le funzioni ad altri comitati esistenti, con preferenza per il comitato controllo e rischi. Mentre solo nel 14% dei casi il CdA non ha attribuito le funzioni sul controllo e gestione delle OPC a nessun comitato.

Per quanto riguarda le altre variabili economico-finanziarie, è stato considerato il livello d'indebitamento e la redditività operativa. Le società che hanno realizzato OPC presentano in media una redditività operativa negativa e un valore del debito doppio rispetto al patrimonio netto.

Il fatturato delle società esaminate presenta valori altamente variabili (Deviazione Standard = 3,8 milioni) per questo motivo si è deciso di utilizzare il logaritmo naturale del fatturato per rendere i valori più omogenei e comparabili.

## 2.2. Correlazione tra le variabili<sup>11</sup>

Si vuole analizzare la correlazione per comprendere se esiste la tendenza di una variabile a variare in funzione di un'altra.

La disclosure, che è la variabile dipendente, mostra un livello di correlazione significativa con la dimensione del CdA, il numero di interlocking e con il logaritmo naturale del fatturato.

Poiché la correlazione con queste variabili è positiva, la qualità della disclosure migliora quando i parametri delle variabili citate aumentano.

Considerando la correlazione della qualità della disclosure con le altre variabili, si può notare che quella esistente con l'ownership, sebbene sia molto debole, è negativa. Significa che all'aumentare della partecipazione detenuta dal principale azionista il livello della qualità della disclosure tende a diminuire, questo è coerente con il problema di agenzia e i potenziali conflitti di interesse tra i soci.

Sempre in coerenza con la teoria dell'agenzia, quando il potere è concentrato su una sola figura, il controllo è ridotto e sono più probabili atti espropriativi, infatti in presenza di CEO duality (l'AD coincide con il presidente) la qualità della disclosure si riduce. Mentre la correlazione è positiva con la variabile sul comitato indicante che l'esistenza di un comitato dedicato alle OPC o l'assegnazione delle funzioni a uno già esistente comporta un miglioramento della qualità della disclosure.

La correlazione negativa con l'indice di redditività operativa (misurata come Ebit/Fatturato) indica che società meno profittevoli tendono a migliorare la qualità della disclosure, probabilmente per le maggiori attenzioni che gli vengono rivolte dagli investitori e finanziatori.

Mentre la correlazione con l'indice d'indebitamento è praticamente nulla, ciò che significa che il livello di indebitamento non influisce sulla qualità della disclosure.

---

11

Variabile	Descrizione
Disclosure	Qualità della disclosure
Anno	Anno di realizzazione della OPC
Interlock	Numero di cariche in altre società
Size	Numero membri del Cda
LnFatt	Ln del fatturato
EbitPer	Ebit/Fatturato
IndipPer	% di indipendenti nel CdA
CeoDual	Il presidente è anche l'AD
DE	Debito/Patrimonio Netto
Ownership	Partecipazione % del principale azionista
Comitato	Esistenza di un comitato OPC

Tabella 2.2.1 Matrice di Correlazione

	disclosure	anno	size	Indipend%	Interlock	CEOdua l	comit	owner	D/E	Ebit %	lnFatt
disclosure	1,0000										
anno	0,2656	1,0000									
size	0,4581*	-0,0870	1,0000								
Indipen%	0,1096	0,1660	0,1153	1,0000							
interlock	0,3950*	0,1808	0,4710*	0,2310	1,0000						
CEOdua	-0,2280	0,0172	-0,284*	-0,1607	-0,1019	1,0000					
comit	0,1075	0,1473	0,3268*	0,1032	0,0899	-0,0348	1,0000				
owner	-0,0846	-0,1164	0,0310	-0,1039	-0,0077	0,1039	0,1039	1,0000			
D/E	-0,0425	-0,0822	-0,0051	-0,1789	0,0593	0,0271	0,1021	-0,0681	1,0000		
Ebit%	-0,1735	0,0087	-0,1160	0,1352	-0,1542	0,0753	0,0753	-0,0043	0,0246	1,0000	
lnFatt	0,3051*	0,0051	0,4074*	0,2543	0,2281	-0,2390	-0,2329	0,1458	0,1522	0,0973	1,0000

Per le altre variabili indipendenti, si può notare una correlazione positiva tra la dimensione del CdA e il numero di interlocking degli amministratori indipendenti: organi amministrativi più ampi sono caratterizzati da amministratori indipendenti con maggiore esperienze poiché ricoprono più cariche in altre società.

Il numero di componenti del CdA è correlato positivamente anche con la dimensione della società, stimata con il logaritmo naturale del fatturato. È un fenomeno coerente con precedenti studi empirici (Barontini e Caprio, 2002): le società di grandi dimensioni, vista le complessità del business, sono caratterizzate da organi amministrativi più ampi. Inoltre, in società di grandi dimensioni la percentuale di amministratori indipendenti è superiore e più raramente il presidente del consiglio di amministrazione è anche amministratore delegato.

