

Spettabile
CONSOB
Divisione Studi Giuridici
Via G. B. Martini, 3
000198 ROMA

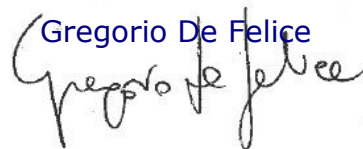
Milano, 2 novembre 2009

Gentili Signori,

a nome dell'Associazione Italiana Analisti Finanziari desidero portare alla Vostra attenzione una serie di commenti ed osservazioni al Documento di consultazione "**Disciplina regolamentare di attuazione dell'art. 2391 bis del Codice Civile in materia di operazioni con parti correlate**".

Nell'esprimere un generale apprezzamento per l'ampio ed approfondito lavoro svolto dai Vs. Uffici, vorrei richiamare in particolare l'attenzione sulle questioni afferenti i quesiti 1, 2, 3, 5, 7, 9, 10, 11, 12, 13, 14, 15, 16, 17, 18, 19, 20, 22, 23, 24, 27 e 28 elencati nell'Appendice 4 del Documento, che l'Associazione reputa rilevanti per garantire maggiormente gli azionisti - in particolare quelli di minoranza - allorché si affronta un tema cruciale per l'analisi della *Corporate Governance* come quello della disciplina informativa e procedurale in materia di operazioni con parti correlate.

A disposizione per eventuali chiarimenti, colgo l'occasione per porgere i migliori e più cordiali saluti

Gregorio De Felice


Disciplina regolamentare di attuazione dell'articolo 2391 *bis* del Codice Civile, in materia di operazioni con parti correlate

Risposta alla seconda consultazione indetta da Consob

Premessa

L'AIAF, Associazione Italiana degli Analisti Finanziari, presa visione del documento di consultazione "Disciplina regolamentare di attuazione dell'art. 2391 *bis* del Codice Civile in materia di operazioni con parti correlate", desidera sottoporre all'attenzione della Commissione alcuni commenti e considerazioni in merito ai quesiti posti all'Appendice 4 del secondo documento di consultazione del 3 agosto 2009.

L'Associazione concorda sulla necessità di ridurre al minimo indispensabile gli adempimenti in capo agli emittenti, ma è auspicabile preservare la sostanza delle previsioni in termini di trasparenza finalizzate all'efficacia e all'efficienza del controllo operato sulle transazioni tra parti correlate da tutti i portatori di interessi nell'impresa.

Su questo comune terreno di confronto non si può non rilevare che talune proposte appaiono contraddittorie. Valgano, ad esempio, le previsioni di semplificazione rivolte alle imprese di minori dimensioni a cui vengono accumulate le imprese soggette a comune direzione e controllo. Le ipotesi sono totalmente differenti e, nel secondo caso, portatrici di potenziali rischi di evasione dei controlli specificatamente previsti.

Inoltre, per quanto riguarda le applicazioni al sistema dualistico, andrebbe approfondita la regolamentazione prevista dall'ordinamento tedesco in quanto è il mercato di riferimento.

Appendice 4: risposte di AIAF

Q1) Concordate con il mantenimento del riferimento al principio IAS 24 per le definizioni di "parte correlata" e di "operazione"?

Si. Ad integrazione del dettato dello IAS 24, sarebbe auspicabile una ulteriore specificazione della definizione di "stretti famigliari", con un rimando al dettato dell'art. 433 cod. civ., come già suggerito nella risposta alla prima consultazione.

Q2) Concordate con la scelta di rimettere alla responsabilità degli emittenti la definizione degli amministratori o dei consiglieri di gestione o di sorveglianza indipendenti ai fini della disciplina in esame?

No. Si ritiene opportuno l'utilizzo di un'unica definizione di indipendenza degli amministratori o consiglieri. La definizione del Codice di Autodisciplina è quella che tutela maggiormente gli azionisti. Auspichiamo che venga pertanto adottata quest'ultima definizione, anche in quanto allineata alle *best practice* internazionali. La sua adozione avrebbe un effetto positivo sulla fiducia e contribuirebbe a migliorare nel suo complesso la reputazione del mercato finanziario italiano.

Q3) Concordate con le modifiche ai criteri di rilevanza quantitativi e qualitativi indicati nell'Allegato 3I?

