

Comitato scientifico

Roberto Cafferata

Corrado Cerruti

Sergio Cherubini

Antonio Chirico

Alessandro Gaetano

Claudia Maria Golinelli

Marco Meneguzzo

Paola Anna Paniccia

Cosetta Pepe

Francesco Ranalli

Salvatore Sarcone

EMILIANO DI CARLO

OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE
E AMMINISTRATORI INDIPENDENTI



CASA EDITRICE DOTT. ANTONIO MILANI
2012

PROPRIETÀ LETTERARIA RISERVATA

Copyright 2012 Wolters Kluwer Italia Srl

ISBN 978-88-13-33519-9

I diritti di traduzione, di memorizzazione elettronica, di riproduzione e di adattamento totale o parziale, con qualsiasi mezzo (compresi i microfilm e le copie fotostatiche), sono riservati per tutti i Paesi.

Le fotocopie per uso personale del lettore possono essere effettuate nei limiti del 15% di ciascun volume/fascicolo di periodico dietro pagamento alla SIAE del compenso previsto dall'art. 68, commi 4 e 5 della legge 22 aprile 1941, n. 633.

Le riproduzioni diverse da quelle sopra indicate (per uso non personale – cioè, a titolo esemplificativo, commerciale, economico o professionale – e/o oltre il limite del 15%) potranno avvenire solo a seguito di specifica autorizzazione rilasciata da EDISER Srl, società di servizi dell'Associazione Italiana Editori, attraverso il marchio CLEARedi Centro Licenze e Autorizzazioni Riproduzioni Editoriali. Informazioni: www.clearedi.org.

L'elaborazione dei testi, anche se curata con scrupolosa attenzione, non può comportare specifiche responsabilità per eventuali involontari errori o inesattezze.

Stampato in Italia - Printed in Italy

Stampato da ERMES Servizi Editoriali Integrati S.r.l., Arccia (RM)

a mio figlio Alessio

INDICE-SOMMARIO

INTRODUZIONE	pag. XI
--------------------	---------

CAPITOLO PRIMO

PROSPETTIVE DI INTERPRETAZIONE DELLE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE

1. Considerazioni introduttive.....»	3
2. La nozione di “parti correlate”: parti correlate infragruppo ed esterne	6
3. (<i>Segue</i>): Schemi riclassificati di bilancio per l’analisi dei rapporti con le parti correlate	11
4. La prospettiva del conflitto di interessi e i benefici privati del controllo	15
5. La prospettiva delle transazioni efficienti.....»	20
6. La prospettiva delle contingenze	26
7. La prospettiva del sistema gruppo: interesse di gruppo e vantaggi compensativi dei danni nelle operazioni con parti correlate	29
8. Considerazioni conclusive	34

CAPITOLO SECONDO

ATTIVITÀ DI DIREZIONE E COORDINAMENTO
E OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE

1. Considerazioni introduttive.....»	39
2. Il dovere di corretta gestione della holding nell'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento.....»	44
3. Attività di direzione e coordinamento nel caso dei gruppi a livelli successivi di aggruppamento: "impresa gruppo" e "gruppo di imprese"	52
4. Un'analisi empirica sull'attività di direzione e coordinamento nei gruppi italiani quotati. Prime considerazioni.....»	61
5. Prova contraria della presunzione di attività di direzione e coordinamento in ipotesi di controllo e/o consolidamento	71
6. Presunzione di controllo sostanziale in assenza di controllo formale	82
7. Considerazioni conclusive	91

CAPITOLO TERZO

PROCEDURE DI GESTIONE E TRASPARENZA
DELLE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE

1. Considerazioni introduttive.....»	97
2. I limiti della disclosure di bilancio delle operazioni con parti correlate	99
3. Operazioni con parti correlate e premio di maggioranza nei trasferimenti di controllo	104
4. La normativa sulla gestione del conflitto di interessi nelle operazioni con parti correlate.....»	108
4.1. Gestire il conflitto di interessi potenziale: individuazione delle parti correlate	116
4.2. (<i>Segue</i>): Individuazione delle operazioni con parti correlate e delle procedure da adottare	122