### 3. Risultati e Interpretazioni

Il database creato include informazioni riguardanti 94 osservazioni e per ogni OPC sono state considerate le variabili di governance ed economico-finanziarie che avrebbero potuto influenzare la qualità della disclosure presente nei documenti informativi.

Tramite il programma statistico R è stato identificato un modello di regressione lineare multipla che permette di definire la relazione tra la qualità della disclosure e le diverse variabili indipendenti considerate:

$$Disclosure = \beta_0 + \sum \beta_{1i} DummyAnno_i + \beta_2 Interlock + \beta_3 Size + \beta_4 LnFatt + \beta_5 EbitPer + \beta_6 IndipPer + \beta_7 CeoDual + \beta_8 DE + \beta_9 Ownership + \beta_{10} Comitato + \varepsilon$$

I risultati derivanti dal modello sono sintetizzati nella tabella seguente, in cui sono indicati il valore del coefficiente beta per ogni variabile indipendente e il p-value indicante la significatività statistica della variabile.

Tabella 3.1 modello di regressione

	Coeff. Beta	p-value	<sup>12</sup>
Intercetta	9,04	0,000	***
DummyAnno2014	7,34	0,005	**
DummyAnno2013	8,03	0,002	**
DummyAnno2012	5,48	0,032	*
DummyAnno2011	4,68	0,063	.
interlock	0,12	0,002	**
Size	0,26	0,045	*
LnFatt	0,28	0,073	.
EbitPer	-0,44	0,208	
IndipPer	-3,30	0,273	
CeoDual	-0,95	0,267	
Ownership	-1,42	0,367	
Comitato	-0,82	0,383	
Indebitam	-0,03	0,579	
$R^2 = 0,4682$	P-value del modello	0,000	

<sup>12</sup>

\*\*\* P-value= 0

\*\* p-value= 0,001

\* p-value= 0,01

. p-value= 0,1

Il modello di regressione permette di ottenere un buon livello di significatività per le prime quattro variabili poiché presentano un p-value inferiore a 0,1 ed è quindi possibile confermare la relazione significativa esistente tra i predittori e la disclosure.

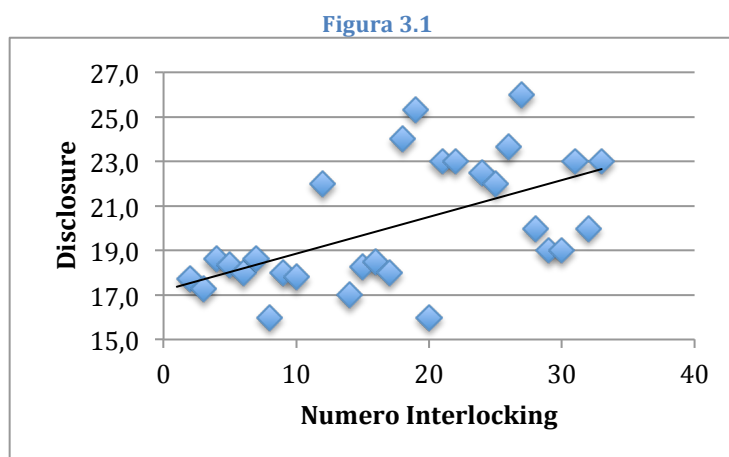
A conferma della validità del modello di regressione troviamo sia il p-value complessivo, risultato uguale a zero e pertanto minore rispetto al livello di significatività alfa della regressione. Il valore  $R^2$  evidenzia che la variazione della disclosure dipende in buona parte dalla variazione delle variabili dipendenti incluse nel modello.

L'equazione ottenuta ci permette di affermare che la qualità della disclosure è una funzione dipendente da diverse variabili esplicative: l'anno, l'interlocking directorate, la dimensione del CdA e il logaritmo del fatturato. Mentre non è stata riscontrata una relazione significativa con le altre variabili esplicative: in particolare, la CEO duality sembrerebbe non aver effetto sulla qualità della disclosure delle OPC, nonostante in letteratura è stata riscontrata una relazione negativa con la disclosure volontaria.

La proporzione di amministratori indipendenti non influisce sulla qualità della disclosure delle OPC così come dimostrato per la disclosure obbligatoria sulle stock options (Forker, 1992). Inoltre, il p-value delle variabili sull'esistenza di un comitato e sulla partecipazione detenuta dal principale azionista ci permette di escludere queste variabili come predittori esplicativi del fenomeno. Infine, considerando gli indicatori economico-finanziari, l'indice d'indebitamento e la redditività operativa non influiscono sulla qualità della disclosure.

### *Interlocking Directorate*

Il modello di regressione mostra una relazione positiva tra l'*interlocking directorate* e la qualità della disclosure.



Come si è detto, l'interlocking directorate è la somma della cariche degli amministratori indipendenti della società negli organi amministrativi o collegi sindacali di società quotate, finanziarie o di grandi dimensioni in Italia o all'estero. Poiché gli amministratori indipendenti che ricoprono molteplici cariche in altre società accumulano più esperienza, si può affermare che l'interlocking sia una proxy dell'expertise degli amministratori.

