

Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Contabilità e Bilancio

**La disciplina per le operazioni con parti correlate:  
il caso dell'acquisizione infra gruppo Parmalat Lactalis**

RELATORE

Prof. Tiziano Onesti

CANDIDATO

Giulia Bondatti

Matr. 173321

Anno Accademico 2014/ 2015

## ***Ringraziamenti***

*Giunta al traguardo di questo lavoro pochi e sinceri i ringraziamenti che vorrei fare.*

*In primis al relatore Prof. T. Onesti che ha saputo farmi prima apprezzare e poi amare la sua materia durante tutto il semestre e per aver accolto l'argomento da me proposto per la tesi assecondando i miei pensieri e dandomi l'opportunità di impegnarmi in un tema ambizioso.*

*Un ringraziamento particolare va all'assistente Prof. V. Pieri per l'impegno dimostrato nei miei confronti, per il suo prezioso aiuto ma soprattutto per aver saputo spronarmi chiedendomi il meglio ma dandomi il giusto supporto tecnico e morale durante tutta la stesura.*

*Un ringraziamento va alla mia collega e amica Camilla. Ha condiviso con me questo importante percorso universitario che ci ha unito indissolubilmente facendo in modo di cambiare ognuna la vita dell'altra in un modo migliore.*

*Un ringraziamento ad Alessia ed Elena, le amiche che mi conoscono da sempre. Loro riescono a trasmettermi serenità e gioia e le ringrazio per la loro complicità e il loro volermi bene.*

*Un pensiero ed un ringraziamento doveroso va alla mia famiglia. A loro devo molto perché quello che sono oggi è in gran parte merito loro. Sono stati sempre presenti nella mia vita sostenendomi e incoraggiandomi nei momenti difficili ma lasciandomi sempre fare liberamente le mie scelte. Un grazie a mio padre Gianluca per l'uomo che è, per la sua forza e caparbia e per ciò che con grande ostinazione e coraggio è riuscito a realizzare, un esempio perfetto da seguire. Un grazie a mia madre Marta che sa sempre come prendermi e le basta uno sguardo per capirmi. Un grazie a mio fratello Edoardo che riesce sempre a mettermi di buon umore aiutandomi ad alleggerire qualche momento di tensione.*

*Un ringraziamento alla Università Luiss “G. Carli” ed a tutti i miei professori ed assistenti, per la straordinaria esperienza fatta e per la formazione acquisita che sarà parte fondamentale del mio cammino di crescita professionale ed umano.*

*Permettete un ringraziamento scherzoso anche al mio cucciolo Cesare. Perché per tutte le ore, i giorni ed i mesi passati a studiare lui senza mai lamentarsi è rimasto sempre vicino a me accoccolato accanto alla mia pila di libri. Con lui dovrei dividere “ad honorem” la corona d’alloro.*

*Ora un ringraziamento davvero molto particolare, perché va ad una persona che non potrà mai leggere queste mie poche parole a lui dedicate. A mio nonno Giovan Battista che oggi sarebbe stato fiero di me, della sua nipote laureanda. Lui è venuto a mancare di recente ma i suoi insegnamenti sono scolpiti nel mio cuore. Sono certa che continuerà a guidarmi con saggezza ed equilibrio.*

## INDICE

<b>1. OSSERVAZIONI INTRODUTTIVE</b> .....	5
<b>2. IL PROCESSO DECISIONALE PER LE OPERAZIONI TRA PARTI CORRELATE NELLE SOCIETA' QUOTATE</b> .....	8
2.1. Osservazioni introduttive .....	8
2.2. Il quadro normativo di riferimento .....	9
2.3. La definizione di parte correlata e di operazione con parte correlata.....	12
2.4. L'adozione di procedure per la gestione delle operazioni con parti correlate.....	19
2.5. Le operazioni di minore rilevanza e la procedura generale.....	25
2.6. Le operazioni di maggiore rilevanza e la procedura speciale.....	27
2.7. Il regime agevolato per determinate tipologie di società.....	33
2.8. La procedura per le operazioni con parti correlate oggetto di delibere-quadro.....	34
2.9. I casi e la facoltà di esclusione .....	35
2.10. L'informativa esterna sulle operazioni con parti correlate .....	40
2.11. I principali ambiti di discrezionalità del Regolamento Consob .....	46
2.12. Osservazioni conclusive .....	49
<b>3. L'ACQUISIZIONE INFRAGRUPPO LACTALIS USA E INTERNATIONAL</b> .....	52
3.1. Osservazioni introduttive .....	52
3.2. Il contesto in cui si colloca l'operazione .....	54
3.3. La Procedura adottata da Parmalat: aspetti essenziali.....	59
3.4. Il percorso di approvazione dell'acquisizione.....	61
3.5. Le contestazioni seguite all'acquisizione .....	70
3.6. Le prime conclusioni dei procedimenti attivati .....	80
3.7. Osservazioni Conclusive .....	85
<b>4. OSSERVAZIONI CONCLUSIVE</b> .....	88
<b>5. BIBLIOGRAFIA</b> .....	95

## CAPITOLO 1

### OSSERVAZIONI INTRODUTTIVE

Con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010, la Consob ha adottato il “Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate”, in attuazione della delega legislativa attribuita dall’articolo 2391-bis del codice civile, inserito a seguito della riforma del diritto societario. Tale articolo, nell’introdurre l’obbligo per gli organi di amministrazione delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio di adottare regole che assicurino la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate, ha infatti demandato alla Consob l’individuazione dei principi generali in tale materia.

Il presente lavoro si pone l’obiettivo dell’analisi di tale normativa sulle operazioni con parti correlate, per cui si andrà a delineare ed illustrare sostanzialmente i contenuti del Regolamento Consob, alla luce di quanto emerso nel caso di acquisizione di partecipazioni nel Gruppo Lactalis, osservando in questo modo le possibili problematiche di concreta applicazione della disciplina sulle operazioni tra parti correlate.

Le operazioni con parti correlate, tema centrale di questo lavoro, rappresentano uno degli argomenti di *corporate governance* più rilevanti e attuali e per questo motivo hanno ricevuto molta attenzione, soprattutto negli ultimi anni, sia dal punto di vista normativo sia in letteratura. La definizione di operazioni con parti correlate include transazioni quali acquisizioni, fusioni, trasferimenti di fondi, beni o servizi tra parti correlate, ovvero soggetti o società tra i quali sia presente un rapporto di collegamento, controllo, partecipazione rilevante o influenza notevole. È chiaro, quindi, come le operazioni tra parti correlate possano costituire uno strumento efficace per i detentori del controllo societario di far prevalere i propri benefici privati a scapito della gestione societaria e

degli azionisti di minoranza. L'impianto normativo è volto appunto ad evitare che tali transazioni vengano implementate per la realizzazione degli interessi di manager o azionisti di controllo ponendo adeguati presidi ai processi decisionali che portano al loro compimento ed assicurando la trasparenza di tali operazioni, con articolati obblighi informativi per il pubblico. Se condotte nel rispetto della normativa, le operazioni con parti correlate possono comunque essere foriere di innumerevoli vantaggi ed effetti positivi per le società coinvolte, che possono ampliare i propri orizzonti di mercato, sfruttare sinergie di costi e ricavi e le loro reciproche complementarietà, con benefici per l'intera compagine di azionisti.

Il prossimo capitolo è dedicato all'illustrazione delle norme relative al processo decisionale per le operazioni tra parti correlate approvate nel Regolamento. A tal fine, è inevitabile l'esposizione dell'*iter* seguito nell'approvazione della disciplina per inquadrare l'emanazione delle predette norme da parte dell'autorità regolamentare. Verranno poi approfondite le nozioni fondamentali di parte correlata e di operazione con parte correlata che la Consob in parte riprende dalla definizione fornita dal principio contabile IAS 24. I paragrafi successivi si propongono di ricostruire, attraverso la discussione degli articoli del Regolamento in esame, i principi in materia di procedure che le società devono adottare al fine di garantire condizioni di correttezza nel processo di realizzazione di operazioni con parti correlate, analizzando dapprima la procedura generale relativa alle operazioni di minore rilevanza, la procedura speciale identificata per le operazioni di maggiore rilevanza, le procedure individuate dal regolamento applicabili a determinate tipologie di società che godono di un regime agevolato, le procedure per le operazioni oggetto di delibere-quadro ed in ultimo, i casi in cui il Regolamento consente di derogare in tutto o in parte dall'applicazione delle dette procedure. Si considereranno quindi gli obblighi di informativa riguardo alle operazioni con parti correlate e si illustreranno brevemente i risultati di uno studio ordinato dalla stessa Consob al fine di esaminare come le società italiane quotate abbiano dato prima attuazione al Regolamento.

Nel terzo capitolo l'attenzione è focalizzata sul processo di acquisizione di Lactalis American Group, Lactalis Brasile e Lactalis Messico da parte di Parmalat Spa nel 2012, transazione che è stata configurata appunto come operazione con parti correlate, in quanto sia l'acquirente sia le società acquisite sono sottoposte al controllo della medesima entità,

Bsa Sa, che fa parte del Gruppo Lactalis. L'analisi dell'intero procedimento di acquisizione inizia dall'esposizione del contesto nel quale si colloca l'operazione, ossia il Gruppo Lactalis nel quale Parmalat è entrata a far parte in seguito all'offerta pubblica di acquisto attraverso cui Lactalis ha ottenuto il controllo su Parmalat. Si giungerà poi all'esposizione della Procedura interna adottata da Parmalat, come richiesto dal Regolamento, al fine di comprendere il percorso di approvazione seguito, attraverso lo studio della documentazione relativa all'operazione conclusa da Parmalat. Nel rispetto della normativa, Parmalat ha provveduto alla pubblicazione dei documenti richiesti dal Regolamento Consob in materia di operazioni con parti correlate; il Comitato per il Controllo Interno e per la *Corporate Governance* (Comitato per le Operazioni con Parti Correlate), il Collegio Sindacale, il Collegio degli Esperti Indipendenti hanno redatto parere autonomi riguardanti la valutazione dell'acquisizione. Seguirà poi un approfondimento sulle varie contestazioni sorte a proposito della congruità del corrispettivo stabilito per la transazione che hanno portato al procedimento di carattere legale presso il Tribunale di Parma, il quale ha riscontrato molteplici profili di irregolarità nell'operato degli amministratori di Parmalat nel completamento dell'operazione.

### **IL PROCESSO DECISIONALE PER LE OPERAZIONI TRA PARTI CORRELATE NELLE SOCIETA' QUOTATE**

#### **2.1. Osservazioni introduttive**

Il decreto legislativo 28 dicembre 2004, n.310 recante “ Integrazioni e correzioni alla disciplina del diritto societario ed al Testo unico in materia bancaria e creditizia” ha introdotto, nell’articolo 2391-bis del codice civile, una specifica disciplina in materia di operazioni con parti correlate effettuate da società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio<sup>1</sup>, demandando alla potestà regolamentare della Consob la definizione dei “principi generali” sulla base dei quali gli organi di amministrazione delle menzionate società devono adottare procedure atte a disciplinare, sotto il profilo della trasparenza e della correttezza sostanziale e procedurale, le operazioni in esame.