4.3. Gestire il conflitto di interessi reale: espressione di pareri e approvazione delle operazioni con parti correlate	» 124
4.4. Gestire il conflitto di interessi apparente: informazione al pubblico sulle operazioni con parti correlate e sulle procedure adottate	» 133
5. Effetto del Regolamento Consob sulla riduzione della severità del conflitto di interessi nelle operazioni con parti correlate.....	» 140
6. Informativa sull'attività di direzione e coordinamento e sui rapporti con le parti correlate.....	» 145
6.1. Informativa sugli effetti dell'attività di direzione e coordinamento e sui rapporti che derivano da tale attività.....	» 146
6.2. Differenze e analogie tra informativa sull'attività di direzione e coordinamento e quella sulle parti correlate.....	» 149
6.3. Gruppi quotati e trasparenza dei rapporti con società estere aventi sede legale in Stati che non garantiscono la trasparenza societaria	» 152
6.4. Una proposta di integrazione tra la normativa sulla trasparenza di bilancio dell'attività di direzione e coordinamento e quella sui rapporti con le parti correlate	» 155
7. Considerazioni conclusive	» 160

CAPITOLO QUARTO

INTERESSI DEGLI AMMINISTRATORI (IN)DIPENDENTI NOMINATI DALL'AZIONISTA DI CONTROLLO E OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE

1. Considerazioni introduttive.....	» 167
2. La trasparenza del modello di governance: il codice di autodisciplina delle società quotate italiane	» 172

3.	I requisiti di indipendenza dei membri del <i>board</i> : attributi positivi e criteri negativi.....»	175
4.	Il conflitto di interessi degli amministratori.....»	185
4.1.	Interferenza sull'autonomia di giudizio e sulla manifestazione della volontà	188
4.2.	L'autonomia degli amministratori indipendenti nelle società dirette e coordinate	193
5.	Indipendenza e utilizzo della competenza a servizio dell'interesse primario	195
6.	La genesi degli interessi privati nei bisogni da soddisfare	202
6.1.	Gli interessi finanziari.....»	205
6.2.	Gli interessi non finanziari. I legami sociali	207
6.3.	(<i>Segue</i>): Il rapporto di reciprocità con l'azionista di controllo.....»	211
7.	Alcuni meccanismi psicologici alla base dei comportamenti opportunistici.....»	214
7.1.	I processi decisionali automatici e controllati. I "dual-process models" alla base degli interessi primari e secondari.....»	215
7.2.	L'esperimento di Milgam e l'obbedienza all'autorità dell'azionista di controllo	220
7.3.	Razionalità limitata e sopravvalutazione della propria etica come barriera al riconoscimento del conflitto di interessi	233
8.	Considerazioni conclusive	237
INDICE DELLE OPERE CITATE.....»		247

INTRODUZIONE

Nell'ambito delle tematiche di *corporate governance* le operazioni con le parti correlate (d'ora in poi anche OPC) hanno assunto un crescente rilievo negli ultimi anni, a causa degli scandali finanziari che hanno trovato in tali operazioni la loro genesi ¹. A ben vedere, i fenomeni fraudolenti hanno interessato sia le imprese in cui netta è la separazione tra proprietà e controllo (le c.d. *public company*), sia quelle caratterizzate da un'elevata concentrazione della proprietà, come quelle italiane. Nel primo caso le OPC hanno visto l'estrazione di benefici privati da

¹ «Tutti sanno, o hanno appreso dai recenti scandali societari, che l'espropriazione degli azionisti di minoranza da parte dell'azionista di controllo avviene spesso attraverso operazioni con parti correlate»; SPAVENTA (2005).

Di recente, così Zingales sulle operazioni con parti correlate del gruppo Fonsai: «[...] la realtà che emerge dalla relazione dei sindaci di Fonsai è al di là di ogni mia previsione. Nel gruppo di Ligresti le operazioni con parti correlate erano un vero modello di business. Queste operazioni sono estremamente delicate perché creano una divergenza tra l'interesse della società e quello dell'azionista di maggioranza [...] Per questo tali operazioni devono essere approvate da un comitato di consiglieri indipendenti non in conflitto di interessi. Non solo il gruppo Fonsai comprava spesso imprese e servizi dalla famiglia Ligresti, ma le società del gruppo cedevano anche a società detenute direttamente dalla famiglia Ligresti terreni edificabili, riacquistando contestualmente l'edificio che su tali terreni Ligresti avrebbe costruito. Che male c'è – si potrebbe dire – Ligresti era un costruttore e le società del gruppo sfruttavano le sue capacità. Tanto più che questi contratti venivano fatti a norma di legge, con tanto di opinioni di esperti. Peccato che il talento di Ligresti veniva già ampiamente retribuito con contratti di consulenza, che nel corso di sette anni sono ammontati a 40 milioni di euro. E che i contratti inizialmente stipulati venivano poi modificati in corso d'opera, a condizioni più vantaggiose per i Ligresti»; ZINGALES (2012).