Amministratori con maggiore esperienza possono sfruttare le competenze acquisite per migliorare il processo d'identificazione e gestione delle OPC e possono migliorare la qualità della divulgazione al mercato d'informazioni rilevanti.

I consigli di amministrazione caratterizzati da interlocking directorate elevato, sono più attenti all'informativa data al mercato. Inoltre, accade spesso che le società sfruttino le *best practise* sulla disclosure delle società in cui gli amministratori sono condivisi (Braam et Borghans, 2014). Questo fenomeno implica un miglioramento dell'informativa offerta sulle OPC per tutte le società facenti parte del network di amministratori con interlocking.

È stato dimostrato empiricamente che in presenza di interlocking directorate, la disclosure volontaria della società aumenta (Braam et Borghans, 2014) e anche nel caso di OPC, all'aumentare del numero di interlocking migliora il punteggio sulle voci volontarie. Il parere del comitato e la relazione degli esperti, quali allegati facoltativi, presentano valori superiori alla media quando il numero d'interlocking è elevato.

**Tabella 3.2 Interlocking / Allegati**

Interlocking	Media parere comitato	Media relazioni esperti
0	1,6	0,5
da 1 a 10	1,5	0,5
da 11 a 25	1,4	1,1
+25	1,7	1,1
<b>Totale</b>	<b>1,5</b>	<b>0,7</b>

Nelle società in cui nessun amministratore indipendente ricopre altre cariche la disclosure è mediamente inferiore e poco soddisfacente (17,9 punti), al contrario quando si ricoprono più cariche in altre società la qualità della disclosure migliora e si attesta a valori ottimi quando gli amministratori indipendenti ricoprono più di 25 cariche complessivamente.

Il modello di regressione ci permette di definire una relazione positiva tra l'interlocking e la disclosure e la tabella seguente ne riassume il fenomeno: all'aumentare delle cariche ricoperte dagli amministratori indipendenti corrisponde un miglioramento della qualità della disclosure.



**Tabella 3.3 Disclosure / Interlocking**

Interlocking	Media Disclosure	Numero OPC
0	17,8	12
da 1 a 10	18,1	49
da 11 a 25	20,7	18
+25	22,2	15
<b>Totale</b>	<b>19,2</b>	<b>94</b>

Tramite il modello di regressione creato riusciamo a stimare la variazione della qualità della disclosure al variare del numero d'interlocking: il Beta della variabile è uguale a 0,12 quindi per ogni interlocking aggiuntivo ci si aspetta un miglioramento della disclosure di un dodicesimo di punto.

#### *Anno*

Il modello mostra una relazione positiva con *l'anno di realizzazione* dell'OPC che è stata considerata come una serie di variabili dummy che assumono il valore 0 se in quell'anno l'operazione non è stata realizzata e 1 nel caso contrario. Poiché i coefficienti delle dummy sono positivi e tendono ad aumentare in valore col passare da un anno all'altro, è possibile individuare una relazione positiva esistente tra l'anno e la qualità della disclosure. La tabella seguente mostra, infatti, che con il passare del tempo il livello della disclosure è aumentato:

**Tabella 3.4 Disclosure/Anno**

Anno	Livello di disclosure medio	Numero OPC
2011	17,7	30
2012	18,7	19
2013	21,1	27
2014	19,5	18
<b>Totale</b>	<b>19,2</b>	<b>94</b>

Il biennio successivo alla riforma Consob presenta un livello sulla qualità della disclosure inferiore alla media, mentre il biennio 2013-2014 mostra un miglioramento della qualità dell'informativa data. Questa situazione è probabilmente dovuta alla progressiva compliance delle società al Regolamento Consob: è necessario un arco temporale minimo affinché le società si conformino adeguatamente alle nuove discipline. Inoltre la tematica sulle OPC sta ricoprendo ruoli sempre più importanti all'interno della Corporate Governance e le diverse società ne stanno comprendendo le criticità in maniera graduale, proponendo col passare del tempo un'informativa al mercato più accurata.

La relazione positiva tra le due voci ci permette di affermare che ci sarà un progressivo miglioramento dell'informativa negli anni successivi.

### *Dimensioni del CdA*

Il modello di regressione mostra una relazione positiva tra la qualità della disclosure e la *dimensione dell'organo amministrativo*.

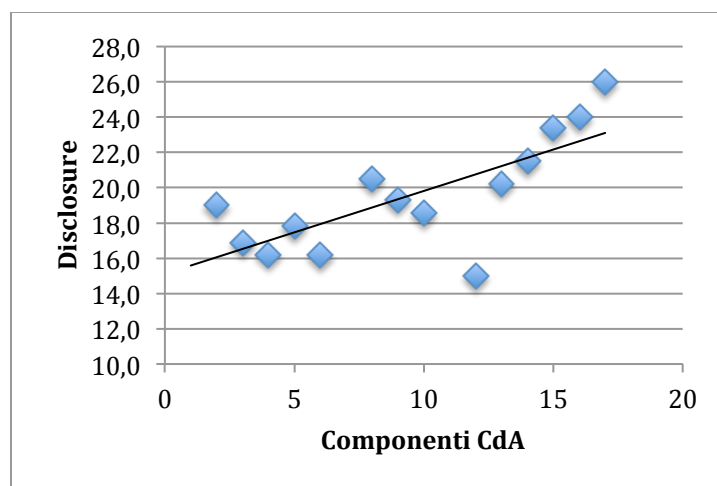
Ciò significa che CdA più numerosi sono caratterizzati da una migliore qualità dell'informativa offerta al mercato.