Dando attuazione alla richiamata delega, la Consob ha approvato il Regolamento Parti Correlate. La finalità primaria del Regolamento è quella di rafforzare la tutela degli azionisti di minoranza e degli altri portatori di interessi contrastando eventuali abusi che possano scaturire da operazioni in potenziale conflitto d’interesse effettuate con parti correlate. Infatti, le operazioni con parti correlate rappresentano tipicamente la forma più significativa con cui si manifesta un problema fondamentale di corporate governance degli emittenti quotati, riassumibile nello strutturale conflitto di interessi tra coloro che detengono la proprietà della società, ossia tutti gli azionisti, e i soggetti che esercitano il controllo sulle società medesime, ossia i manager e/o alcuni azionisti di maggioranza.

Il Regolamento prevede un organico insieme di norme contenente:

---

<sup>1</sup> Ai sensi dell’art. 2395-bis del cod. civ., per società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio devono intendersi le società italiane con azioni quotate in mercati regolamentati o le cui azioni siano diffuse tra il pubblico in misura rilevante.



- I principi di 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;
- Gli obblighi in tema di informativa al mercato per tale tipologia di operazioni.

Nel presente capitolo si analizzeranno le disposizioni di tale Regolamento andando prima di tutto ad inquadrare il Regolamento nella normativa di riferimento e definire l'oggetto disciplinato dal Regolamento stesso, vale a dire le operazioni con parti correlate. Successivamente si intende esaminare le procedure relative alle predette operazioni, andando a distinguere le procedure relative alle operazioni di minore rilevanza, quelle per le operazioni di maggiore rilevanza, le procedure individuate dal regolamento per determinate tipologie di società, le procedure per le operazioni oggetto di delibere-quadro e i casi in cui il Regolamento consente di derogare in tutto o in parte dall'applicazione delle dette procedure. Si andrà poi ad osservare quelli che sono gli obblighi di informativa riguardo alle operazioni con parti correlate e infine si illustrerà brevemente uno studio commissionato dalla stessa Consob al fine di esaminare come le società italiane quotate abbiano dato prima attuazione al Regolamento.

## **2.2. Il quadro normativo di riferimento**

Con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010, la Consob ha adottato il nuovo "Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate"<sup>2</sup>, in attuazione della delega legislativa attribuita dall'art. 2391-bis del codice civile, inserito a seguito della riforma del diritto societario<sup>3</sup>. Tale articolo, nell'introdurre l'obbligo per gli organi di amministrazione delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio di adottare regole che assicurino la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni poste in essere direttamente e per il tramite di società collegate con soggetti che detengono il potere decisionale all'interno dell'impresa, ha infatti demandato

---

<sup>2</sup> Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate, delibera n.17221 del 12 marzo 2010, pubblicata nella Gazzetta Ufficiale n.70 del 25 marzo 2010 e successivamente modificata con la delibera n. 17389 del 23 giugno 2010, pubblicata nella Gazzetta Ufficiale n.152 del 2 luglio 2010. Nel settembre dello stesso anno, la Consob ha approvato la comunicazione n. DEM/10078683 del 24 settembre 2010 contenente alcune indicazioni e orientamenti per l'applicazione del regolamento.

<sup>3</sup> Articolo in vigore dal 14/01/2005 aggiunto con d.lgs n. 310/2004

alla Consob l'individuazione dei principi generali in tale materia<sup>4</sup>. La Consob ha pertanto emanato un nuovo Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate<sup>5</sup>, adottato anche ai sensi degli articoli 113/ter, 114, 115 e 154/ter del Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n.58 (TUF).

L'*iter* di approvazione da parte dell'Autorità di Vigilanza della nuova disciplina è stato avviato con un primo documento pubblicato il 9 aprile 2008 a cui ha fatto seguito, dopo un seminario aperto al pubblico svoltosi il 20 giugno 2008, la pubblicazione di un secondo documento di consultazione in data 3 agosto 2009, dichiarando espressamente che “ gli obiettivi che si è inteso perseguire con le modifiche apportate alla prima proposta di Regolamento sono:

- Incentrare il Regolamento sulla definizione di una procedura generale per le operazioni con parti correlate e limitare l'applicazione della procedura speciale e della disciplina della trasparenza mediante documento informativo alle sole operazioni “rilevanti”, individuate secondo criteri quantitativi più selettivi;
- Chiarire e delimitare il ruolo degli amministratori indipendenti nella disciplina speciale, coordinando tale ruolo con le competenze deliberative dell'intero consiglio e con le funzioni esecutive degli amministratori con deroghe;
- Aumentare la flessibilità della disciplina per gli emittenti ampliando le opzioni procedurali e le facoltà di esenzione, da realizzarsi nei casi più rilevanti attraverso l'adozione di apposite previsioni statutarie, e valorizzando al contempo il giudizio del mercato sulle scelte e sull'operato delle società;

---

<sup>4</sup> Il Codice Civile, all'articolo 2391-bis (Operazioni con parti correlate), stabilisce quanto segue: "1. Gli organi di amministrazione della società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio adottano, 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. 2. I principi di cui al primo comma 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."

<sup>5</sup> Con l'espressione “parti correlate” si indicano quei soggetti che hanno particolari legami con la società chiamata a decidere l'operazione, quali, ad esempio, gli azionisti di riferimento o di controllo, gli amministratori, i sindaci e gli altri dirigenti, inclusi i loro stretti familiari, nonché le società del medesimo gruppo (controllanti, controllate e collegate).

- Valorizzare il ruolo dell'assemblea come opzione alternativa o integrativa della disciplina speciale<sup>6</sup>.

Dopo tale documento si è svolto un altro seminario aperto al pubblico in data 13 ottobre 2009 e a seguito di un affinamento delle regole si è giunti, il 12 marzo 2010, all'emanazione del Regolamento Consob. L'*iter* seguito ha indubbiamente permesso agli emittenti ed ai loro consulenti di familiarizzare con le nuove norme prima della loro effettiva entrata in vigore, dando loro la possibilità di prepararsi per tempo ai nuovi adempimenti e alle nuove procedure. Il Regolamento è stato successivamente modificato con delibera n. 17389 del 23 giugno 2010 posticipando al 1° dicembre 2010 la data entro cui gli organi amministrativi delle società quotate hanno dovuto adottare specifiche procedure interne per la gestione di tutte le operazioni con parti correlate e conformarsi alle disposizioni della disciplina della trasparenza prevista dall'art.5 del Regolamento stesso. Le procedure sono entrate completamente in vigore il 1° gennaio 2011.

La disciplina, riunendo quindi in un nuovo distinto Regolamento le norme degli articoli 113/ter, 114, 115 e 154/ter del TUF e norme attuative della delega conferita dall'art. 2391-bis c.c. e norme sostitutive di regole già dettate dal Regolamento Emittenti della Consob<sup>7</sup>, integra in un disegno organico disposizioni procedurali, cioè regole da seguire nel processo decisionale degli organi/soggetti competenti nell'operazione (disciplina sostanziale) nonché obblighi di trasparenza, cioè obblighi informativi che la società deve assolvere nei riguardi del mercato e nella redazione dei documenti contabili (disciplina della trasparenza) relativamente alle operazioni più significative. Il Regolamento richiede altresì che il consiglio di amministrazione di ciascuna società con azioni quotate adotti "procedure interne" per disciplinare in dettaglio una serie di aspetti e

---

<sup>6</sup> Cfr. MONTALENTI P., Le operazioni con parti correlate, *Giurisprudenza Commerciale*, 2011, volume 38, fascicolo 3, pp.320-321

<sup>7</sup> Il Regolamento Emittenti all'art.71-bis (Operazioni con parti correlate),abrogato, prevedeva che: "1. In occasione di operazioni con parti correlate,concluse anche per il tramite di società controllate, 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, gli emittenti azioni mettono a disposizione del pubblico un documento informativo redatto in conformità dell'allegato 3B. Tale obbligo non sussiste se le informazioni sono inserite nel comunicato eventualmente diffuso secondo le modalità indicate nel Capo I o nel documento informativo previsto dagli articoli 70 e 71.-2. Il documento informativo è depositato presso la sede sociale e la società di gestione del mercato entro quindici giorni dalla conclusione delle operazioni. Del deposito è data immediata notizia mediante avviso pubblicato su almeno un quotidiano a diffusione nazionale".

scegliere tra le opzioni che il regolamento ha rimesso alla discrezionalità delle società. Sommarariamente, punti qualificanti del regolamento sono:

- Il rafforzamento del ruolo degli amministratori “indipendenti” (la cui presenza è, si ricordi, obbligatoria all’interno del consiglio delle società quotate ai sensi dell’art. 147-ter, quarto comma, TUF 58/1998) in tutte le fasi del processo decisionale sulle operazioni con parti correlate;
- Il regime di trasparenza nei confronti del mercato.

L’obiettivo dell’intero impianto normativo pertanto è quello di assicurare uno svolgimento corretto delle trattative e delle operazioni che coinvolgono parti tra loro correlate, in modo tale che esse vengano svolte secondo le stesse modalità con le quali vengono portate a termine operazioni simili, concluse sul mercato tra parti non correlate tra loro. Si comprende agevolmente allora che la *ratio* di una disciplina su tale materia riposa nell’esigenza di assicurare una gestione corretta e trasparente di quelle operazioni nelle quali maggiore è il rischio che le scelte degli amministratori siano orientate, non già al perseguimento dell’interesse della società, cioè degli azionisti, e più in generale di tutti coloro che hanno investito nella società, ma al conseguimento di benefici privati per sé stessi o per altri, e, particolarmente – è il caso di società ad azionariato concentrato e, dunque, tipicamente, del sistema nazionale – del socio o gruppo di comando che li esprime.<sup>8</sup>

### **2.3. La definizione di parte correlata e di operazione con parte correlata**

La versione del principio contabile internazionale n.24 “Informativa di bilancio sulle operazioni con parti correlate”, approvata nel novembre 2009 ed omologata con il regolamento 632/2010, sostitutiva dello IAS 24 (rivisto nella forma del 1994), definisce parte correlata una persona o un’entità che è correlata all’entità che redige il bilancio (di seguito “la società”). Una persona o un suo stretto familiare è parte correlata della società se tale persona:

- Controlla, anche congiuntamente, la società;
- Ha un’influenza notevole sulla società;

---

<sup>8</sup> Cfr. CHIAPPETTA F., Le operazioni con parti correlate: profili sistematici e problematici, dircomm.it, Il diritto commerciale d’oggi, VII.3, novembre 2008, p.1

- È un dirigente con responsabilità strategiche della società o di una sua controllante.