parte dei manager aziendali (es. Enron negli USA), mentre nel secondo sono stati gli azionisti di controllo a consumare benefici a danno degli *outsider* (es. Parmalat, Mariella Burani e IT Holding in Italia).

Negli USA l'apparente associazione tra le frodi societarie e le OPC ha portato il Sarbanes-Oxley Act del 2002 a vietare la concessione di prestiti a manager e amministratori, quand'anche tali operazioni fossero effettuate nell'interesse dell'impresa e dei suoi *stakeholder*. Tuttavia, l'orientamento prevalente non è quello di proibire le OPC bensì di richiederne un'adeguata informativa². Questo in considerazione del fatto che talune OPC risultano talvolta più vantaggiose rispetto a quelle poste in essere con controparti non correlate; pertanto, impedirne il compimento potrebbe arrecare un danno alle aziende e ai loro *stakeholder*.

Il problema della *protezione degli investitori* assume un rilievo particolare in Italia, dove diversi studi hanno evidenziato che la normativa posta a loro protezione – e soprattutto l'applicazione della stessa – è più debole rispetto a quella di altri paesi, consentendo al soggetto controllante di estrarre più agevolmente benefici privati³.

L'elevata concentrazione azionaria, il numero ridotto di società quotate, la liquidità non sufficiente per molti titoli quotati, la ridotta presenza di investitori stranieri nel capitale delle imprese, il conflitto di interessi che caratterizza la struttura societaria di molte grandi aziende⁴, sono tutti indicatori di una scarsa protezione dei diritti delle minoranze e di un assetto complessivo delle regole di governo societario che appare ancora insufficiente.

² GORDON, HENRY, LOUWERS e REED (2007, p. 82).

³ «*In many countries today, the law protects investors better than it does in Russia, Korea, or Italy. In the United States, for example, courts try to control managerial diversion of company assets to themselves, although even in the United States there are cases of executive compensation or transfer pricing which have a bad smell*»; SHLEIFER e VISHNY (1996, p. 9). Si vedano, inoltre, tra gli altri: LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER e VISHNY (1998); MELIS (2000); VOLPIN (2002); GILSON (2006); ZINGALES (2008a).

⁴ «Nei sistemi come quello italiano, i rischi di conflitto di interessi sono maggiori perché essi possono essere facilmente occultati dietro complicati e spesso inestricabili intrecci azionari, da patti parasociali non sempre portati quantomeno con riferimento ai loro interna *corporis acta* alla luce del sole, e da strutture piramidali che estremizzano la separazione tra proprietà e controllo con una moltiplicazione dei costi di agenzia nel rapporto tra i reali gruppi di potere e gli altri soggetti che subiscono tale potere»; ROSSI (2006, p. 4).

Tuttavia, in questi ultimi anni, sia in Italia che in altri Paesi, si sta assistendo ad una forte accelerazione nel cambiamento delle norme⁵, volte a disciplinare il comportamento delle aziende nei confronti degli investitori⁶⁻⁷.

A ben vedere, questa regolamentazione, che in prevalenza riguarda le società quotate, risente della consapevolezza che non sempre il mercato riesce a evitare distorsioni, qualora non sia disciplinato da opportune regole⁸.

In tal senso, di indubbia importanza è la legge sulla tutela del risparmio (L. n. 262/2005), che ha apportato modifiche ed integrazioni

⁵ In particolare, per quanto concerne l'Italia, si richiamano: la Riforma del diritto societario (D.Lgs. n. 6/2003), la disciplina della responsabilità amministrativa delle società (D.Lgs. n. 231/2001), il recepimento degli IAS/IFRS, il nuovo accordo sul capitale di Basilea, la Legge sugli abusi di mercato (L. n. 62/2005), la Legge sulla tutela del risparmio (L. n. 262/2005), il Codice di Autodisciplina delle società quotate e il Regolamento Consob sulle operazioni con parti correlate (delibera n. 17221/2010). Tali disposizioni dimostrano il crescente interesse verso la tutela degli investitori e l'efficienza dei mercati borsistici.