**Tabella 3.5 Disclosure / Dimensioni CdA**

Dimensione CdA	Media Disclosure	Numero OPC
Piccoli (3-8 membri)	17,1	34
Medi (9 – 11 membri)	19,8	29
Grandi (12 – 18 membri)	21,0	31
<b>Totale</b>	<b>19,2</b>	<b>94</b>

Come si evince dalla tabella, le società con organi amministrativi di 3-8 membri hanno presentato in media una disclosure peggiore rispetto a società con consigli di amministrazione con più componenti.

**Figura 3.2**



Il modello di regressione lineare multipla stimato suggerisce inoltre che, a parità di condizioni, per ogni membro aggiuntivo nel CdA l'indice sulla qualità della disclosure aumenta di un quarto di punto.

Questo fenomeno potrebbe essere collegato al fatto che organi amministrativi più ampi garantiscono una più efficace divisione dei compiti e una maggiore focalizzazione su

tematiche critiche come le operazioni con parti correlate. Come descritto in letteratura, i CdA più ampi permettono di minimizzare il potenziale problema di agenzia derivante dalla separazione tra controllo e management poiché assicurano un miglior controllo (Jensen, 1993).

Ricerche passate hanno dimostrato che board più ampi comportano una riduzione dell'incertezza e riducono la carenza di informazioni (Birnbaum, 1985). Quindi nel caso delle OPC, organi amministrativi composti da più membri offrono al mercato un'informazione superiore, riducendo così le asimmetrie informative e aumentando la trasparenza.

### *Fatturato*

Il fatturato può essere considerato una proxy della *dimensione aziendale*. Il modello di regressione elaborato mostra una relazione positiva tra il logaritmo naturale del fatturato e il livello di disclosure.

Sono stati usati i valori logaritmici per rendere le grandezze più omogenee e più facilmente valutabili, poiché si confrontano fatturati molto differenti che variano dal milione a più di un miliardo di euro.

La relazione positiva tra le variabili implica che società con fatturati più elevati, e quindi di maggiori dimensioni, presentano valori sulla qualità della disclosure superiori. La tabella seguente mostra il valore medio della disclosure a seconda del fatturato societario:

**Tabella 3.6 Disclosure / Fatturato**

Fatturato/€	Media Disclosure	Numero OPC
< 100 milioni	17,9	48
[100 milioni ; 1 miliardo]	19,4	24
> 1 miliardo	22,0	22
<b>totale</b>	<b>19,2</b>	<b>94</b>

Le società quotate medio-piccole (con fatturati inferiori a 100 milioni di euro) presentano valori della disclosure mediamente inferiori alla media, mentre società quotate di elevate dimensioni (con fatturati superiori al miliardo) presentano valori sulla disclosure mediamente positivi e superiori alla media.

La relazione positiva tra la dimensione aziendale e la qualità della disclosure può essere collegata alle maggiori risorse possedute dalle società di grandi dimensioni: queste organizzazioni possono investire maggiormente nella compliance, hanno la possibilità di individuare specifiche figure per la gestione delle OPC e possono contattare esperti che

certifichino la correttezza sostanziale e procedurale dell'operazione. Questi elementi migliorano sia indirettamente che direttamente la qualità e l'affidabilità della disclosure. Inoltre esiste un problema di tipo informativo, infatti, le società di grandi dimensioni sono solitamente più esposte a controlli da parte degli stakeholder, essendo più visibili e avendo instaurato maggiori relazioni con i soggetti esterni; sono quindi più inclini a migliorare il livello di informativa offerta al mercato per ottenere legittimazione e per esigenze di business. Inoltre è stato riscontrato che le società con fatturati inferiori ai 100 milioni di euro rappresentano la categoria che, per motivi di business, ha realizzato più operazioni di finanziamento e fideiussione con parti correlate; queste operazioni, secondo questo studio, sono caratterizzate da una disclosure mediamente inferiore che influenza in negativo la media del giudizio sulla disclosure di tutta la categoria.

### 3.1 I diversi livelli d'informativa offerti

Al fine di individuare il ritratto delle società che, offrendo un'informativa non adeguata al mercato, possono aver utilizzato le OPC per atti espropriativi, sono state estrapolate le operazioni con disclosure minima/insufficiente, ovvero quelle operazioni i cui documenti informativi hanno ottenuto un punteggio sull'informativa inferiore al primo quartile e quindi ai 16 punti.