Un'entità è parte correlata della società se si verifica una delle seguenti situazioni:

- L'entità e la società fanno parte dello stesso gruppo (ciascuna entità controllante, controllata e le altre società del gruppo sono parti correlate);
- Una delle due entità è una società collegata dell'altra o partecipano in una *joint venture* (oppure è una società collegata di un membro del gruppo al quale appartiene l'altra entità o partecipa con tale membro in una *joint venture*);
- Entrambe le entità partecipano in una *joint venture* con la medesima parte terza;
- Una delle due entità partecipa in una *joint venture* con una parte terza e l'altra entità è una società collegata di tale parte terza;
- L'entità è un piano per benefici successivi alla fine del rapporto di lavoro a favore dei dipendenti della società o di un'entità a quest'ultima correlata;
- L'entità è controllata, anche congiuntamente, da una persona o stretto familiare;
- Una società o stretto familiare che controlla, anche congiuntamente, la società ha influenza notevole sull'entità o è un dirigente con responsabilità strategiche della stessa (o di una sua controllante).<sup>9</sup>

Nella Comunicazione n. DEM/10078683 del 24 settembre 2010 della Consob avente ad oggetto indicazioni e orientamenti per l'applicazione del Regolamento sulle operazioni con parti correlate adottato con delibera n.17221 del 12 marzo 2010 come successivamente modificato, si precisa che “le nozioni di “parte correlata” e di “operazione con parte correlata” riprendono quelle contenute nel principio contabile internazionale IAS 24 (“informativa di bilancio sulle operazioni con parti correlate”) (“IAS 24”), nel testo adottato secondo la procedura di cui all'articolo 6 del regolamento

---

<sup>9</sup> Ai fini delle definizioni sopra indicate nello IAS 24 vengono illustrate le seguenti nozioni:

- “Il controllo è il potere di determinare le politiche finanziarie e gestionali di un'entità al fine di ottenere benefici dalle sue attività;
- Il controllo congiunto è la condivisione, stabilita contrattualmente, del controllo su un'attività economica;
- 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'influenza notevole è il potere di partecipare alla determinazione delle politiche finanziarie e gestionali di un'attività senza averne il controllo. Un'influenza notevole può essere ottenuta attraverso il possesso di azioni, tramite clausole statutarie o accordi.

(CE) n.1606/2002 e vigente alla data di entrata in vigore del regolamento. La formulazione dell'Allegato n.1 non opera un rinvio diretto al principio contabile internazionale; pertanto, il perimetro delle parti correlate e delle operazioni rilevanti non è modificato automaticamente in caso di variazioni dei principi contabili internazionali: queste ultime infatti, giustificate dal punto di vista della disciplina contabile, non necessariamente lo sono anche dal punto di vista della disciplina di trasparenza e correttezza oggetto del Regolamento. Nel riprendere le definizioni contenute nello IAS 24, l'Allegato n.1 apporta alcuni marginali adeguamenti al quadro normativo nazionale e introduce alcune precisazioni". Inoltre, la Consob chiarisce che nell'esercizio dell'attività di vigilanza verranno considerate anche le interpretazioni dettate dagli organismi competenti, purché applicabili allo IAS 24 omologato.

La nozione di "parte correlata" secondo l'articolo 3, lettera a), e l'Allegato 1 del Regolamento è:

“Un soggetto è una 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;
  - 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”.

Osserva Pieri Valerio, che scrive prima dell’emanazione del Regolamento Consob in attuazione della delega legislativa dell’art. 2391-bis c.c.,: “ Si evidenzia dunque una diversità tra lo scopo del principio contabile IAS 24, che si pone inevitabilmente in una prospettiva *ex post* di rappresentazione degli effetti di operazioni già avvenute, e la finalità delle disposizioni di cui all’art. 2391-bis, che si propongono soprattutto in una prospettiva *ex ante*, essendo finalizzate a garantire, oltre alla trasparenza, anche la correttezza delle operazioni di gestione effettuate con controparti correlate. In proposito, si può ritenere che, anche se inserita nell’ambito di una diversa finalità, la validità della definizione proposta dallo IAS 24 non risulti pregiudicata. Una parte correlata, infatti, è definibile come tale in considerazione delle relazioni che la collegano ai soggetti che detengono il potere di influenzare le decisioni dell’azienda. Mutando la prospettiva di osservazione (*ex post* nello IAS 24 ed *ex ante* nella normativa ex 2391-bis) si modificano soltanto le modalità con le quali è possibile identificare tali relazioni: nel primo caso, l’individuazione può avvenire anche in un momento successivo al compimento dell’operazione (ad esempio, in occasione della chiusura del bilancio), nel secondo, invece, deve avvenire necessariamente in via preliminare al compimento stesso dell’operazione”<sup>10</sup>.

È bene specificare che, in funzione delle nozioni di “parti correlate” e di “operazioni con parti correlate”, la Consob ha scelto di dettare definizioni autonome anche delle nozioni di controllo e influenza notevole. Per controllo si intende il potere di determinare le politiche finanziarie e gestionali di un’entità al fine di ottenere benefici dalle sue attività. Si presume che esista il controllo quando un soggetto possiede, direttamente o indirettamente attraverso le proprie controllate, più della metà dei diritti di voto di un’entità a meno che, in casi eccezionali, possa essere chiaramente dimostrato che tale

---

<sup>10</sup> Cfr. PIERI V., Il processo decisionale nelle operazioni con parti correlate. Analisi economico-aziendale alla luce della normativa di riferimento, Tesi di dottorato in Economia Aziendale, Università degli Studi di Foggia, 2009, pp. 64-65

possesso non costituisce controllo. Il controllo esiste anche quando un soggetto possiede la metà, o una quota minore, dei diritti di voto esercitabili in assemblea se questi ha:

- Il controllo di più della metà dei diritti di voto in virtù di un accordo con altri investitori;
- Il potere di determinare le politiche finanziarie e gestionali dell'entità in forza di uno statuto o di un accordo;
- Il potere di nominare o di rimuovere la maggioranza dei membri del consiglio di amministrazione o dell'equivalente organo di governo societario, ed il controllo dell'entità è detenuto dal quel consiglio o organo;
- Il potere di esercitare la maggioranza dei diritti di voto nelle sedute del consiglio di amministrazione o dell'equivalente organo di governo societario, ed il controllo dell'entità è detenuto da quel consiglio o organo.

In merito alla definizione di influenza notevole si ritiene utile riportare quanto precisato nel Regolamento:

“L'esistenza di influenza notevole è solitamente segnalata dal verificarsi di una o più delle seguenti circostanze:

- la rappresentanza nel consiglio di amministrazione, o nell'organo equivalente, della partecipata;
- la partecipazione nel processo decisionale, inclusa la partecipazione alle decisioni in merito ai dividendi o ad altro tipo di distribuzione degli utili;
- la presenza di operazioni rilevanti tra la partecipante e la partecipata;
- l'interscambio di personale dirigente;
- la messa a disposizione di informazioni tecniche essenziali”.

E' possibile, quindi, compiere una schematica comparazione tra la nozione di “parte correlata” secondo lo IAS 24 e quella dettata dal Regolamento Consob<sup>11</sup>:

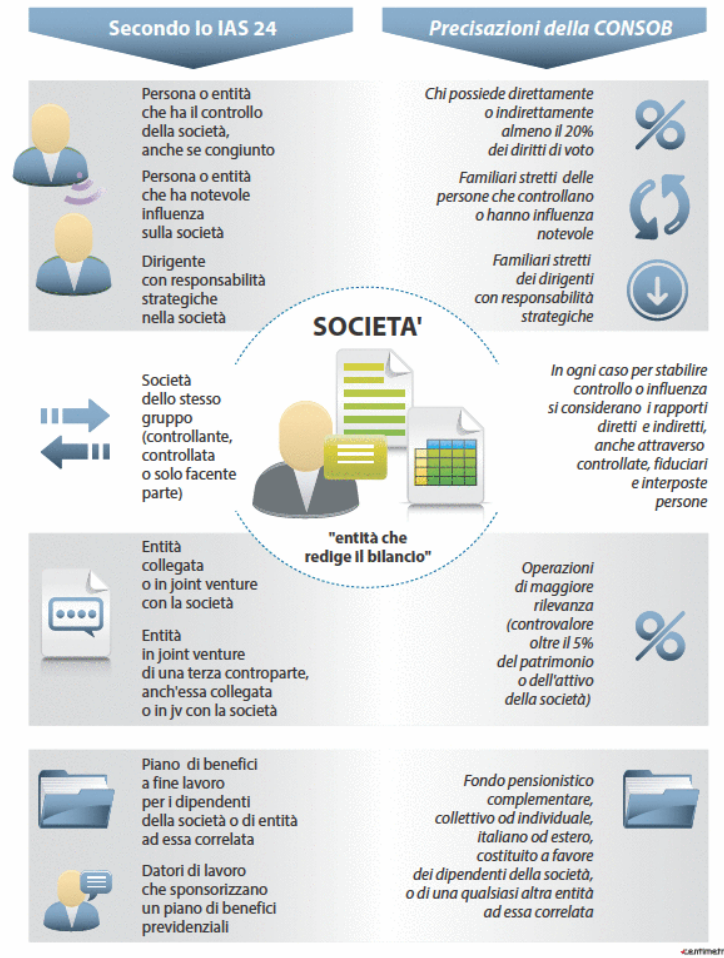
---

<sup>11</sup> <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/particorrelate-213.htm>, LO IAS 24 E LA DEFINIZIONE DI PARTI CORRELATE, 13 aprile 2015 – 09:32



## Chi sono le "parti correlate"

La necessità di difendere i diritti degli azionisti di minoranza delle società ha portato a definire chi sono le "parti correlate" nei Principi contabili internazionali o IAS (International Accounting Standards), in particolare nello IAS 24; in Italia la Consob ha ulteriormente raffinato quelle definizioni



Nella definizione di parte correlata della Consob, “l’applicazione concreta dei criteri è rimessa alle società e per tale ragione, per esempio, con riferimento ai patti parasociali, l’Allegato 1 del Regolamento non stabilisce in termini generali ed astratti in quali casi uno o più aderenti ad un patto parasociale debbano essere considerati parti correlate. Nella Comunicazione viene chiarito che un soggetto che partecipa a un patto di sindacato è una parte correlata solo nel caso in cui eserciti un controllo (individuale o congiunto) o un’influenza notevole sull’emittente, in virtù delle caratteristiche specifiche del patto, quali l’entità delle partecipazioni (individuali e complessive) e le clausole che regolano i rapporti tra soci”<sup>12</sup>. Ancora, il Montalenti osserva che : “Le Linee Guida non forniscono osservazioni precise. Puntualizzano – ma il criterio si ricava direttamente dal Regolamento – che la mera partecipazione ad un patto parasociale non determina, “per ciò

<sup>12</sup> Si veda: BONGIOVANNI M., Le procedure per la gestione delle operazioni con parti correlate, Bilancio e reddito d’impresa, n.1, 2011, p.48

solo”, la qualità di parte correlata anche se dal patto deriva in capo ad uno o più soggetti il potere di esercitare il controllo o un’influenza notevole. Dovendosi tenere conto – come la stessa Consob precisa – delle “specifiche caratteristiche del patto”, delle “clausole che regolano i rapporti dei soci”, delle “prassi applicative”, i margini di incertezza saranno particolarmente ampi. È vero che non è contemplata l’ “influenza congiunta”, ma poiché l’influenza notevole si concreta nella mera partecipazione alla determinazione delle politiche finanziarie e gestionali il problema è particolarmente delicato”<sup>13</sup>.