⁶ «Il buon funzionamento del mercato richiede che il sistema tenda a recuperare nuove condizioni di serenità e fiducia, sulla base di principi stabili e condivisi, in grado di orientare i comportamenti degli operatori e delle stesse Autorità di vigilanza. Ciò coerentemente con gli obiettivi di tutela della correttezza e della qualità del mercato, ma anche della sua crescita e sviluppo»; CARDIA (2006, pp. 34-35).

⁷ ENRIQUES e VOLPIN (2007).

⁸ Così come affermato dall'ex presidente della Consob, Lamberto Cardia: «In passato vi era una certa tendenza a vedere una contrapposizione fra l'obiettivo dello sviluppo dei mercati finanziari (efficienza) e quello della protezione dei risparmiatori (equità): minori regole, meno "lacci e laccioli", un maggiore spazio alla libera iniziativa, anche a scapito della protezione dei risparmiatori, si riteneva potessero favorire lo sviluppo dei mercati. Oggi vi è la consapevolezza che così non è, almeno per quanto riguarda i mercati finanziari. I mercati finanziari non si sviluppano spontaneamente, oserei dire dal nulla. C'è bisogno di regole, di istituzioni, di politiche pubbliche attente e lungimiranti. Numerosi studi mostrano infatti l'esistenza di una correlazione positiva fra il grado di protezione degli investitori e lo sviluppo dei mercati finanziari. In particolare, alcune ricerche mostrano che la maggiore tutela degli azionisti di minoranza favorisce la dispersione della proprietà azionaria, accresce la liquidità dei mercati azionari e fa aumentare il valore delle imprese. Ciò, a sua volta, fa aumentare la propensione delle imprese a quotarsi in borsa (perché gli imprenditori possono vendere le proprie azioni a prezzi più elevati), porta ad un aumento del numero di società quotate e innesca un "circolo virtuoso" di crescita dei mercati»; CARDIA (2005).

al Testo Unico della Finanza (D.Lgs. n. 58/1998), rafforzando i sistemi di controllo interni delle aziende e la trasparenza contabile soprattutto con riferimento agli scambi caratterizzati dalla presenza di conflitti di interessi. Più in dettaglio: è stato *valorizzato il ruolo delle minoranze azionarie*; sono state introdotte misure di *prevenzione dei conflitti di interesse nella revisione contabile*; è stata prevista maggiore *trasparenza delle società estere* appartenenti a gruppi quotati e situate nei cosiddetti “paradisi legali”.

Migliorare la qualità con cui i rapporti in conflitto di interessi devono essere comunicati al mercato significa anche indurre le aziende ad aumentare l'*informativa volontaria (voluntary disclosure)*, a completamento ed integrazione dell'*informativa obbligatoria (mandatory disclosure)*⁹, nonché a porre presidi a tutela degli *outsider*. Questo in considerazione del fatto che quanto più la *disclosure* favorisce la percezione dell'investitore circa il rischio di espropriazione che caratterizza il suo investimento, tanto più elevate dovrebbero essere le garanzie – non solo formali, come spesso accade con l'adozione dei codici di autodisciplina, ma anche sostanziali – che l'azienda è spinta a fornire sulla correttezza delle operazioni poste in essere. Viceversa l'azienda perde in reputazione, con tutte le conseguenze che ne derivano, prima fra tutte la perdita di valore economico.

Un'informativa di qualità è essenziale per l'efficiente funzionamento del mercato dei capitali. La domanda di *disclosure* cresce con l'aumentare delle asimmetrie informative e dei conflitti di interessi tra *insider* (es. azionisti di controllo e manager) ed *outsider* (azionisti di minoranza e creditori sociali).

In Italia tale domanda è stata soddisfatta, almeno in parte, attraverso l'introduzione di regole che impongono di evidenziare in bilancio e/o nella relazione sulla gestione l'*effetto delle OPC* e di adottare *procedure di correttezza sostanziale e procedurale* per la loro approvazione.