**Tabella 3.1.1** caratteristiche delle società che offrono disclosure minima.

Punteggio Disclosure	Numero OPC	Media Fatturato/000	Media Ebit%	Media Membri CdA	Media Interlocking	Media Ownership
12	3	40.885 €	1%	6	2,0	72%
13	5	50.000 €	-24%	7	4,8	32%
14	4	195.334 €	-5%	7	3,5	63%
15	6	249.333 €	-4%	11	2,3	55%
<b>12-15</b>	<b>18</b>	<b>147.222 €</b>	<b>-9%</b>	<b>8</b>	<b>3,2</b>	<b>52%</b>

Le OPC caratterizzate da una disclosure minima sono state realizzate da società quotate con fatturati mediamente inferiori ai 150 milioni di euro, quindi di dimensioni limitate, e caratterizzate da redditività operativa negativa, quindi con problemi legati alla conduzione del business.

La corporate governance di queste società è caratterizzata da consigli di amministrazione medio-piccoli, in cui gli amministratori indipendenti ricoprono poche cariche in organi sociali di altre società: la somma degli interlocking directorate degli amministratori indipendenti è in media inferiore a 5 cariche, valore che si discosta nettamente dalla media del campione originario (ovvero 11 interlocking). Altro elemento da rilevare è la percentuale di partecipazione detenuta dall'azionista principale che è in media superiore al 50% del capitale sociale; questa situazione implica che l'azionista principale detiene una partecipazione rilevante e, configurandosi come socio di maggioranza, gode del controllo della società. Partendo dall'ipotesi confermata in letteratura che in presenza di informativa non soddisfacente aumentano le asimmetrie informative e i rischi di atti espropriativi verso le minoranze (Ben Ali, 2009), emerge chiaramente che le società analizzate sono quelle più esposte al II° problema d'agenzia e sui cui bisognerebbe porre maggiori attenzioni.

Le società sopra descritte si differenziano sensibilmente dalle società che in media hanno fornito una disclosure ottima, ovvero con punteggi superiori o uguali al terzo quartile.

**Tabella 3.1.2 caratteristiche delle società che offrono disclosure ottima.**

Punteggio Disclosure	Numero OPC	Media Fatturato	Media Membri CdA	Media Interlocking	Media Ownership
22-29	28	2.204.571 €	12	16,6	47%

Si evince dalla tabella che le società che hanno ottenuto punteggi elevati sulla disclosure, sono società di grandi dimensioni con fatturati medi superiori ai 2 miliardi di euro.

I CdA sono composti da 12 membri e la media degli interlocking directorate, superiore alle 16 cariche totali, permette di concludere che gli amministratori indipendenti beneficiano di maggiore esperienza nel settore. L'azionista principale sebbene abbia una quota rilevante non detiene in media la maggioranza delle azioni.

Queste società, offrendo una migliore disclosure, sono meno esposte ai problemi di agenzia che caratterizzano le OPC.

Le variabili che discriminano le società che hanno ottenuto una valutazione sulla disclosure ottima da quelle che hanno ottenuto una valutazione insufficiente sono esattamente le variabili di controllo ritenute significative dal modello di regressione: la dimensione operativa (misurata tramite il fatturato), la dimensione del CdA e il numero di interlocking sono le variabili dipendenti che hanno un maggior effetto sulla qualità della disclosure.

## 4. Conclusioni e Implicazioni

Lo scopo di questo elaborato è di mostrare una possibile relazione tra la qualità della disclosure sulle OPC e le variabili di governance e di performance.

Innanzitutto, è stata analizzata la qualità dell'informativa da parte delle società quotate italiane coinvolte in operazioni con parti correlate; si è proceduto con la raccolta dei documenti informativi redatti dalle società che hanno realizzato OPC di maggiore rilevanza dal 2010 al 2014.

Attraverso la realizzazione di un framework di valutazione che considera l'informativa offerta in ogni sezione richiesta dal nuovo Regolamento Consob, è stato ricavato un indice sulla qualità della disclosure per ogni documento informativo individuato. Il punteggio sull'informativa nelle sezioni del documento è stato assegnato tenendo in considerazione l'eshaustività dell'informazione data, la presenza di elementi quantitativi e d'informazioni supplementari.

Dalla valutazione sulle sezioni è emerso che in media le società sono più propense a fornire informazioni esaurienti sulle caratteristiche, termini e modalità dell'operazione mentre vengono trascurate le sezioni sui rischi e sulle trattative.

È emerso che, nella sezione sulla variazione dei compensi, nessuna società ha evidenziato una potenziale variazione retributiva del management collegata all'OPC svolta.

Inoltre è apparso che nella maggior parte dei casi le parti correlate sono società facenti parte dello stesso gruppo o soggette al medesimo controllo e più raramente sono persone fisiche come gli azionisti o gli amministratori. Infatti, se una società realizza una OPC con un soggetto correlato ma non vengono superati gli indici di rilevanza, non ha l'obbligo di pubblicare il documento informativo. Questo implica che le operazioni di minore rilevanza, non essendo oggetto di disclosure, potranno essere utilizzate come strumenti d'abuso.