Come già indicato, anche la definizione di “operazioni con parti correlate” rilevante per la disciplina in esame riprende, con alcune precisazioni, lo IAS 24 adottato con la procedura di cui all’articolo 6 del regolamento (CE) n.1606/2002 vigente al tempo dell’emanazione del Regolamento. Il principio contabile internazionale n.24 identifica come operazione con parte correlata “... un trasferimento di risorse, servizi o obbligazioni fra parti correlate indipendentemente dal fatto che sia pattuito un corrispettivo”. Ne sono esempi gli acquisti o vendite di beni (finiti o semilavorati), acquisti o vendite di immobili ed altre attività (impianti, macchinari, marchi e brevetti); prestazioni ed ottenimento di servizi; leasing; trasferimenti per ricerca e sviluppo; trasferimenti a titolo di licenza; trasferimenti a titolo di finanziamento; clausole di garanzia o pegno; estinzione di passività per conto dell’entità ovvero da parte dell’entità per conto di un’altra parte; retribuzioni dei dirigenti con responsabilità strategiche.

Il Regolamento Consob nell’Allegato 1 riprende pienamente la nozione espressa nello IAS 24 e inoltre precisa che si considerano comunque incluse tra le operazioni con parti correlate:

- Le 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, sotto qualsiasi forma, ai componenti degli organi di amministrazione e controllo e ai dirigenti con responsabilità strategiche.

---

<sup>13</sup> Cfr. MONTALENTI P., Le operazioni con parti correlate, Giurisprudenza commerciale, 2011, volume 38, fascicolo 3, parte 1, p. 328

In riferimento alle fusioni e scissioni, il Regolamento puntualizza che sono soggette alla disciplina in esame tutte le fusioni che coinvolgono la società quotata e una parte correlata e, con riguardo alle scissioni, solo le operazioni di scissione per incorporazione con una parte correlata (ossia le operazioni con le quali la quotata, ad esempio, scinde parte del suo patrimonio a beneficio della controllante o viceversa) ovvero le operazioni di scissione in senso stretto non proporzionale (ossia le operazioni nelle quali il patrimonio della quotata viene scisso). Non sono invece incluse le scissioni in senso stretto di tipo proporzionale in quanto si tratta di operazioni rivolte indifferentemente a tutti i soci a parità di condizioni. Gli aumenti di capitale vengono considerati operazioni con parti correlate solamente quelli con esclusione del diritto di opzione a favore di una parte correlata. Rientrano tra le operazioni con parti correlate anche i prestiti sindacati erogati da pool di banche a cui partecipino una parte correlata e una pluralità di altri soggetti non correlati.

#### **2.4. L'adozione di procedure per la gestione delle operazioni con parti correlate**

All'articolo 4, comma 1, del "Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate", la Consob richiede ai consigli di amministrazione o ai consigli di gestione l'adozione di procedure con la finalità di stabilire i principi di comportamento che le società sono tenute ad adoperare per garantire la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale della gestione delle operazioni con parti correlate. A tal fine, le procedure:

- a) " identificano le operazioni di maggiore rilevanza in modo da includervi almeno quelle che superino le soglie previste nell'Allegato 3;
- b) identificano i casi di esenzione previsti agli articoli 13 e 14 ai quali le società intendono fare ricorso;
- c) identificano, ai fini del presente Regolamento, i requisiti di indipendenza degli amministratori o dei consiglieri di gestione e di sorveglianza in conformità a quanto previsto dall'articolo 3, lettera h)
- d) stabiliscono le modalità con cui si istruiscono e si approvano le operazioni con parti correlate e individuano le regole con riguardo alle ipotesi in cui la società esamini o approvi operazioni di società controllate, italiane od estere;

- e) fissano le modalità e i tempi con i quali sono fornite, agli amministratori o consiglieri indipendenti che esprimono pareri sulle operazioni con parti correlate nonché agli organi di amministrazione e controllo, le informazioni sulle operazioni, con la relativa documentazione, prima della deliberazione, durante e dopo l'esecuzione delle stesse;
- f) indicano le scelte effettuate dalle società con riguardo alle opzioni, diverse da quelle indicate nelle lettere precedenti, rimesse alle medesime società dalle disposizioni del presente Regolamento.”

Prima di esaminare il processo di adozione delle procedure è fondamentale individuare i soggetti rilevanti per l'applicazione della disciplina. A questo riguardo, oltre a ricordare che la disciplina del Regolamento si applica alle operazioni con parti correlate come definite nell'Allegato 1, al momento dell'adozione delle procedure le società devono valutare se individuare e indicare nelle stesse procedure anche soggetti diversi dalle parti correlate a cui applicare, in tutto o in parte, la disciplina procedurale di cui si discute (art.4, comma 2). Nella suddetta valutazione le società devono tenere conto, in particolare, degli assetti proprietari, di eventuali vincoli contrattuali rilevanti ai fini dell'articolo 2359, comma 1, n. 3), del codice civile nonché di eventuali vincoli contrattuali o statutari tramite i quali si possono realizzare la direzione e il coordinamento ai sensi dell'articolo 2497-septies del codice civile, e anche delle discipline di settore alle stesse società eventualmente applicabili in materia di parti correlate.

L' *iter* di adozione delle procedure comincia con l'individuare il soggetto incaricato di dare un parere preventivo sulle procedure, di cui al comma 3 dell'art.4 del Regolamento, all'organo amministrativo. In questo caso, l'espressione di un parere favorevole da parte di un comitato composto da soli consiglieri indipendenti, con riferimento sia alle delibere sulle procedure sia allo loro eventuali modifiche, è un presidio di correttezza. Nella Comunicazione n. DEM/10078683 della Consob, paragrafo 6.1, si legge: “si ritiene che le società possano individuare liberamente tale comitato tra quelli già esistenti che rispettino il requisito di composizione o di costituirne appositamente uno nuovo”. Mario Stella Richter aggiunge: “ la circostanza che nella società già esista un comitato di controllo interno ( perché, per esempio, raccomandato dal Codice di

Autodisciplina<sup>14</sup>) non vincola il consiglio ad affidare allo stesso la funzione di cui si discorre: potrà ben essere questo a essere individuato come competente al rilascio del parere preventivo”<sup>15</sup>. Il Regolamento precisa che, qualora non siano in carica almeno tre amministratori indipendenti, le società debbano ricorrere a presidi alternativi al comitato di amministratori indipendenti per la deliberazione delle procedure. In particolare, “le delibere sono approvate previo parere favorevole degli amministratori indipendenti eventualmente presenti o, in loro assenza, previo parere non vincolante di un esperto indipendente”. Quindi nel caso nelle società tenute all’adozione di tali procedure siano in carica uno o due soli amministratori indipendenti è possibile ricorrere al parere favorevole di questi ultimi, senza dover modificare la composizione dell’organo amministrativo.

Il parere è esplicitamente definito come “non vincolante” nel caso sia espresso da un esperto indipendente, per cui si desume che quando lo stesso sia reso dal comitato di amministratori indipendenti ovvero dall’unico o dagli unici due amministratori indipendenti sia da considerarsi vincolante. Alla luce del dettato regolamentare, il parere si esprime sull’ interesse della società al compimento dell’operazione, sulla convenienza delle condizioni dell’operazione nonché sulla correttezza sostanziale delle condizioni stesse. “Il contenuto del parere deve essere positivo o negativo; ovviamente, nulla vieta che il parere positivo sia condizionato alla adozione di specifiche modificazioni alla bozza delle procedure, o che nel parere, comunque positivo, si suggeriscano ulteriori possibili miglioramenti (non deve infatti scordarsi la funzione consultiva che il comitato o lo stesso esperto indipendente svolgono nei confronti del consiglio di amministrazione o di gestione). A sua volta, il parere negativo dovrebbe contenere le ragioni per le quali si ritiene di non condividere la soluzione proposta nella bozza della procedura, cioè, a ben vedere, una motivazione che consenta di essere utilizzata come suggerimento per giungere ad avere, attraverso opportuni emendamenti, un nuovo parere favorevole. Poiché il parere è frutto del funzionamento collegiale del comitato, è almeno in astratto possibile che esso sia adottato con il voto contrario o con l’astensione di uno o più (ma ovviamente una parte minoritaria ) dei suoi componenti: in questi casi la Consob prevede che la società emani,

---

<sup>14</sup> Codice di Autodisciplina delle società quotate predisposto dal Comitato per la Corporate Governance istituito dalle principali associazioni italiane di categoria e da Borsa Italiana.

<sup>15</sup> Si veda: STELLA RITCHER M. JR, Le procedure per le operazioni con parti correlate, Rivista delle società, 2011, volume 56, fascicolo 1, pp. 66 - 67

ai sensi dell'art.114, comma 5, T.U.F., una comunicazione al pubblico con la quale si renda noto il voto dissenziente, la persona o le persone che lo hanno espresso e le relative (eventuali) motivazioni".<sup>16</sup> Nella Comunicazione Consob n.10094539 del 15 novembre 2010, infatti, si legge: "... qualora la procedura sia stata approvata in presenza del voto contrario o dell'astensione di uno o più consiglieri (anche non indipendenti) ovvero di un parere contrario non vincolante dell'esperto indipendente, si richiede alle società, ai sensi dell'articolo 114, comma 5, del TUF, di pubblicare entro il 3 dicembre 2010, con le modalità indicate nella Parte III, Titolo II, Capo I, del regolamento Consob adottato con delibera n. 119771 del 14 maggio 1999, come successivamente modificato, un comunicato contenente le seguenti informazioni:

- indicazione della circostanza che la procedura è stata approvata dall'organo di amministrazione in presenza di voto contrario o dell'astensione di uno o più consiglieri ovvero di un parere contrario dell'esperto indipendente;
- indicazione del nominativo del consigliere o dei consiglieri che hanno espresso voto contrario o si sono astenuti, chiarendo se si tratta di componente esecutivo, non esecutivo, indipendente o tratto da una lista di minoranza ovvero indicazione del nominativo o della denominazione dell'esperto indipendente;
- indicazione se l'espressione del voto contrario o l'astensione sia avvenuta in sede di adozione del parere previsto dal citato art. 4, comma 3, del Regolamento o in sede di approvazione della procedura da parte dell'organo di amministrazione;
- indicazione delle motivazioni del voto contrario o dell'astensione ovvero del parere contrario dell'esperto indipendente"<sup>17</sup>.

