



ASSOGESTIONI

associazione del risparmio gestito

Roma, 2 luglio 2008

Spettabile
CONSOB
Divisione Studi Giuridici
Via G.B. Martini, 3
00198 Roma

Prot. N 456/08

Anticipata via posta elettronica all'indirizzo: consob@consob.it

Oggetto: risposta alla consultazione della Consob circa la disciplina regolamentare di attuazione dell'art. 2391-bis del Codice civile in materia di operazioni con parti correlate del 9 aprile 2008.

Nel rispondere all'invito di codesta spettabile Autorità a formulare osservazioni in ordine al documento di consultazione in oggetto, la Assogestioni intende innanzi tutto ringraziare per l'opportunità offerta.

1. Condividiamo pienamente l'esigenza manifestata dalla Commissione di definire un nuovo quadro regolamentare per le operazioni con parti correlate poste in essere dalle società quotate; e ciò per due ordini di motivi. In primo luogo, la regolamentazione delle operazioni con parti correlate assume particolare rilevanza nel sistema economico nazionale, dal momento che tale sistema è caratterizzato da una fitta trama di intrecci proprietari tra le principali società (specie finanziarie), da un'estesa pratica dell'*interlocking directorates* e dal conseguente prevalere di pratiche relazionali rispetto a rapporti di mercato. In secondo luogo, l'attuale quadro regolamentare fornisce un livello di tutela degli azionisti di minoranza, relativamente alle operazioni con parti correlate, che è complessivamente inferiore a quello previsto nella maggior parte degli altri Paesi dell'Unione Europea e che, pertanto, necessita di una incisiva ridefinizione.

Ci preme inoltre sottolineare il vivo, non formale apprezzamento per la qualità del documento posto in consultazione, tecnicamente assai approfondito e con un impianto innovativo, che ha fornito a tutti i soggetti coinvolti: (i) una esauriente ricostruzione della *ratio* dell'intervento regolamentare, corredata dall'analisi del contesto normativo italiano e internazionale e da una analisi dell'efficacia e dei limiti della disciplina in vigore; (ii) una valutazione comparata delle possibili alternative



regolamentari, fondata su una rigorosa metodologia e su un'analisi empirica di impatto; (iii) un esame costi-benefici della nuova regolamentazione proposta ai sensi dell'art. 12, legge n. 229/2003; (iv) un'equilibrata definizione delle operazioni con parti correlate da sottoporre a regolamentazione perché da considerarsi 'rilevanti'.

Riteniamo altresì che, per rafforzare il sistema di tutela degli azionisti di minoranza rispetto alle operazioni con parti correlate, la relativa disciplina dovrebbe prevedere:

- Un ruolo più specifico per gli amministratori indipendenti eletti dalle minoranze, che meglio possono prevenire o almeno limitare l'estrazione di benefici privati da parte degli azionisti di controllo.
- L'inclusione nella definizione delle cosiddette "parti correlate" anche dei partecipanti a un patto che, attraverso un accordo parasociale, esercitino un controllo congiunto ovvero una influenza notevole sulla società; tale inclusione appare necessaria per evitare che una regolamentazione più rigorosa delle strutture piramidali estenda il ricorso a patti parasociali senza ridurre gli effetti distorsivi della separazione fra proprietà e controllo.

2. Più in particolare, per quanto riguarda il ruolo degli amministratori indipendenti eletti dalle minoranze, appare necessario che a tale tipologia di amministratori venga attribuito un ruolo determinante nelle procedure relative alle operazioni con parti correlate.

Nel documento di consultazione è più volte richiamata la funzione di garanzia che gli amministratori indipendenti devono svolgere, specie con riferimento all'impedimento di fenomeni di espropriazione degli azionisti di minoranza. Conseguentemente, la disciplina proposta prevede l'attribuzione agli amministratori indipendenti di un ruolo rilevante nelle trattative e nella fase istruttoria nonché di un ruolo determinante nell'approvazione delle operazioni con parti correlate.

Tale valorizzazione degli amministratori indipendenti ci appare in linea con la raccomandazione europea sul ruolo degli amministratori non esecutivi che riconosce a questi ultimi la capacità di garantire che eventuali conflitti di interesse siano affrontati correttamente. Tuttavia, nel sistema economico italiano, ciò potrebbe non essere sufficiente per fornire un adeguato livello di tutela alle minoranze; inoltre non si utilizzerebbero appieno i presidi a tutela degli azionisti non di controllo che sono stati introdotti dalla legge sulla tutela del risparmio. Infatti l'introduzione del voto di lista, e della correlata figura degli amministratori indipendenti eletti dalle minoranze, costituisce la soluzione normativa per realizzare una piena tutela degli azionisti in relazione agli specifici assetti proprietari e ai distorti legami relazionali che caratterizzano il nostro sistema economico. Appare chiaro che il sottoinsieme degli amministratori indipendenti, eletti dalle minoranze, è estraneo al conflitto di interesse potenzialmente presente nei soggetti che esercitano il controllo sulla società (azionisti di controllo e amministratori esecutivi). Se effettivo, tale conflitto



lede i diritti degli azionisti di minoranza. Pertanto, per realizzare una completa tutela di tutti gli azionisti nelle operazioni con parti correlate in accordo con il vigente impianto legislativo, occorre prevedere che gli amministratori di minoranza siano inclusi - e in posizione preminente - tra quegli amministratori indipendenti che dovranno rivestire un ruolo determinante nel processo decisionale in materia.