No. Il principio contabile IAS 24 non contiene soglie di rilevanza perché teso ad evitare qualsiasi effetto di *tunnelling*. Con livelli di soglia così elevati come quelli proposti si snatura, di fatto, lo IAS 24. Al fine di semplificare si ritengono accettabili soglie inferiori applicate in base ad una serie progressiva di valori e di parametri. Gruppi con volumi di ricavi di milioni di euro non possono essere sottoposti a soglie pari a quelle di Gruppi di dimensioni inferiori, così come imprese con una compagine sociale ristretta in cui gli Organi di Gestione sono espressione effettiva della maggioranza degli azionisti. Necessitano di soglie superiori a quelle da applicare ad imprese in cui la compagine azionaria è estremamente diluita e gli Organi di Gestione sono espressione di un ristretto Gruppo di azionisti.

Q5) Concordate con le definizioni di "operazioni atipiche o inusuali" e di "condizioni equivalenti a quelle di mercato o standard"?

No. Le definizioni sono ambigue e lasciano troppo margine di interpretazione alle imprese. L'adozione di definizioni mutuata da altre giurisdizioni consentirebbe interpretazioni univoche e certe.



Q7) Concordate con le modifiche apportate al regime di trasparenza delle operazioni rilevanti riguardo ai tempi di pubblicazione e al contenuto del documento informativo?

No. La precedente versione garantiva maggiormente gli azionisti e gli investitori istituzionali sia in termini di tempistica che di contenuto. In particolare, è delicato il tema del cumulo delle operazioni con la stessa parte correlata che è rilevante non solo in termini di disciplina di trasparenza, ma anche procedurale.

Q9) Concordate con le previsioni che caratterizzano la procedura generale per le operazioni con parti correlate?

Q10) Concordate con le modifiche apportate alla procedura speciale per le operazioni rilevanti con parti correlate?

Q11) Concordate con la specificazione del ruolo degli amministratori indipendenti nella fase delle trattative e nell'approvazione delle operazioni rilevanti?

No, il ridimensionamento degli amministratori indipendenti appare contrario agli interessi degli stessi azionisti, come meglio spiegato alla Q12.

Q12) Concordate con l'introduzione della possibilità di ricorrere, in caso di avviso contrario degli amministratori indipendenti, al coinvolgimento dei soci per l'autorizzazione al compimento dell'operazione?

No. Il parere negativo degli amministratori indipendenti è un segnale forte. Non tenerlo in considerazione delegittima il loro ruolo all'interno del Consiglio di Amministrazione. Inoltre, appare difficile pensare che i soci possano prendere una decisione con maggiore cognizione di causa ed informazioni degli amministratori indipendenti sul tema delle operazioni con parti correlate.

E' importante che si prenda una posizione chiara se si vuole andare verso un sistema basato sul modello britannico, che dà rilevanza all'autorizzazione degli azionisti attraverso opportuni meccanismi di *whitewash*, oppure si vuole valorizzare la figura degli amministratori indipendenti. Ma delegittimare un loro parere negativo, per avocare il ruolo di ultima istanza dell'assemblea, sembra controproducente.

Q13) Concordate con le modifiche apportate alla disciplina agevolata prevista all'art. x.6 e, in particolare, alla definizione di "società di minori dimensioni"?

Non si ritiene corretta l'esclusione delle società soggette ad attività di direzione e coordinamento in quanto gli effetti che lo IAS 24 cerca di eliminare sorgono anche in ambito di società soggette ad una comune direzione.



Q14) Concordate con l'introduzione delle previsioni di coordinamento con le discipline bancaria e dei gruppi di società?

Si. Si ritiene indispensabile il coordinamento con le normative emanate da altri Organi di controllo ed indirizzo, in tale ambito si ritiene necessario includere le società finanziarie.

Q15) Concordate con le modifiche apportate alle procedure applicabili alle operazioni di competenza assembleare?

Si vedano le risposte alle Q9, Q10, Q11, Q12.

Q16) Concordate con la scelta di rimettere alle società la determinazione della quota minima di capitale rappresentato da soci non correlati necessaria ai fini dell'applicazione dei meccanismi deliberativi di *whitewash*?

No. E' importante che su questo tema sia prevista una soglia per via regolamentare, altrimenti si rischia che l'esito della votazione venga ad essere determinato da soci parti correlate nell'operazione. Così verrebbe annullata l'efficacia della regolamentazione sulle operazioni con parti correlate.

Q17) Concordate con le modifiche apportate alle procedure applicabili alle società che adottano il sistema di amministrazione e controllo dualistico?