Analizzando gli ordinamenti del Regolamento, si nota come i tratti più qualificanti della disciplina ricorrano ogni qual volta sia previsto il coinvolgimento dell'amministratore indipendente. Sembra opportuno quindi, soffermarsi sulle disposizioni relative alla qualifica di tale soggetto. Il Regolamento ( art. 3, comma 1) richiede che un amministratore, per poter essere definito "indipendente" ai sensi della

---

<sup>16</sup> Cfr. STELLA RITCHER M. JR, Le procedure per le operazioni con parti correlate, Rivista delle società, 2011, volume 56, fascicolo 1, pp. 67 - 68

<sup>17</sup> Comunicazione n. 10094530 del 15/11/2010 avente ad oggetto: Richieste ai sensi dell'articolo 114, comma 5, del d.lgs. 28 febbraio 1998, n.58, in merito all'approvazione delle procedure previste dall'articolo 4 del Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate (adottato dalla Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010, come successivamente modificato con delibera n. 17389 del 23 giugno 2010)

disciplina, sia in possesso dei requisiti di indipendenza previsti dall'articolo 148, comma 3, del Testo unico<sup>18</sup> e degli eventuali requisiti individuati nelle procedure previste dall'articolo 4 o stabiliti da normative di settore eventualmente applicabili in ragione dell'attività svolta dalla società. Tuttavia, qualora la società dichiari di aderire ad un codice di comportamento in materia di governo societario promosso da società di gestione dei mercati regolamentati o da associazioni di categoria (art. 123-bis, comma 2, del Testo unico), il Regolamento richiede che siano considerati "amministratori indipendenti" gli amministratori giudicati tali dalle società ai sensi del medesimo codice, a condizione che i requisiti di indipendenza siano almeno equivalenti a quelli dell'articolo 148, comma 3, del Testo unico. "Si ritiene che i criteri attualmente previsti dal Codice di autodisciplina adottato dal Comitato per la *Corporate Governance* siano "almeno equivalenti a quelli dell'articolo 148, comma 3, del Testo unico". Si considerano quindi "amministratori indipendenti" ai fini del Regolamento gli amministratori riconosciuti come tali dalle società in applicazione dei principi e dei criteri applicativi del Codice di autodisciplina. Tale valutazione è basata sul confronto del livello di indipendenza complessivamente richiesto dal Testo unico da un lato, con quello offerto dall'applicazione dei criteri del Codice di autodisciplina, dall'altro"<sup>19</sup>. Citando Pucci Emilia, " nel qualificare gli amministratori indipendenti che possono comporre il comitato, il Regolamento accorda predilezione alla nozione di "indipendenza" contenuta nel Codice di autodisciplina. Questa impostazione implica una forte responsabilizzazione del consiglio di amministrazione, chiamato – in applicazione dello stesso Codice – a valutare l'effettiva indipendenza dei suoi componenti secondo il principio della prevalenza della sostanza sulla forma e – eventualmente – a dichiararne la sussistenza

---

<sup>18</sup> Art. 148, comma 3, TUF:

"Non possono essere eletti sindaci e, se eletti, decadono:

- a) Coloro che si trovano nelle condizioni previste dall'articolo 2382 del codice civile (l'inabilitato, il fallito, chi è stato condannato ad una pena che importa l'interdizione, anche temporanea, dai pubblici uffici o l'incapacità ad esercitare uffici direttivi);
- b) Il coniuge, i parenti e gli affini entro il quarto grado degli amministratori della società, gli amministratori, il coniuge, i parenti e gli affini entro il quarto grado degli amministratori delle società da questa controllate, delle società che la controllano e di quelle sottoposte a comune controllo;
- c) Coloro che sono legati alla società od alle società da questa controllate od alle società che la controllano ad a quelle sottoposte a comune controllo ovvero gli amministratori della società e ai soggetti di cui alla lettera b) da rapporti di lavoro autonomo o subordinato ovvero da altri rapporti di natura patrimoniale o professionale che ne compromettano l'indipendenza".

<sup>19</sup> Comunicazione Consob n. DEM/10078683

anche in presenza di situazioni critiche, astrattamente idonee a compromettere la ricorrenza di detta condizione”<sup>20</sup>.

Secondo l’art. 4, comma 1, del Regolamento e l’art. 2391-bis, comma 1, c.c., la fase di approvazione delle procedure compete al consiglio di amministrazione o al consiglio di gestione. Dopo essere approvate, “le procedure e le relative modifiche sono pubblicate senza indugio nel sito internet delle società, fermo l’obbligo di pubblicità, anche mediante riferimento al sito medesimo, nella relazione annuale sulla gestione, ai sensi dell’art. 2391-bis del codice civile”.<sup>21</sup> Il comma 6 dell’art.4 del Regolamento, inoltre, prescrive che l’organo di controllo vigilia sulla conformità delle procedure adottate e sulla loro osservanza ai sensi dell’art. 2429, comma 2, c.c., ovvero dell’articolo 153 del Testo unico. “ Si tratta di valutazioni condotte ex post, ma si ritiene che nulla impedisca l’acquisizione di un parere del collegio sindacale sulla legittimità delle procedure prima che queste siano approvate. In tal caso, il parere si affiancherebbe, senza sostituirlo, a quello espresso, in sede di adozione delle procedure, dai consiglieri indipendenti o dagli esperti indipendenti”<sup>22</sup>.

L’art. 4, comma 5, del Regolamento prevede che: “ Nel definire le procedure, i consigli di amministrazione e di gestione identificano quali regole richiedano modifiche allo statuto e deliberano in conformità al comma 3 le conseguenti proposte da sottoporre all’assemblea”. Si tratta quindi di modificazioni statutarie indotte dalle previsioni delle procedure che ricorrono necessariamente ogni qual volta si decida di avvalersi di una opzione. In ogni caso, qualora si stabilisca di modificare lo statuto è necessario il parere favorevole del comitato di amministratori indipendenti per approvare la proposta di modificazione statutaria da sottoporre all’assemblea dei soci.

Infine, è importante sottolineare che la Consob, nella Comunicazione avente ad oggetto le indicazioni per l’applicazione del Regolamento, afferma: “ si raccomanda alle società di valutare con cadenza almeno triennale se procedere ad una revisione delle procedure tenendo conto, tra l’altro, delle modifiche eventualmente intervenute negli assetti proprietari nonché dell’efficacia dimostrata dalle procedure nella prassi applicativa.

---

<sup>20</sup> Cfr. PUCCI E., Il parere degli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate: profili funzionali, Rivista delle società, 2014, volume 59, fascicolo 2/3, p.356

<sup>21</sup> Regolamento Consob, articolo 4, comma 7

<sup>22</sup> Comunicazione Consob n. DEM/10078683, paragrafo 6.2



Appare inoltre opportuno, sebbene non richiesto dal regolamento, acquisire un parere del comitato di consiglieri indipendenti anche con riguardo all'eventuale decisione di non procedere, all'esito della valutazione delle procedure stesse, ad alcuna modifica".

## **2.5. Le operazioni di minore rilevanza e la procedura generale**

Nell'articolo 3, comma 1, del Regolamento Consob, le "operazioni di minore rilevanza" vengono definite come le operazioni con parti correlate diverse dalle operazioni di maggiore rilevanza e dalle operazioni di importo esiguo eventualmente individuate ai sensi dell'articolo 13 del Regolamento stesso. Brevemente, le operazioni di minore rilevanza sono quelle che non superano la soglia del 5% di nessuno dei parametri indicati dalla disciplina per il riconoscimento delle operazioni di maggiore rilevanza (capitalizzazione di borsa o patrimonio netto, attivo totale, passività totali)<sup>23</sup>. È stato osservato che: " le operazioni di minore rilevanza sono quelle ricomprese tra la soglia minima delle operazioni di maggiore rilevanza le operazioni di valore esiguo, se individuate nelle procedure ex art.13, comma 2 Reg."<sup>24</sup>.

L'articolo 7 del Regolamento, "Procedure per le operazioni di minore rilevanza per le società che adottano i sistemi di amministrazione e controllo tradizionale e monistico", individua una procedura generale, meno complessa rispetto alla procedura che si applica alle operazioni di maggiore rilevanza, che rappresenta il livello minimo delle tutele in materia di correttezza sostanziale e procedurale dettate ai sensi dell'articolo 2391-bis del codice civile. È data comunque la possibilità di applicare procedure più stringenti, infatti, secondo il comma 1 dell'articolo 7, è espressamente prevista la facoltà di adeguare le procedure alle previsioni in materia di operazioni di maggiore rilevanza individuate nell'articolo 8. Per cui, anche per alcune soltanto tra le operazioni di minore rilevanza, le procedure possono adottare questi ultimi presidi o anche alcuni di essi, ferma la possibilità di individuare ulteriori misure, diverse da quelle applicabili ai sensi dell'articolo 7, non dettate dal Regolamento. La procedura individuata per le operazioni di minore rilevanza prevede:

---

<sup>23</sup> Tali criteri quantitativi e l'applicazione degli stessi per l'individuazione delle operazioni di maggiore rilevanza saranno approfonditi nel prossimo paragrafo.

<sup>24</sup> Cfr. MONTALENTI P., Le operazioni con parti correlate, Giurisprudenza commerciale, 2011, volume 38, fascicolo 3, parte 1, pp. 333-334

- L'espressione di un motivato parere non vincolante di un comitato, anche appositamente costituito, composto unicamente da amministratori non esecutivi e non correlati, in maggioranza indipendenti<sup>25</sup>, prima che venga approvata l'operazione. È precisato che l'oggetto del parere del comitato deve riguardare l'interesse della società al compimento dell'operazione nonché la convenienza e la correttezza sostanziale delle sue condizioni. A riguardo, osserva Luigi Seminara: "Per le operazioni di minore rilevanza, infatti, il parere negativo non impedisce all' "organo competente" – che non è, qui, necessariamente l'organo gestorio, ovvero una sua articolazione, potendo anche essere una struttura manageriale – di concludere l'operazione, purché, ai sensi dell'art. 7,co.1, lett. e), reg. o.p.c., i verbali delle relative delibere razioni rechino "adeguata motivazione" sempre in merito all' "interesse della società al compimento dell'operazione nonché la convenienza e la correttezza sostanziale delle relative condizioni"."<sup>26</sup>;
- Il comitato di amministratori indipendenti ha la facoltà di avvalersi di esperti indipendenti di propria scelta, a spese della società. Al comma 2 è prevista la possibilità di stabilire un tetto di spesa riferito a ciascuna operazione per i servizi resi dagli esperti indipendenti;
- Un'adeguata e completa informativa ex ante fornita con congruo anticipo all'organo competente a deliberare sull'operazione e al comitato di amministratori indipendenti. Qualora le condizioni siano definite equivalenti a quelle di mercato o standard, la documentazione predisposta deve contenere oggettivi elementi di riscontro;
- La facoltà per le società di dotarsi di procedure che assicurino presidi equivalenti a tutela della correttezza sostanziale dell'operazione qualora non dispongano di un numero sufficiente di amministratori indipendenti (almeno due);

---

<sup>25</sup> La Consob, inoltre, puntualizza nella Comunicazione n. DEM/10078683: "Rimane peraltro auspicabile che le società, eventualmente in occasione del primo rinnovo degli organi sociali successivo all'entrata in vigore della disciplina di cui trattasi, anche per le operazioni di minore rilevanza costituiscano un comitato esclusivamente composto da amministratori indipendenti, come previsto dalle migliori prassi internazionali. Ciò consentirebbe altresì di concentrare i presidi sulle operazioni con parti correlate in un unico comitato."