In particolare, ci si riferisce:

- al principio contabile internazionale IAS 24, sull'*informativa di bilancio sui rapporti con parti correlate*;
- all'art. 2497-*bis*, co. 5, del cod. civ. (introdotto dalla riforma del diritto societario, D.Lgs. n. 6/2003) che richiede di evidenziare i *rapporti e gli effetti dei rapporti derivanti dall'attività di direzione e coordinamento della controllante nell'ambito della struttura gruppo*;

⁹ Sul punto SALVIONI (2002, p. 4).

– agli artt. 165-*quater*, *quinquies* e *sexies* del Testo Unico della Finanza (introdotto dalla legge sulla tutela del risparmio, L. n. 262/2005) ai sensi dei quali occorre fornire separata indicazione dei *rapporti e degli effetti dei rapporti con società del gruppo residenti in Paesi che non garantiscono adeguata trasparenza societaria*;

– all'art. 2427, co. 1, punto 22-*bis*, del cod. civ. (introdotto dal D.Lgs. n. 173/2008, che attua la direttiva n. 2006/46/CE) che richiede, per le società non quotate, di evidenziare in nota integrativa le operazioni con parti correlate;

– il Regolamento Consob sulle operazioni con parti correlate (delibera n. 17221 del 2010).

Dei punti in elenco indubbiamente quello di maggior rilievo è il recente Regolamento Consob sulle OPC. Prima della Consob, la prassi aveva individuato diverse tecniche utilizzabili, anche cumulativamente, per assicurare la correttezza sostanziale delle OPC. Si segnalano, a titolo indicativo: la riserva alla competenza del consiglio di amministrazione dell'approvazione delle operazioni di maggiore rilievo, la previsione di un parere preventivo del comitato per il controllo interno, l'affidamento delle trattative ad uno o più amministratori indipendenti (o comunque privi di legami con la parte correlata), il ricorso ad esperti indipendenti, eventualmente selezionati da amministratori indipendenti).

Conformemente alle previsioni del Regolamento Consob, le OPC devono essere distinte in operazioni di minore rilevanza, operazioni di maggiore rilevanza e operazioni esenti, con la previsione di regimi procedurali e di trasparenza differenziati, in relazione a tipologia e rilevanza dell'operazione: per le operazioni più rilevanti sono previste procedure più rigide di approvazione e di informativa, rispetto a quelle meno rilevanti. Ad esempio, nell'allegato 4 del Regolamento Consob, contenente il "*Documento informativo relativo ad operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate*", è richiesta l'indicazione delle motivazioni economiche e della convenienza per la società a compiere l'operazione. Inoltre, qualora l'operazione sia stata approvata in presenza di un avviso contrario degli amministratori e dei consiglieri indipendenti, è richiesta un'analitica e adeguata motivazione delle ragioni per le quali si ritiene di non condividere tale avviso.

Di rilievo è anche il rafforzamento del ruolo degli amministratori indipendenti in tutte le fasi del processo decisionale sulle OPC. In particolare, è prevista una graduazione dell'intensità del loro ruolo in fun-

zione della competenza decisionale e della rilevanza dell'operazione. Per le operazioni più rilevanti essi sono coinvolti nelle trattative, nell'istruttoria e nell'approvazione delle OPC.

In sintesi, il Regolamento Consob non prevede limiti di importo al compimento di OPC o la proibizioni di talune operazioni, ma, attraverso la richiesta di procedure di controllo e trasparenza, soprattutto per le operazioni di maggiore rilevanza, si prefigge di disincentivare le OPC dannose a vantaggio di quelle efficienti.

Quindi, dalle novità normative introdotte di recente sembrerebbe che anche l'Italia si stia avvicinando ad una *good law*. L'uso del condizionale deriva dal fatto che la protezione degli *outsider* non può essere affidata alla semplice introduzione di una normativa, ma dipende anche dalle modalità con cui la stessa viene in concreto applicata (*quality of law enforcement*). Su questo punto, però, non poche sembrano essere le riserve degli osservatori¹⁰. Lo scandalo Parmalat¹¹, ad esempio, non si è verificato per mancanza di regole; anzi, le regole c'erano ed in alcuni casi si mostravano più severe di quelle previste per le società statunitensi. Ciò che è mancato è stata la loro *corretta applicazione*¹², favorita dalla "disattenzione" degli organi di controllo, interni ed esterni.