Inoltre, è emerso che la tipologia di OPC più ricorrenti sono le transazioni di finanziamento-fideiussione (26%), seguite da cessioni di partecipazioni (23%) e aumento di capitale riservato (18%).

Le operazioni di fusione sono le OPC con la migliore analisi e informativa data al mercato. In questi casi la disclosure è risultata ottima in tutte le sezioni del documento, dando maggior attenzione alla sezione sul corrispettivo. Infatti, il rapporto di concambio nelle fusioni è potenzialmente lesivo nei confronti degli azionisti di una delle società coinvolte e per questo richiede maggiori controlli.

Al contrario i documenti sulle cessioni di crediti sono stati in media i meno esaustivi e in particolare non è stata approfondita la reale motivazione economica della società nel compiere l'operazione se non in un'ottica di gruppo.

A seguire, i documenti sulle operazioni di finanziamento sono risultati mediamente incompleti, trascurando maggiormente la sezione concernente il corrispettivo: il prezzo di norma non veniva giustificato né con una metodologia di calcolo né con un benchmark ai valori di mercato.

Lo studio ha inoltre evidenziato che i documenti informativi con allegati facoltativi, come la relazione dell'esperto, hanno una disclosure superiore anche nelle sezioni obbligatorie. In questi casi vengono fornite informazioni più dettagliate e accreditate dal parere dell'esperto indipendente.

In seguito sono state analizzate le variabili di governance ed economico-finanziarie che avrebbero potuto avere un effetto sulla disclosure.

Attraverso il modello di regressione stimato, è stato riscontrato che la qualità della disclosure varia positivamente con l'anno di realizzazione dell'operazione, con l'esperienza degli amministratori indipendenti (misurata attraverso il numero di interlocking), con la dimensione operativa aziendale e con la dimensione dell'organo amministrativo.

Il modello ha, invece, evidenziato che l'effetto del livello d'indebitamento sulla qualità della disclosure è pressoché nullo e la presenza di un comitato che gestisce le OPC e della CEO duality non hanno un effetto rilevante sulla disclosure.

La redditività operativa (Ebit%) è generalmente negativa per le società che compiono queste operazioni ma la qualità delle disclosure non dipende dal variare di questo indice.

Mentre, a differenza di quanto riconosciuto per la disclosure volontaria, non c'è una relazione forte tra la qualità dell'informativa dell'OPC e la percentuale degli amministratori indipendenti presenti nel CdA.

Riepilogando, gli amministratori indipendenti che ricoprono ruoli in altre società (interlocking directorate) garantiscono una disclosure superiore perché possono utilizzare l'esperienza acquisita dagli incarichi nelle altre organizzazioni e trasferire le best practise alla società obbligata a emettere il documento informativo. Le società in cui i CdA sono composti da tanti amministratori, hanno la possibilità di suddividere meglio i compiti e forniscono informazioni più dettagliate nei documenti informativi.

La qualità della disclosure sulle OPC, che è migliorata con il passare del tempo, presenterà livelli di informativa superiori negli anni futuri.



Infine, le società di dimensione operative maggiori, quindi con fatturati elevati, potendo investire una quantità di risorse superiore per gestione delle OPC, possono offrire una migliore disclosure al mercato per motivare le OPC concluse.

Sebbene il lavoro abbia prodotto risultati interessanti, la presenza di aree non prese in considerazione e limitazioni al lavoro permetterebbero lo sviluppo di ricerche correlate future.

In particolare, il campione analizzato potrebbe essere ampliato considerando gli anni precedenti alla Riforma Conosb del 2010 per stabilire se c'è stato un cambiamento di relazioni con le variabili considerate in seguito al nuovo Regolamento.

Inoltre, sarebbe possibile considerare l'applicabilità del modello anche in altri paesi dove il problema delle espropriazioni è critico come in Italia.

Il modello potrebbe essere ampliato considerando la categoria di OPC o il settore di appartenenza della società.

Infine, un altro punto critico è legato alla soggettività e complessità che caratterizza la definizione di qualità della disclosure: la considerazione di determinati parametri e l'esclusione di altri potrebbero non riflettere la reale qualità dell'informativa offerta dalle società.

Nonostante queste limitazioni, lo studio mostra interessanti risultati che possono essere utili per manager, azionisti e regolatori.

Il maggior risultato concerne, quindi, l'identificazione della relazione positiva tra la qualità della disclosure e le variabili di governance (dimensioni del CdA ed interlocking) e di performance (fatturato). Quindi, in società di dimensioni limitate, caratterizzate da un CdA con pochi membri e/o in cui gli amministratori indipendenti non ricoprono altre cariche, è possibile riscontrare un'informativa sulle OPC più lacunosa che potrebbe segnalare una tendenza a coprire atti espropriativi ai danni dei soci e della società stessa.



## BIBLIOGRAFIA

AGUILERA R. V., et al., 2008. "An organizational approach to comparative corporate governance: Costs, contingencies, and complementarities." *Organization Science*, 19(3), 475-492.