<sup>26</sup> V. SEMINARA L., L'informazione c.d. "esterna" sulle operazioni con parti correlate infragruppo, *Analisi giuridica dell'economia*, 2013, volume 22, fascicolo 1, p.316

- I verbali delle delibere di approvazione recano un'adeguata motivazione in merito all'interesse della società al compimento dell'operazione come alla convenienza e alla correttezza sostanziale delle relative condizioni;
- Una completa informativa almeno trimestrale al consiglio di amministrazione e al collegio sindacale sull'esecuzione delle operazioni;
- ferma la disciplina dell'informazione prevista dall'articolo 114, comma 1, del Testo unico, la società è tenuta a disposizione del pubblico, entro quindici giorni dalla chiusura di ciascun trimestre dell'esercizio, presso la sede sociale e con le modalità indicate nel Titolo II, Capo I, del regolamento emittenti, un documento contenente l'indicazione della controparte, dell'oggetto e del corrispettivo delle operazioni approvate nel trimestre di riferimento in presenza di un parere negativo espresso dal comitato di amministratori indipendenti nonché delle ragioni per le quali si è ritenuto di non condividere tale parere. Nel medesimo termine il parere è messo a disposizione del pubblico in allegato al documento informativo o sul sito internet della società.

## **2.6. Le operazioni di maggiore rilevanza e la procedura speciale**

L'articolo 4, comma 1, lettera a) del Regolamento prescrive alle società, nell'adottare procedure che assicurino la trasparenza e la correttezza sostanziale delle operazioni con parti correlate, di individuare le "operazioni di maggiore rilevanza" includendo almeno quelle che superano le soglie quantitative indicate nell'Allegato 3 del Regolamento stesso.

In particolare, in questo ultimo documento, sono definite operazioni di maggiore rilevanza:

- 1) Le operazioni nelle quali uno degli indici di rilevanza (controvalore dell'operazione in rapporto al patrimonio netto ovvero, se maggiore, alla capitalizzazione; totale attivo dell'entità oggetto dell'operazione su totale dell'attivo della società; totale passività dell'entità acquistata su totale attivo della società), indicati nello stesso Allegato 3, risulti superiore alla soglia del 5%;
- 2) Le operazioni con la società controllante quotata o con soggetti a quest'ultima correlati che risultino a loro volta correlati alle società, nelle quali uno degli indici di rilevanza del numero 1) risulti superiore alla soglia del 2,5%;

- 3) Rimane ferma la possibilità per le società di valutare se individuare soglie di rilevanza inferiori a quelle indicate nei numeri 1) e 2) per operazioni che possano incidere sull'autonomia gestionale dell'emittente ( ad esempio, cessione di attività immateriali quali marchi e brevetti);
- 4) Nel caso di cumulo di più operazioni ai sensi dell'articolo 5, comma 2, le società determinano in primo luogo la rilevanza di ciascuna operazione sulla base dell'indice o degli indici, previsti nel primo punto, ad essa applicabili. Per verificare il superamento delle soglie previste nei numeri 1), 2) e 3), i risultati relativi a ciascun indice sono quindi sommati tra loro. Qualora un'operazione o più operazioni tra loro cumulate ai sensi del predetto articolo, siano individuate come "di maggiore rilevanza" e tale risultato appaia manifestamente ingiustificato in considerazione di specifiche circostanze, la Consob può indicare, su richiesta della società, modalità alternative da seguire nel calcolo dei suddetti indici. La società è tenuta a comunicare alla Consob le caratteristiche essenziali dell'operazione e le specifiche circostanze sulle quali si basa la richiesta prima della conclusione delle trattative.

Con riguardo al punto 1), l'Allegato 3 riconosce i seguenti indici di rilevanza, applicabili a seconda della specifica operazione:

- Indice di rilevanza del controvalore: individua il rapporto tra il controvalore dell'operazione e il patrimonio netto tratto dal più recente stato patrimoniale pubblicato (consolidato, se redatto) dalla società ovvero, per le società quotate, se maggiore, la capitalizzazione della società rilevata alla chiusura dell'ultimo giorno di mercato aperto compreso nel periodo di riferimento del più recente documento contabile periodico pubblicato (relazione finanziaria annuale o semestrale o resoconto intermedio di gestione).

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 con Regolamento (CE) n.1606/2002;
- 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:** individua 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:** individua 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.

Quanto al punto 3), le società sono chiamate a valutare se prevedere soglie di rilevanza ridotte per operazioni che hanno ad oggetto attività o beni di importanza strategica per la propria attività, specialmente qualora abbiano ad oggetto attività immateriali per le quali il mero valore del corrispettivo potrebbe sottostimarne l'effettiva rilevanza. La Consob osserva che : "... ovviamente, non è possibile fornire un elenco esaustivo della casistica che può configurarsi in concreto, ma un utile criterio di individuazione è quello di valutare se una specifica transazione sia da considerarsi isolatamente ovvero se non debba tenersi conto, ai fini dell'autonomia gestionale, di un complesso di operazioni che appaiono funzionalmente collegate (ad esempio il riacquisto dei prodotti finiti dal socio di riferimento per la successiva commercializzazione)".<sup>27</sup>

Per le operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate, il Regolamento prevede una procedura speciale, più rigorosa rispetto a quanto previsto dalla procedura generale. In particolare, nelle procedure relative alle operazioni di maggiore rilevanza, ad integrazione di quanto previsto per le operazioni di minore rilevanza, gli amministratori indipendenti devono essere coinvolti in maniera effettiva nella fase delle trattative e nella fase istruttoria dell'operazione; è stabilito che gli amministratori indipendenti debbano ricevere un ampio e tempestivo flusso di informazioni e viene riconosciuta loro la possibilità di chiedere chiarimenti e formulare osservazioni agli organi delegati e ai soggetti incaricati della conduzione delle trattative o dell'istruttoria, ed altresì il potere di avvalersi dell'ausilio di esperti indipendenti per una valutazione del merito dell'operazione (all'eventuale intervento di esperti indipendenti per l'esame delle operazioni di maggiore rilevanza, non si applica alcun limite di spesa). La decisione sull'operazione, anche ove rientrasse in astratto nelle competenza degli organi delegati, è sempre riservata alla competenza del consiglio di amministrazione nella sua interezza, e non può essere adottata senza il parere favorevole (che dunque si configura come obbligatorio e vincolante) degli amministratori indipendenti, i quali diventano così titolari di un vero e proprio potere di veto sul compimento dell'operazione. Le procedure possono prevedere

---

<sup>27</sup> Comunicazione Consob n. DEM/10078683

anche dei meccanismi per il superamento del veto degli amministratori indipendenti, in particolare riservando la competenza ultima a decidere dell'operazione dell'assemblea.

Gli statuti, infatti, possono prevedere che qualora il consiglio di amministrazione intenda procedere malgrado l'avviso contrario degli amministratori indipendenti, l'operazione sia sottoposta all'approvazione assembleare: in questi casi è imperativo che l'assemblea deliberi conformemente, oltre che con le maggioranze prescritte dall'art. 2364, comma 1, numero 5), del codice civile, secondo quanto previsto dall'articolo 11, comma 3, del Regolamento. Dettagliatamente, l'articolo 11 "Operazioni di competenza assembleare", comma 3, dispone riguardo al cosiddetto meccanismo del "*whitewash*"<sup>28</sup> : " Qualora, in relazione a un'operazione di maggiore rilevanza, la proposta di deliberazione da sottoporre all'assemblea sia approvata in presenza di un avviso contrario degli amministratori o dei consiglieri indipendenti, le procedure, fermo quanto previsto dagli articoli 2368, 2369 e 2373 del codice civile<sup>29</sup> e salve le previsioni statutarie eventualmente richieste dalla legge, contengono regole volte ad impedire il compimento dell'operazione qualora la maggioranza dei soci non correlati votanti esprima voto contrario all'operazione. Le procedure possono prevedere che il compimento dell'operazione sia impedito solo qualora i soci non correlati presenti in assemblea rappresentino almeno una determinata quota del capitale sociale con diritto di voto, comunque non superiore al dieci per cento". La Consob precisa: " la definizione di "soci" non correlati prevista dall'articolo 3, lettera l), include tutti i soggetti, anche diversi dai soci, ai quali spetta il diritto di voto. La definizione considera inoltre "non correlati" e, pertanto, inclusi nel computo del quorum speciale, i titolari del diritto di voto che (i) non siano controparte dell'operazione e (ii) non siano contemporaneamente correlati a tale controparte e alla società. In questo modo, ai fini dell'esclusione dal calcolo della maggioranza richiesta nell'articolo 11, comma 3, sono presi in considerazione solo soggetti che siano direttamente correlati alla società oltre che alla controparte dell'operazione. Ai fini dell'accertamento di rapporti di correlazione tra parti correlate della società, quest'ultima di avvarrà delle informazioni ricevute ai sensi dell'articolo 4, comma 8, del

---

<sup>28</sup> Riguardo la disciplina del whitewash e il suo meccanismo di funzionamento si veda anche la Circolare Assonime n.38 del 6 dicembre 2010, "La disciplina della Consob in materia di operazioni con parti correlate", pp. 80-84

<sup>29</sup> Disposizioni del codice civile in materia di maggioranze assembleari (articoli 2368 e 2369) e in materia di conflitto d'interessi dei soci (articoli 2368, comma 3, e 2373).

Regolamento”<sup>30</sup>. Come osserva Donesana Annalisa: “ il Regolamento contiene pertanto regole minime disciplinanti il funzionamento del *whitewash*. È infatti richiesto:

- Un *quorum* costitutivo di soci non correlati presenti, comunque non superiore al 10% e un *quorum* deliberativo. La previsione del *quorum* costitutivo è solo opzionale e rimessa ad una valutazione discrezionale del singolo emittente che può non solo valutare se avvalersene, ma individuare la percentuale fino alla misura massima fissata dalla Consob nel 10;
- Un *quorum* deliberativo: pari alla maggioranza dei soci non correlati invece obbligatorio: ossia il suo raggiungimento preclude il compimento dell’operazione.