Parzialmente. Per quanto riguarda le soglie vedasi la risposta Q3 e quanto indicato nella nostra precedente risposta in relazione al sistema duale, alla giurisdizione tedesca ed alle sue azioni correttive, azioni totalmente non recepite nel nostro ordinamento.

Q18) Concordate con la previsione della facoltà per le società di escludere, anche in parte, dall'applicazione della presente disciplina le operazioni tipiche o usuali e concluse a condizioni equivalenti a quelle di mercato o standard?

No. L'esperienza maturata in anni di applicazione dei principi contabili in differenti giurisdizioni dimostra che la definizione di condizioni di mercato (potrebbe essere considerata equivalente all'originaria definizione di valore equo) è troppo ambigua e lascia spazio ad eccessiva discrezionalità. Inoltre, consentirebbe di escludere dal controllo di qualsiasi Organo le operazioni definite a prezzi di mercato da parte delle medesime persone che la normativa tende a porre sotto specifico controllo dei portatori di interessi nell'impresa.



Q19) Concordate con la scelta di subordinare l'adozione dell'esclusione per le operazioni tipiche o usuali e concluse a condizioni di mercato all'introduzione di una previsione *ad hoc* dello statuto?

No. Sia perché la norma inserita nello statuto diverrebbe un parametro troppo rigido e nel contempo troppo generico, con il risultato di lasciare troppa discrezionalità interpretativa al gruppo dirigente, sia perché un limitato gruppo di azionisti parte correlata potrebbe influenzare significativamente la delibera assembleare.

Q20) Concordate con gli obblighi informativi individuati per le operazioni rilevanti tipiche o usuali e concluse a condizioni di mercato per le quali si è derogato alla disciplina della trasparenza tempestiva (comunicazione tempestiva alla Consob ed elencazione nella relazione intermedia o annuale sulla gestione)?

No. Su tali operazioni è importante che venga data al mercato una informativa cumulativa.

Q22) Concordate con l'introduzione di una facoltà di esclusione per le operazioni urgenti?

No. Perché verrebbe aperto un fronte di eccezione alla regolamentazione che potrebbe dare luogo ad abusi e mancanza di tutela degli interessi degli azionisti ed in particolare di quelli di minoranza.

Q23) Concordate con la scelta di subordinare l'adozione dell'esclusione per le operazioni urgenti all'introduzione di un previsione *ad hoc* dello statuto?

No. Non concordiamo con l'esclusione delle operazioni urgenti dall'applicazione di ogni procedura. Attraverso la definizione di urgenza verrebbe vanificata la normativa sulle operazioni con parti correlate.

Q24) Concordate con gli adempimenti richiesti in caso di esclusione di un'operazione urgente?

No. Non ci sembra una tutela sufficiente una relazione *ex post* che riporti le motivazioni dell'urgenza. E' sicuramente preferibile poter individuare nel regolamento le varie fattispecie di operazioni urgenti tenendo conto degli interessi complessivi degli *stakeholder*.

Sarebbe opportuno non procedere ad alcuna operazione qualora l'organo di controllo (composto esclusivamente da indipendenti) si sia espresso negativamente. Si confronti anche la risposta alla Q12.



aiaf

**Associazione Italiana
degli Analisti Finanziari**

Q27) Concordate con la facoltà di esclusione prevista per i piani di compenso basati su strumenti finanziari e con l'esclusione dei compensi degli amministratori approvati o deliberati dall'assemblea?

No. In quanto riteniamo che il tema dei piani di compenso vada visto in un quadro complessivo di politiche di remunerazione, altrimenti si rischia di ottenere un disallineamento degli incentivi dei *manager* rispetto a quelli degli azionisti. L'approvazione dell'assemblea dei soci non ci sembra, anche sulla base della passata esperienza, garantire un pieno allineamento degli incentivi. Spesso i soci mancano delle informazioni che li mettono in grado di valutare con cognizione di causa le implicazioni delle politiche di incentivazione sottoposte al loro voto.

Q28) Concordate con le modifiche proposte per l'art. 37 del Regolamento Mercati in materia di requisiti di ammissione a quotazione delle società soggette ad attività di direzione e coordinamento?

No. Quello che è importante per il mercato e gli investitori è una visione completa del Gruppo ed è con questa visione che gli interventi dovrebbero essere attuati. E ci pare condivisibile l'obiezione sollevata in sede di consultazione che la previsione di maggioranze d'amministratori indipendenti potrebbe costituire un ostacolo all'esercizio di direzione e coordinamento richiesto dalla gestione di un Gruppo.