AGUILERA R. V., JACKSON G., 2010. "Comparative and international corporate governance". *The Academy of Management Annals*, 4(1), 485-556.

AMZALEG Y., RONEN B., 2013. "Ownership Concentration and the Value Effect of Related Party Transactions". *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 9 (2), pp. 239-255

BAIMAN S., NETESSINE S., SAOUMA R., 2010. "Informativeness, incentive compensation, and the choice of inventory buffer". *The Accounting Review*, 85(6), 1839-1860.

BARONTINI, R., & CAPRIO, L., 2002. *Il Consiglio di Amministrazione, la rotazione degli amministratori e la performance dell'impresa: l'esperienza italiana in una prospettiva comparata*. Ist. poligrafico e zecca dello Stato.

BAUDINO A., FRASCINELLI R., 2008. *Il bilancio e i controlli nella s.p.a. e nella s.r.l. dopo la Finanziaria 2008*, Maggioli, Rimini.

BAVA F., 2013. "Disclosure on Related Party Transactions: Evidence from Italian Listed Companies".

BEASLEY, M. S., 1996. "An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud". *Accounting Review*, 443-465.

BEN ALI, C., 2009. "Disclosure quality and corporate governance in a context of minority expropriation". *Available at SSRN 1406149*.

BIANCO M., CASAVOLA P., 1999. "2 Italian corporate governance: Effects on financial structure and firm performance". *European Economic Review*. 43 (4-6)

BIRNBAUM, P. H., 1985. "Political strategies of regulated organizations as functions of context and fear". *Strategic Management Journal*, 6(2), 135-150.

- BRAAM, G., & BORGHANS, L. 2014. “Board and auditor interlocks and voluntary disclosure in annual reports”. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 12(2), 135-160.
- BUCHANAN B., YANG T., 2005. “The benefits and costs of controlling shareholders: the rise and fall of Parmalat” *Research in International Business and Finance*, 19(1), 27-52.
- CECCHETTO N., 2012. “Operazioni con parti correlate e tecniche di regolamentazione: note critiche” *Rivista di Diritto Bancario*, 19.
- CENTRO DIFESA STUDIO DE NICOLA, 2008. *Proprietà e controllo dell'impresa. Il modello italiano, stabilità o contendibilità?*. Giuffrè Editore.
- CERBIONI F., PARBONETTI A., 2007. “Exploring the effects of corporate governance on intellectual capital disclosure: an analysis of European biotechnology companies”. *European Accounting Review*. 16 (4), pp. 791-826
- CHENG E.C.M., COURTENAY S.M., 2006. “Board composition, regulatory regime and voluntary
- CHIAPPETTA F., 2008. “Le operazioni con parti correlate: profili sistematici e problematici” *dircomm.it*. disponibile su <<http://www.dircomm.it/2008/n.3/02.html>>. [Data di accesso: 29/02/2015]
- CIAVARELLA A., et al., 2014. “Regulation and Self-Regulation of Related Party Transactions in Italy: An Empirical Analysis”. *QUADERNI DI FINANZA*, (75), 1-38
- COSTANZO P., PRIORI M., SANGUINETTI A., 2007. *Governance e tutela del risparmio. Best practice, regole e comunicazioni al mercato*. Vita e Pensiero.
- DHARWADKAR B., GEORGE G., BRANDES P., 2000. “Privatization in emerging economies: An agency theory perspective”. *Academy of management review*, 25(3), 650-669.
- Disclosure”, *The International Journal of Accounting*, 41, pp. 262 – 289.
- DYCK A., ZINGALES L., 2004. “Private benefits of control: An international comparison”. *The Journal of Finance*, 59(2), 537-600.

- EHRHARDT O., NOWAK E., 2003. "Private benefits and minority shareholder expropriation (or what exactly are private benefits of control?)". *EFA 2003 Annual Conference Paper* (No. 809).
- FAMA, E. F., JENSEN, M. C., 1983. "Separation of ownership and control". *Journal of law and economics*, 301-325.
- FAN, J. P., & WONG, T. J. 2002. "Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia". *Journal of accounting and economics*, 33(3), 401-425.
- FISCHEL D.R., EASTERBROOK F., 1991. "*The Economic Structure of Corporate Law*". Cambridge, MA and London: Harvard University Press.
- FISMAN R., KHANNA T., 2004. "Facilitating development: The role of business groups" *World Development*, 32(4), 609-628.
- FORKER, J. J., 1992. "Corporate governance and disclosure quality". *Accounting and Business research*, 22(86), 111-124.
- GORDON E. A., HENRY E., 2005. "Related party transactions and earnings management." *SSRN 612234*.
- GORDON E., HERNY E., PALIA D., 2004. "Related party transactions and corporate governance". *Advances in Financial Economics*, 9(1), 1-27.
- HO S. S., WONG K. S., 2001. "A study of the relationship between corporate governance structures and the extent of voluntary disclosure." *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 10(2), 139-156.
- JENSEN, M. C., 1993. "The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems", *Journal of Finance*, 48(3): pp. 831 – 880.
- JOHNSON S., FRIEDMAN E., MITTON T., 2000. "Tunneling and propping." *Unpublished manuscript, Massachusetts Institute of Technology, Cambridge, MA*.
- JOHNSON S., LA PORTA R., et al., 2000. "Tunnelling" (January 2000). *Harvard Institute of Economic Research Paper No. 1887*. <http://ssrn.com/abstract=204868>
- KOHLBECK M. J., MAYHEW B. W., 2004. "Agency costs, contracting, and related party transactions". *Contracting, and Related Party Transactions* (December 31, 2004).