Si evidenzia che la nozione necessaria per l’operatività del *whitewash* è che sia inserito nelle procedure le quali dovranno così contenere regole volte ad impedire il compimento dell’operazione qualora la maggioranza dei soci non correlati votanti esprima voto contrario all’operazione; le procedure potranno anche descrivere le modalità attraverso le quali procedere al voto e prevedere la verifica dell’esistenza del voto contrario della maggioranza dei soci non correlati votanti”<sup>31</sup>. “ In altri termini se il parere degli amministratori indipendenti è negativo il consiglio ha due alternative. O non dar corso all’operazione, eventualmente modificandone i profili ritenuti critici, dal momento che il parere, essendo motivato, fornisce indicazioni sugli elementi ritenuti negativi e sottoponendolo nuovamente agli amministratori indipendenti. Oppure tentare la strada assembleare, con il rischio di vedere nuovamente bocciata l’operazione da parte dei soci non correlati e, quindi, dagli investitori istituzionali: in altre parole, del mercato. Non è chi non veda quanto questo percorso sia irto di ostacoli, di incognite e di potenziali rischi. È facile prevedere che il ricorso all’istituto sarà scarso se non nullo”<sup>32</sup>.

Per quanto riguarda il regime della trasparenza, come si dirà in seguito, le operazioni di maggiore rilevanza devono essere comunicate al mercato entro sette giorni dalla

---

<sup>30</sup> Comunicazione Consob n. DEM/10078683

<sup>31</sup> Cfr. DONESANA A., Disposizioni in materia di parti correlate e la disciplina del “whitewash”, Bilancio e reddito d’impresa, 2011, p. 55, [http://www.actax.eu/ACT/file\\_publicazioni/Disposizioni\\_in\\_materia\\_di\\_parti\\_correlate.pdf](http://www.actax.eu/ACT/file_publicazioni/Disposizioni_in_materia_di_parti_correlate.pdf)

<sup>32</sup> V. MONTALENTI P., Le operazioni con parti correlate, Giurisprudenza commerciale, 2011, volume 38, fascicolo 3, parte 1, p.332



delibera attraverso un documento ampio e dettagliato, che riporta, tra l'altro, il parere degli indipendenti e degli eventuali consulenti.

Inoltre, qualora la società sia soggetta a direzione e coordinamento, l'articolo 14, comma 1, del Regolamento, prevede che, nelle operazioni con parti correlate influenzate da tale attività, i pareri dei comitati di cui alla procedura generale e alla procedura speciale rechino puntuale indicazione delle ragioni e della convenienza dell'operazione, se del caso anche alla luce del risultato complessivo dell'attività di direzione e coordinamento ovvero di operazioni dirette ad eliminare integralmente il danno derivante dalla singola operazione con parte correlata.

## **2.7. Il regime agevolato per determinate tipologie di società**

L'articolo 10 del Regolamento individua una classificazione di società che possono adottare una procedura agevolata:

- Società quotate di minori dimensioni ( ossia con attivo dello stato patrimoniale e ricavi non superiori ai 500 milioni di euro);
- Società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante;
- Società di recente quotazione, intendendosi per tali quelle con azioni quotate comprese 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 ( in concreto, nei primi due anni dell'ammissione in Borsa).

Non possono avvalersi del regime agevolato le società quotate controllate, anche indirettamente, da una società italiana o estera con azioni quotate in mercati regolamentati.

Ferma restando la disciplina della trasparenza prevista dall'articolo 5, l'agevolazione consiste nella facoltà, per le società sopra indicate, di adottare la procedura generale per le operazioni di minore rilevanza dell'articolo 7 anche per le operazioni 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, la *ratio* di tale agevolazione è 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.

Qualora la qualifica di società di minori dimensioni venisse meno, il consiglio di amministrazione provvederà all'adeguamento della procedura entro novanta giorni dal primo rinnovo dello stesso successivo alla chiusura dell'esercizio in cui si sono modificate le condizioni per la qualifica della società. “ La qualifica di società di minori dimensioni può inoltre essere acquisita senza soluzione di continuità dalle società che, perdendo la qualifica di “società di recente quotazione”, ne presentino i requisiti. Nell'ipotesi di scissione di una società con azioni quotate con contestuale ammissione alle negoziazioni delle azioni emesse da una società beneficiaria di nuova costituzione, è possibile che la medesima società beneficiaria, pur senza potersi avvalere dell'esenzione relativa alle società di recente quotazione, presenti immediatamente le caratteristiche di “società di minori dimensioni”. Si ritiene che, anche prima della maturazione del primo esercizio successivo alla scissione, la società beneficiaria di nuova costituzione possa considerarsi “di minore dimensioni” ai sensi del Regolamento qualora i relativi requisiti dimensionali siano soddisfatti avendo riguardo, quanto all'attivo dello stato patrimoniale, agli elementi assegnati alla società beneficiaria secondo il progetto di scissione nonché, per quanto riguarda i ricavi, ai dati pro-forma contenuti nel prospetto di ammissione e quotazione. Quanto alla società scissa, la valutazione circa il rispetto dei limiti dimensionali ha riguardo al primo bilancio redatto successivamente alla scissione”<sup>33</sup>.

## **2.8. La procedura per le operazioni con parti correlate oggetto di delibere-quadro**

Il consiglio di amministrazione può adottare delibere-quadro relativamente ad operazioni tra loro omogenee da realizzarsi con determinate categorie di parti correlate.

Le delibere-quadro dovranno avere efficacia non superiore ad un anno e dovranno:

- Riferirsi a operazioni sufficientemente determinate, riportando almeno il prevedibile ammontare massimo delle operazioni da realizzare nel periodo di riferimento e la motivazione delle condizioni previste;

---

<sup>33</sup> Comunicazione Consob n. DEM/10078683

- Prevedere una completa informativa almeno trimestrale al consiglio di amministrazione sull'attuazione delle delibere-quadro.

Alle delibere-quadro si applicano le disposizioni, *mutatis mutandis*, degli articoli 7 e 8 e dei paragrafi 1 e 2 dell'Allegato 2 del Regolamento, distinguendo a seconda che il prevedibile ammontare massimo delle operazioni oggetto delle delibera determini l'applicazione della disciplina relativa alle operazioni di maggiore rilevanza o delle operazioni di minore rilevanza. Tali procedure non saranno applicabili alle singole operazioni concluse in attuazione delle delibera-quadro adottata dal consiglio di amministrazione.

In occasione dell'approvazione di una delibera-quadro, le società pubblicano un documento informativo ai sensi dell'articolo 5 qualora il prevedibile ammontare massimo delle operazioni oggetto della medesima delibera superi la soglia di rilevanza individuata per l'identificazione delle operazioni di maggiore rilevanza.

Qualora un'operazione, pur inizialmente riconducibile ad una delibera-quadro, perda i requisiti di specificità, omogeneità e determinatezza, come definiti nella delibera stessa, trovano applicazione le regole ordinarie di approvazione.

## **2.9. I casi e la facoltà di esclusione**

Il Regolamento riconosce alcune operazioni che possono essere esentate in tutto o in parte dall'applicazione della disciplina, sulla base di una scelta delle società. Rientrano tra queste operazioni:

- 1) Le operazioni di importo esiguo;
- 2) Le operazioni con e tra società controllate e con società collegate;
- 3) Le operazioni ordinarie concluse a condizioni equivalenti a quelle di mercato o standard;
- 4) Le operazioni urgenti (operazioni indifferibili o legate a situazioni di crisi aziendale);
- 5) L'assegnazione di compensi agli amministratori e agli altri dirigenti in attuazione di politiche di remunerazione già passate al vaglio dell'assemblea;

- 6) I piani di compensi basati su strumenti finanziari approvati dall'assemblea ai sensi dell'articolo 114-bis del Testo unico e le relative operazioni esecutive;
- 7) Le operazioni da realizzare sulla base di istruzioni con finalità di stabilità impartite da Autorità di Vigilanza.

Relativamente alle operazioni di cui al punto 1), si specifica che per operazioni di importo esiguo sono da intendersi quelle operazioni diverse dalle operazioni di minore rilevanza e di maggiore rilevanza, tali che hanno un impatto trascurabile sulla situazione economica, patrimoniale e finanziaria delle società. Le procedure identificano, ai sensi dell'articolo 4, comma 1, lettera b), la dimensione delle operazioni da esentare. A tal proposito, nella Comunicazione del 24 settembre 2010, la Consob chiarisce: “nell'identificare la “soglia di esiguità” le società tengono conto del fatto che l'esenzione è dettata nella logica di escludere operazioni che non comportano *prima facie* alcun apprezzabile rischio per la tutela degli investitori, pur essendo concluse con una parte correlata. Seppure tale giudizio non possa prescindere dalle dimensioni dell'impresa, è opportuno che nel definire le soglie dimensionali per le operazioni di importo esiguo le società facciano ricorso, laddove possibile, a valori assoluti anziché a grandezze di tipo percentuale. Si richiama inoltre l'attenzione sul fatto che l'individuazione di una soglia particolarmente elevata in rapporto alle dimensioni della società, per quanto definita in valore assoluto, rappresenterebbe una violazione del Regolamento. Si evidenzia inoltre che le procedure potrebbero anche individuare soglie di esiguità differenziate a seconda della tipologia dell'operazione o della categoria di parte correlata coinvolta”.

Il Regolamento (art.14, comma 2) prevede la facoltà di esentare dall'applicazione delle norme procedurali e di trasparenza, fermi restando gli obblighi informativi della relazione intermedia sulla gestione e nella relazione sulla gestione annuale previsti dal comma 8 dell'articolo 5, le operazioni compiute con o tra società controllate o con società collegate (cosiddette operazioni infragruppo). Tale esclusione si applica qualora nelle società controllate o collegate controparti dell'operazione non vi siano interessi qualificati come significativi di altre parti correlate della società soggetto all'applicazione del Regolamento (società con azioni quotate o diffuse) che esercita in controllo o l'influenza notevole. Sono interessi significativi quelli scaturenti da rapporti di natura partecipativa ovvero patrimoniale con la controllata o la collegata della società controparte di una

determinata operazione, qualora questi rapporti siano tali da orientare le scelte della controllata o collegata al soddisfacimento, in via esclusiva o prioritaria, dell'interesse di cui è portatrice la parte correlata. La qualificazione della significatività degli interessi in capo ad altre parti correlate nella società controllata o collegata è rimessa alle società tenute all'applicazione del Regolamento, anche sulla base dei criteri individuati nelle procedure di cui all'articolo 4. Il Regolamento comunque precisa che: “ non si considerano interessi significativi quelli derivanti dalla mera condivisione di uno o più amministratori o di altri dirigenti con responsabilità strategiche tra la società e le società controllate o collegate”.