Poiché la composizione dei comitati interni al consiglio di amministrazione e la delega di funzioni sono decise dallo stesso consiglio (con una maggioranza dei componenti ovviamente espressa dagli azionisti che controllano la società), potrebbe configurarsi la situazione in cui, pur in presenza di amministratori indipendenti eletti dalle minoranze e di nomine di soli amministratori indipendenti nei comitati, gli amministratori di minoranza non siano chiamati ad occuparsi delle operazioni con parti correlate. In assenza di esplicita regolamentazione contraria, una scelta come quella prospettata ricadrebbe tra i poteri del consiglio e, pertanto, sarebbe assolutamente inoppugnabile. Detta scelta comporterebbe però una significativa riduzione del livello di tutela degli azionisti di minoranza e, pertanto, sarebbe in pieno contrasto con la *ratio* dell'intero intervento regolamentare. Al fine di prevenire il verificarsi di un'eventualità così paradossale, riteniamo necessario prevedere che il ruolo determinante degli amministratori indipendenti nell'adozione delle procedure interne (art. x.2, comma 2, lett. a), nelle procedure per le operazioni rilevanti con parti correlate (art. x.4, comma 1), nelle procedure per le altre operazioni (art. x.5, comma 1) sia svolto mediante l'istituzione di un comitato amministratori indipendenti presieduto da un amministratore indipendente nominato dalle minoranze (quando presente).

Alla luce delle riflessioni sopra esposte, reputiamo opportuni due affinamenti delle procedure proposte per la deliberazione delle operazioni con parti correlate.

Innanzitutto, al fine di evitare ogni commistione fra ruoli degli amministratori indipendenti e quelli degli amministratori esecutivi, proponiamo che: il ruolo degli amministratori indipendenti nella fase delle trattative e nella istruttoria delle operazioni con parti correlate sia limitato alla raccolta di tutte le informazioni necessarie per la formulazione delle loro decisioni relative alla fattibilità di tali operazioni. Un ruolo del genere consentirebbe agli amministratori indipendenti di disporre della piena conoscenza di tutte le fasi che hanno portato alla definizione della proposta e di poter suggerire agli amministratori esecutivi o ai *manager* della società soluzioni più corrette sin dalla fase genetica dell'operazione; al contempo, esso non ne comprometterebbe in alcun modo la terzietà. Un ruolo "attivo" nelle trattative, anche qualora non ledesse la non esecutività degli amministratori indipendenti, potrebbe alterare la loro terzietà nella valutazione della proposta che saranno chiamati a giudicare.



In secondo luogo, al fine di specificare i diversi ruoli che gli amministratori indipendenti (con un'auspicabile presenza determinante degli amministratori indipendenti di minoranza) devono avere nelle trattative e nell'approvazione delle operazioni con parti correlate, si propone la seguente riformulazione dell'art. x.4, comma 1, lettera *b*): “qualora la competenza a deliberare sia attribuita al consiglio di amministrazione, un ruolo rilevante nella conduzione delle trattative e nella fase istruttoria da parte degli amministratori indipendenti, che non abbiano interessi nell'operazione ai sensi dell'art. 2391 del codice civile nonché un loro ruolo determinante nell'approvazione dell'operazione”.

3. Il fenomeno dei patti parasociali si è sviluppato nella pratica societaria italiana all'inizio del secolo scorso ed ha assunto proporzioni di rilievo nella seconda metà dello stesso, sino a divenire, nella fattispecie dei sindacati di voto, quello che la dottrina maggioritaria non ha esitato a definire un momento portante della regolazione italiana del mondo imprenditoriale. Questi negozi accessori al contratto sociale hanno, oggi, un ruolo molto importante negli assetti proprietari e di controllo di molte società quotate.

La definizione, dettata dal paragrafo 9 dello IAS 24, considera come correlata all'entità la parte che la controlli congiuntamente (cioè, unitamente ad altre); e intende il “controllo congiunto” come “*la condivisione, stabilita contrattualmente, del controllo su un'attività economica*”. A nostro avviso, tale nozione di controllo congiunto è idonea a ricomprendere anche il controllo derivante da qualsiasi patto parasociale. In ogni caso, per esigenze di maggiore chiarezza del precetto e per evitare possibili divergenze nell'interpretazione di aspetti specifici del paragrafo 9 dello IAS 24, si ritiene opportuno che l'articolato includa testualmente qualsiasi forma di patto parasociale come strumento idoneo a integrare una fattispecie di controllo congiunto sull'entità ai sensi dello IAS 24. Del resto, se si assume che l'obiettivo fondamentale della nuova regolamentazione sia quello di evitare l'espropriazione degli azionisti di minoranza, occorre che i pattisti in discorso siano esplicitamente inclusi tra le c.dd. parti correlate così che non possano utilizzare la loro influenza sulle scelte della società per concludere operazioni a loro esclusivo vantaggio e a detrimento della società.

Nel ringraziare per l'attenzione che si vorrà rivolgere a questa nota e restando a disposizione per ogni ulteriore chiarimento che si rendesse necessario, si porgono distinti saluti.

Il Direttore Generale