- KOHLBECK M. J., MAYHEW B. W., 2010. "Valuation of firms that disclose related party transactions". *Journal of Accounting and Public Policy*, 29(2), 115-137.
- LA PORTA, et al., 1999. "The quality of government." *Journal of Law, Economics, and organization*, 15(1), 222-279.
- LAKHAL, F., 2004. "Stock market liquidity and information asymmetry around Voluntary earnings announcements: New evidence from France". Available at SSRN 665086.
- LAMBIASE A., 2011. "Guida alle investor relations. Strumenti e metodi avanzati di comunicazione finanziaria". Maggioli Editore.
- LANG M.H., LUNDHOLM R. J., 1996. "Corporate disclosure policy and analyst behavior." *Accounting review*, 467-492.
- MCCAHERY J.A., VERMEULEN E.P., 2011. "Mandatory Disclosure of Blockholders and Related Party Transactions: Stringent Versus Flexible Rules". *European Banking Center Discussion Paper*, (2011-030).
- MOSCARIELLO N., 2007. *Le operazioni tra parti correlate nella comunicazione d'azienda*. Cedam.
- NORTON ROSE FULRIGHT, 2010. "La nuova disciplina Consob sulle operazioni con parti correlate". Disponibile su <  
<http://www.nortonrosefulbright.com/knowledge/publications/27669/la-nuova-disciplina-consob-sulle-operazioni-con-parti-correlate>>. [Data di accesso: 20/01/2015]
- OECD, 2012. «Related Party Transactions and Minority Shareholder Rights».
- PENG M., SAUERWALD S., 2013. "Corporate Governance and Principal–Principal Conflicts" *The Oxford Handbook of Corporate Governance*, 29.
- PIZZO M., 2011. "Related party transactions under a contingency perspective". *Journal of Management & Governance*, 17 (2), pp. 309-330.
- RAINELLI P., 2010. Il regolamento Consob sulle operazioni con parti correlate: le linee fondamentali. *IL NUOVO DIRITTO DELLE SOCIETA'*, 12, 12-28.
- Regolamento Consob, Delibera n. 17221 su Operazioni Parti Correlate.

RIORDAN M. H., WILLIAMSON O.E., 1985. "Asset specificity and economic organization". *International Journal of Industrial Organization*, 3(4), 365-378.

ROSENSTEIN, S., & WYATT, J. G., 1990. Outside directors, board independence, and shareholder wealth. *Journal of financial economics*, 26(2), 175-191.

SAANOUN I. B., OTHMANI S., ARAB M. B., 2013. "Empirical Evidence of the Relation Between Private Benefits of Control and Asymmetric Information: The Case of French Listed Firms". *Journal of Business Studies Quarterly*, 5 (2).

SANTAGATA R., 2010. Cumulo di cariche amministrative ed interessi in conflitto nelle società per azioni. in "Amministrazione e controllo nel diritto delle società". Giappichelli Editore

SHROPSHIRE, C., 2010. "The role of the interlocking director and board receptivity in the diffusion of practices". *Academy of Management Review*, 35(2), 246-264.

SWARTZ M., WATKINS S., 2003. "Power failure: The inside story of the collapse of Enron." Crown Business.

VAFEAS, N., 2000. "Board structure and the informativeness of earnings". *Journal of Accounting and Public policy*, 19(2), 139-160.

## APPENDICE

Elenco delle società quotate che hanno realizzato OPC tra il 2010 e il 2014

Acea	Industria e Innovazione
AceGasAps	INTEK
Acque Potabili	Investimento e Sviluppo
Aicon	Juventus
Aion	Kerself
Alerion	KREnergy
Anima	Landi Renzo
Arena	Mediaset
Arkimedica	Meridiana
ASTM	Meridiana fly
Atlantia	Meridie
Bastogi	Methorios
BE	Mondadori
BEE Team	Mondo TV
Bialetti	Parmalat
Bioera	Pierrel
Brioschi	Pirelli
Caleffi	Poligrafici Editoriale
Carraro	Prelios
CDC Point	RCS
CHL	RDB
Ciccolella	Risanamento
Compagnia della Ruota	Safilo
Edison	Saipem
Emak	SIAS
Erg Renew	Sintesi
ErgyCapital	SNAI
Eukedos	SNAM
Fidia	Socotherm
Fiera Milano	Telecom Italia
Finmeccanica	Telecom Italia media
Gas Plus	Tesmec
Greenvision	Tod's
IGD SIIQ	Yorkville
Impregilo	