In riferimento alle operazioni di cui al punto 3), si intendono come operazioni ordinarie le operazioni che attengono all'attività ordinaria delle società (con annessa attività finanziaria). “ Nel Regolamento, un'operazione “ordinaria” ricorre allorché siano contestualmente soddisfatti due criteri selettivi. In primo luogo, l'operazione deve essere ascrivibile all'attività operativa o, alternativamente, all'attività finanziaria a questa connessa. In secondo luogo, sempre per poter beneficiare dell'esenzione, la medesima operazione deve altresì rientrare nell'esercizio “ordinario” dell'attività operativa o della connessa attività finanziaria”<sup>34</sup>. L'attività ordinaria delle società è quella principale che genera costi e ricavi e, pertanto, è un'attività diversa da quella di finanziamento e investimento. Si tratta di operazioni di *routine* concluse a condizioni analoghe a quelle usualmente praticate nei confronti di parti non correlate per operazioni di corrispondente natura, entità, rischio, ovvero basate su tariffe regolamentate o su prezzi imposti ovvero quelle praticate a soggetti con cui l'emittente sia obbligato per legge a contrarre un determinato corrispettivo. Nel valutare se un'operazione possa qualificarsi come “operazione ordinaria” si avrà riguardo all'attività svolta dalla società che compie l'operazione. Pertanto, nell'ipotesi in cui l'operazione sia svolta da una società controllata dalla società quotata, si rileverà l'attività svolta (o una tra le attività ordinariamente svolte) dalla società controllata. In caso di deroga agli obblighi di pubblicazione previsti per le operazioni di maggiore rilevanza:

---

<sup>34</sup> V. BONGIOVANNI M., Le procedure per la gestione delle operazioni con parti correlate, Bilancio e reddito d'impresa, 2011, volume 2, fascicolo 1, p.51

- i) Le società comunicano alla Consob la controparte, l'oggetto e il corrispettivo delle operazioni che hanno beneficiato dell'esclusione;
- ii) Le società con azioni quotate in mercati regolamentati indicano nella relazione intermedia sulla gestione e nella relazione sulla gestione annuale, quali tra le operazioni soggette agli obblighi informativi siano state concluse avvalendosi dell'esclusione prevista nella presente lettera;
- iii) Le società con azioni diffuse indicano nella relazione sulla gestione la controparte, l'oggetto e il corrispettivo delle operazioni di maggiore rilevanza concluse nell'esercizio avvalendosi dell'esclusione prevista nella presente lettera.

Come indicato al punto 4), il Regolamento consente di derogare alla disciplina in caso di urgenza. Nei casi in cui l'operazione non sia di competenza assembleare e non debba essere da questa autorizzata, ove espressamente consentito dallo statuto ed in caso di urgenza, ferma la disciplina della trasparenza, l'operazione può essere conclusa in deroga a quanto disposto dagli articoli 7 e 8 nonché dall'Allegato 2 del Regolamento, a condizione che:

- a) Qualora l'operazione da compiere ricada nelle competenze di un consigliere delegato o del comitato esecutivo, il presidente del consiglio di amministrazione o di gestione sia informato delle ragioni di urgenza prima del compimento dell'operazione;
- b) Tale operazione sia successivamente oggetto, ferma la sua efficacia, di una deliberazione non vincolante della prima assemblea ordinaria utile;
- c) L'organo che convoca l'assemblea predisponga una relazione contenente un'adeguata motivazione delle ragioni dell'urgenza. L'organo di controllo riferisce all'assemblea le proprie valutazioni in merito alla sussistenza delle ragioni di urgenza;
- d) La relazione e le valutazioni di cui alla lettera c) siano messe a disposizione del pubblico almeno ventuno giorni prima di quello fissato per l'assemblea presso la sede sociale e con le modalità previste dalla legge;
- e) Entro il giorno successivo a quello dell'assemblea, le società mettano a disposizione del pubblico, con le modalità previste dalla legge, le informazioni

sugli esiti del voto, con particolare riguardo al numero dei voti complessivamente espressi dai soci non correlati.

La Consob puntualizza che la possibilità di avvalersi dell'esenzione relativa alle operazioni urgenti è applicabile anche per le operazioni compiute tramite società controllate a patto che, in ossequio a quanto previsto dall'articolo 13, comma 6, del Regolamento, le società quotate o con azioni diffuse dovranno inserire nel proprio statuto una specifica previsione in tal senso. Inoltre, anche per le operazioni di competenza dell'assemblea è data la facoltà, ove espressamente consentito dallo statuto, di derogare nei casi di urgenza collegati a situazioni di crisi aziendale alle disposizioni procedurali, ferma la disciplina della trasparenza, purché vengano soddisfatte le condizioni di cui all'articolo 11, comma 5. In particolare è disposto che le operazioni con parti correlate siano concluse in deroga a quanto previsto dai commi 1, 2 e 3, dello stesso articolo, relativo alle operazioni di competenza assembleare, "a condizione che all'assemblea chiamata a deliberare si applichino le disposizioni dell'articolo 13, comma 6, lettere c) e d). Se le valutazioni dell'organo di controllo ai sensi dell'articolo 13, comma 6, lettera c), sono negative, l'assemblea delibera con le modalità di cui al comma 3; in caso contrario, si applica l'articolo 13, comma 6, lettera e)". La limitazione dell'utilizzo della facoltà di deroga per le operazioni di competenza assembleare ai soli "casi di urgenza collegati a situazioni di crisi aziendali" è dovuta alla circostanza che le operazioni di competenza assembleare sono quelle che tipicamente possono incidere sulla struttura di una società.

Le procedure inoltre possono escludere, in tutto o in parte, dall'applicazione delle disposizioni del Regolamento, le deliberazioni, diverse dalle deliberazioni assembleari relative ai compensi spettanti ai componenti del consiglio di amministrazione e del comitato esecutivo (ex art. 2389 cod. civ.) nonché quelle relative ai compensi spettanti ai componenti del collegio sindacale ( ex art. 2402 cod. civ.), in materia di remunerazione degli amministratori e consiglieri investiti di particolari cariche nonché degli altri dirigenti con responsabilità strategiche e le deliberazioni con cui in consiglio di sorveglianza determina il compenso dei consiglieri di gestione. Tale deroga può essere attuata a condizione che:

- Le deliberazioni siano coerenti con la politica di remunerazione adottata dalla società;
- Nella definizione della politica di remunerazione sia stato coinvolto un comitato esecutivo costituito esclusivamente da amministratori o consiglieri non esecutivi in maggioranza indipendenti;
- Sia stata sottoposta all'approvazione o al voto consultivo dell'assemblea una relazione che illustri la politica di remunerazione;
- La remunerazione assegnata sia coerente con tale politica.

## **2.10. L'informativa esterna sulle operazioni con parti correlate**

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, da realizzarsi anche da parte di società italiane od estere, applicando più stringenti obblighi informativi rispetto alla precedente disciplina ( contenuta principalmente nell'art. 71-bis del Regolamento Consob in materia di Emittenti) richiedendo, ferma restando l'informativa *price sensitive*,:

- Un'informativa immediata, ai sensi dell'articolo 114, comma 5, del TUF, 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 quindici giorni in caso di cumulo di più operazioni con la stessa parte correlata. “Sul punto, preme osservare come la Consob, nell'individuare il momento della diffusione del documento, contemperi diversamente, nell'una circostanza, il valore della certezza dell'informazione con le esigenze di riservatezza dell'impresa e, nell'altra, la stessa certezza delle notizie con il “bene pubblico” della loro omogenea diffusione. Infatti, se il criterio temporale di base per la diffusione del documento informatico è quello dell'approvazione dell'operazione, tale momento viene posticipato al perfezionamento dell'operazione con la controparte qualora sia in corso una trattativa, al fine, da un lato, di non ostacolarne la conduzione e, dall'altro, di evitare l'afflusso sui mercati di informazioni non caratterizzate da una sufficiente certezza, giusta comunque, l'operatività dell'art. 114, co. 1, t.u.i.f., cui è pur



sempre rimessa la garanzia della parità informativa degli operatori di mercato”<sup>35</sup>. Nei termini previsti le società mettono a disposizione del pubblico, in allegato al documento informativo o sul sito internet della società, gli eventuali pareri di amministratori o consiglieri indipendenti e di esperti indipendenti. Le società, contestualmente alla diffusione al pubblico, trasmettono alla Consob gli stessi documenti informativi di cui si discorre. Il documento informativo<sup>36</sup>, da redigersi in conformità all’Allegato 4 del Regolamento, deve descrivere, tra l’altro, le caratteristiche dell’operazione, le motivazioni economiche e la convenienza per la società dell’operazione, le modalità di determinazione del corrispettivo, il parere degli amministratori indipendenti e degli eventuali esperti;

- Un’informativa periodica nell’ambito della relazione sulla gestione intermedia o annuale. In particolare, in attuazione dell’articolo 154-ter del TUF, le società devono fornire nella relazione sulla gestione un’informazione analitica riguardo:
  - Le singole operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate concluse nel periodo di riferimento (art. 5, comma 8, lett. a));
  - Altre operazioni con parti correlate concluse nel periodo di riferimento che abbiano influito in misura rilevante sulla situazione patrimoniale o sui risultati della società (art. 5, comma 8, lett. b));
  - Qualsiasi modifica o sviluppo delle operazioni con parti correlate descritte nell’ultima relazione finanziaria annuale che abbiano avuto un effetto rilevante sulla situazione patrimoniale o sui risultati della società nel periodo di riferimento (art. 5, comma 8, lett. c)).

“Altro aspetto riguarda le informazioni che devono essere fornite attraverso comunicazioni al pubblico nel caso di operazioni con parti correlate per le quali l’emittente non pubblici il documento informativo previsto dal Regolamento, sia perché l’operazione non supera le soglie di rilevanza, sia perché si applica un’ipotesi di esclusione, ma che debbano essere oggetto di comunicati ex art. 114 del TUF. A tale riguardo è stata riportata una lista, non esaustiva, di elementi informativi che possono

---

<sup>35</sup> V. SEMINARA L., L’informazione c.d. “esterna” sulle operazioni con parti correlate infragruppo, *Analisi giuridica dell’economia*, 2013, volume 22, fascicolo 1, p.310

<sup>36</sup> Riguardo tale documento informativo, si veda anche la Circolare Assonime n.30 del 6 dicembre 2010, pp.93-95

rilevare ai fini della completezza e correttezza dei comunicati, indicando che tali elementi costituiscono di norma parametro di riferimento ai fini delle richieste da parte della Consob di pubblicazione di informazioni integrative:

- i) Le caratteristiche essenziali dell'operazione (prezzo, condizioni di esecuzione, tempistiche di pagamento ecc.);
- ii) Le motivazioni economiche dell'operazione;
- iii) Una sintetica descrizione degli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'operazione;
- iv) