

LE REGOLE DELLA CONSOB SULLE OPERAZIONI DELLE SOCIETÀ CON "PARTI CORRELATE": MOLTE NOVITÀ POSITIVE

di Concetta Brescia Morra

La Consob ha pubblicato per la consultazione nuove regole dirette a disciplinare le operazioni che le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio pongono in essere con "parti correlate". La proposta normativa entra nel merito di una delle questioni più delicate della governance delle società italiane e rappresenta un tassello importante della regolamentazione per un corretto funzionamento del mercato finanziario.

Il processo di riforma delle norme di diritto societario italiano, avviato con il t.u. della finanza del 1998 e arricchito con la riforma del codice civile del 2003, registra un passo avanti con le nuove regole che la Consob si appresta a emanare nella materia delle operazioni con parti correlate per le società con titoli diffusi fra il pubblico dei risparmiatori. Si tratta di un caso particolare di conflitto interessi. Le norme prevedono regole per assicurare la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni. Punto saliente delle nuove disposizioni è il ruolo determinante attribuito agli amministratori indipendenti.

Le norme presentano molti elementi positivi nei contenuti, ma anche nel metodo adottato dalla Consob per l'elaborazione e la presentazione delle norme agli operatori e al mercato.

In primo luogo, si affronta in maniera approfondita una materia "sensibile", anche nell'opinione pubblica, a seguito degli scandali finanziari che hanno riguardato alcuni grandi gruppi societari italiani. Questi ultimi hanno minato la fiducia dei piccoli risparmiatori italiani nella correttezza dei meccanismi di funzionamento del mercato finanziario. Regole chiare e incisive in questa materia potrebbero supplire anche, in parte, le difficoltà che il nostro ordinamento societario presenta ancora oggi sul piano della tutela giudiziaria e del private enforcement.

Per quanto riguarda il metodo, l'autorità effettua in maniera approfondita l'analisi dei costi-benefici della regolamentazione da emanare e illustra le valutazioni svolte. Da tempo si discute in molte sedi, soprattutto internazionali, di analisi di impatto della regolamentazione. Peraltro, fino a oggi non vi sono esempi applicativi concreti in cui le autorità di regolazione italiane abbiano adottato un sistema di valutazione articolato e puntuale che anche il lettore esterno ai meccanismi decisionali dell'autorità possa verificare. Le difficoltà di effettuare in maniera rigorosa quest'analisi sono esplicitate nello stesso documento nelle prime pagine per giustificare le semplificazioni che propone. Il contenimento dei costi derivanti per il sistema dall'attuazione delle nuove regole è oggetto di considerazione anche nelle scelte concrete effettuate. La normativa propone una semplificazione degli oneri per le società quotate di minori dimensioni e per le società ammesse di recente alla quotazione. La scelta è in linea con l'obiettivo di incentivare la quotazione attraverso la riduzione del c.d. "scalino normativo" fra società quotate e società non quotate.

Sul piano sostanziale, la proposta normativa appare complessa ed articolata. La sua valutazione non è semplice in relazione alle implicazioni che essa pone, sia sull'assetto generale delle regole sul conflitto di interessi nell'attuale ordinamento societario, sia per il coordinamento con altre regole o sistemi di regole settoriali. Il punto che ci interessa sottolineare è quello della linea di politica legislativa. Queste disposizioni non si limitano alla prescrizione di regole di trasparenza, ma affermano l'importanza dell'adozione da parte delle società di procedure per l'assunzione delle delibere che possono implicare situazioni di conflitto di interessi che consentano un vaglio approfondito della decisione con il coinvolgimento dei rappresentanti dei diversi interessi presenti nella gestione delle società quotate. In passato, le disposizioni dell'ordinamento che si occupavano del conflitto di interessi prevedevano adempimenti procedurali che si traducevano spesso in una serie di oneri burocratico-formali che appesantivano l'operatività delle società senza sostanziali vantaggi. Le disposizioni redatte dalla Consob, attribuiscono un ruolo centrale agli amministratori indipendenti, privi di interessi nell'operazione, non solo nella fase di approvazione dell'operazione, ma anche in quello delle trattative. Nonostante i dubbi che sussistono in generale sull'effettiva capacità di incidenza della figura degli amministratori indipendenti nel nostro sistema societario, specie quando non siano espressione di minoranze qualificate e attive come gli investitori istituzionali, ci sembra che questa scelta nel caso specifico contribuisca a una valutazione sostanziale e attenta dell'operazione. Come è noto agli operatori, il momento in cui si può incidere in maniera sostanziale sull'operazione è quello della fase che precede la formalizzazione della proposta di delibera di una operazione, piuttosto che quello in cui la stessa giunge sul tavolo del consiglio di amministrazione per l'approvazione.

Due dubbi si pongono al fine di un'efficace attuazione delle regole: la rilevanza dei patti parasociali nell'ambito della nozione di "parti correlate"; le modalità applicative delle nuove regole al modello dualistico.

Con riguardo al primo punto, si sottolinea che la scelta di rinviare per la definizione di "parte correlata" a

quella contenuta nello IAS 24 comporta che i patti parasociali non siano considerati in maniera chiara, se si esclude per il richiamo come possibile fonte della "influenza notevole" e nelle presunzioni di controllo (IAS 27). I patti parasociali potrebbero assumere rilevanza nell'ambito della nozione di "controllo congiunto" che lo IAS 24 include nel concetto di "parte correlata". Peraltro, proprio l'ampio dibattito sulla nozione di "controllo congiunto" nel nostro ordinamento induce a ritenere che non sar  certamente automatico considerare gli aderenti ad un patto parasociale, che controlla la societ  , come parti correlate. Per la verit  la Consob ha effettuato quest'interpretazione recentemente nel caso della presentazione delle liste per l'elezione del sindaco spettante alle minoranze nell'assemblea delle Assicurazioni Generali. L'autorit  ha affermato che alcuni soci non potessero essere considerati espressione effettiva della minoranza dell'azionariato di Generali, richiamando la fattispecie del controllo congiunto, ossia poich  essi aderiscono a un patto che coalizza una partecipazione in grado di attribuire la maggioranza nell'assemblea ordinaria. In questo caso, peraltro, la Consob ha affermato che quest'interpretazione si basava su una serie di elementi concreti che emergevano nella fattispecie specifica, come la struttura del patto e l'andamento storico delle assemblee di Mediobanca; pertanto, la linea interpretativa non appare adottabile in via generale. L'incertezza applicativa su un punto cos  rilevante della disciplina, soprattutto in considerazione della numerosit  e importanza dei patti parasociali nel controllo delle societ  italiane, anche quotate, non ci sembra positiva. Sul punto appare preferibile la soluzione normativa adottata dalla Banca d'Italia in materia di regole prudenziali sulle attivit  di rischio delle banche nei confronti dei "soggetti collegati"; queste norme fanno riferimento espresso ai "soggetti che sono in grado di nominare, anche sulla base di accordi, uno o pi  componenti degli organi di amministrazione o controllo della banca o della capogruppo" (delibera CICR del 20 febbraio 2006). Per quanto riguarda l'applicazione delle nuove regole al modello dualistico si nota che le disposizioni non insistono sul punto della partecipazione di "indipendenti" alle trattative su operazioni con parti correlate, considerato che potrebbe essere frequente che nel consiglio di gestione, composto in principio da un numero ristretto di managers, non vi siano consiglieri indipendenti, privi di interessi nell'operazione. L'autorit  non si spinge ad affermare che in tal caso debbano essere coinvolti uno o pi  componenti del consiglio di sorveglianza, che hanno tutti i requisiti di indipendenza secondo il t.u. della finanza, per preservare un principio di distinzione di competenze fra gli organi della societ  : il consiglio di gestione, che esercita la gestione dell'impresa e il consiglio di sorveglianza che svolge una attivit  di controllo e di indirizzo, definita anche supervisione strategica. Ci sembra, peraltro, che questo principio che la Banca d'Italia e la Consob hanno affermato in altre occasioni, al fine di distinguere ruoli e funzioni e creare una corretta dialettica aziendale, non debba essere inteso in maniera rigida e formale per non perdere i benefici che possono derivare dall'elasticit  del modello dualistico, come nel caso in esame.

Concetta Brescia Morra