In proposito, di recente è stato rilevato come la quasi totalità delle quotate italiane aderisca al Codice di autodisciplina di Borsa Italiana¹³, anche se alcune analisi condotte sulla concreta applicazione dei codici hanno evidenziato risultati non proprio rassicuranti¹⁴.

Il presente lavoro, trovando le sue motivazioni dai diversi modi di interpretare le OPC e dalla cospicua normativa introdotta per la loro regolamentazione, intende analizzare *quali sono gli elementi da prendere in considerazione per meglio comprendere quando le OPC sono poste in essere nell'interesse dell'azienda e quando, invece, costituiscono strumenti di espropriazione delle*

¹⁰ In proposito GILSON (2006, p. 1675).

¹¹ La SEC (Securities and Exchange Commission) ha definito lo scandalo Parmalat come «*one of largest and most brazen corporate financial frauds in history*»; SEC (2003).

¹² «*As we show, Italian substantive rules cannot be blamed for what happened. Indeed, we argue in this article that the existing Italian substantive rules that were in place during Parmalat's last decade were sufficient and, somewhat surprisingly, were even more severe than those in the US. If gatekeepers were undeterred, do not blame Italian substantive rules, blame enforcement*»; FERRARINI e GIUDICI (2005, p. 3).

¹³ ASSONIME (2012).

¹⁴ BIANCHI, CIAVARELLA, NOVEMBRE e SIGNORETTI (2011).

minoranze e dei creditori sociali. In tale ambito, una particolare attenzione sarà posta sul ruolo degli amministratori indipendenti nella gestione delle OPC.

Al fine di raggiungere l'obiettivo prefissato, il lavoro è articolato in quattro capitoli.

Anzitutto, il primo capitolo è dedicato a chiarire la nozione di "parti correlate" e a richiamare la letteratura che si è occupata della tematica, fornendo diverse prospettive di interpretazione relativamente alle operazioni attuate con tali parti. Si propone, inoltre, una prospettiva di interpretazione che, basandosi sulla logica del gruppo aziendale, tiene conto dell'interesse di gruppo per quelle operazioni dirette dalla controllante che arrecano un danno alle singole economie dell'aggregato, ma che, secondo la normativa (ex art. 2497, cod. civ.), possono essere compensate da vantaggi di varia natura che le società danneggiate ricevono per il fatto stesso di appartenere al gruppo.

Il secondo capitolo, partendo dalla prospettiva di gruppo proposta nel capitolo precedente, si prefigge di analizzare la normativa sull'attività di direzione e coordinamento dei gruppi aziendali (ex art. 2497 e ss., cod. civ.). Gli studi sulla *corporate governance* appaiono di straordinario interesse proprio con riferimento al conflitto di interessi fisiologicamente presente nei gruppi aziendali, soprattutto di quelli con struttura piramidale. In questi gruppi, infatti, il conflitto sorge in ragione della presenza di un elevato numero di *stakeholder* nelle società controllate a cascata e di un soggetto economico controllante che ha il potere di indirizzare le politiche gestionali e finanziarie delle stesse nonché l'incentivo, vista l'elevata separazione tra proprietà e controllo, a espropriarne le minoranze. Il conflitto può manifestarsi sia quando il soggetto economico esercita il potere di controllo nel proprio esclusivo interesse, estraendo i cosiddetti *benefici privati del controllo*, sia quando esso, pur agendo nell'interesse del gruppo nel suo complesso, distoglie risorse o penalizza singole società del gruppo. Nel capitolo in questione, quindi, si discute dell'importanza che assume la normativa sull'attività di direzione e coordinamento nell'interpretazione delle operazioni con parti correlate di gruppo. In particolare, vengono proposti degli elementi che consentono di comprendere se l'attività di direzione unitaria e le OPC che ne derivano debbano essere interpretate secondo una visione opportunistica oppure efficiente. Inoltre, si indaga sui motivi che possono spingere alcune società controllate, che intrattengono rapporti di scambio o che presentano collegamenti di varia natura con la con-

trollante (es. presenza degli stessi amministratori, correlazione di business), a dichiarare di non essere dirette e coordinate.

Il terzo capitolo affronta uno dei temi centrali del presente scritto: partendo dai limiti della *disclosure* di bilancio delle sole OPC, si indaga sulle procedure di gestione previste per tali operazioni dalla normativa italiana, al fine di metterne in evidenza i punti di forza e di debolezza e la loro importanza nell'interpretazione delle OPC. Inoltre, viene esaminata l'informativa di bilancio sulle OPC, per valutarne l'effettiva capacità di ostacolare comportamenti opportunistici da parte degli *insider*.

Il quarto capitolo si focalizza sugli amministratori indipendenti nominati dall'azionista di controllo. Per le società quotate, l'efficacia e la credibilità delle procedure OPC, così come previste dal sopra richiamato Regolamento Consob, vengono a dipendere dall'efficacia con cui gli indipendenti esprimono la loro indipendenza di giudizio. Tuttavia, proprio nei confronti degli amministratori indipendenti, la letteratura sulla corporate governance esprime le sue maggiori preoccupazioni, soprattutto nei contesti in cui essi sono nominati da un azionista di controllo, come accade nelle società a capitale concentrato che caratterizzano i paesi dell'Europa continentale e, quindi, anche l'Italia. Pertanto, l'obiettivo del capitolo in questione è quello di comprendere se i requisiti di indipendenza richiesti dalla normativa e dal Codice di autodisciplina delle società quotate siano sufficienti a garantire un'efficace indipendenza degli amministratori nominati dall'azionista di controllo. Inoltre, si analizzano quali sono gli interessi privati, finanziari e non finanziari, che potrebbero limitare l'indipendenza di giudizio degli amministratori indipendenti che – come sottolineato – assumono un ruolo fondamentale nella disciplina delle operazioni con parti correlate, in particolare di quelle dirette e coordinate dalla holding nell'ambito di un gruppo aziendale.

Dunque, tra i contributi che il presente lavoro intende fornire vi è anche quello di proporre agli operatori e agli studiosi delle chiavi di lettura della nuova normativa, che risulta quanto mai articolata e complessa. Ciò dovrebbe consentire di andare oltre l'apparenza, premiando le imprese virtuose e sanzionando quelle che, nonostante un'applicazione completa ma formale delle discipline elencate, presentano ancora importanti elementi di debolezza relativamente agli strumenti posti a protezione degli investitori.

Ad esempio, come deve essere interpretata la dichiarazione di un'impresa che, nonostante sia controllata, esclude di essere diretta e

coordinata dalla controllante? Rispondere a questo interrogativo è di estrema importanza, perché il fatto di non essere sottoposta a direzione unitaria consente alla controllata di non rientrare nell'ambito di applicazione della normativa sulla responsabilità di chi dirige e coordina (ex art. 2497 e ss., cod. civ.). La separazione tra controllo e direzione può però, a nostro avviso, essere reale o apparente. Capire quando la separazione dichiarata è solo apparente risulta fondamentale, in quanto potrebbe nascondere le effettive intenzioni del soggetto controllante.

Altro esempio è quello delle parti correlate. Le società che non espongono tali operazioni sono effettivamente meno rischiose rispetto alle altre? E se fossero, in realtà, quelle meno trasparenti perché considerano le operazioni con parti correlate tra quelle non correlate? Oppure, se porre in essere operazioni con parti correlate fosse in realtà più vantaggioso rispetto a quelle concluse con controparti esterne?

Un ulteriore esempio è quello degli amministratori indipendenti. Quando la loro indipendenza è più apparente che reale? Tali amministratori rappresentano un efficace strumento di garanzia contro il rischio di espropriazione delle minoranze e dei creditori sociali, o sono uno strumento di facciata a servizio di chi li ha nominati?

Uno sforzo per andare oltre l'apparenza è quanto si ritiene necessario per far in modo che la cospicua normativa sia efficacemente applicata e che le asimmetrie informative siano realmente ridotte. Un mercato che non ha strumenti adeguati per valutare la distanza tra apparenza e realtà potrebbe vedere limitata la sua funzione di controllo, arrivando non solo a premiare le imprese meno virtuose, ad esempio aumentandone il valore di borsa, ma anche a disincentivare quelle più virtuose, dati gli effetti negativi che un'errata interpretazione della normativa applicata potrebbe generare.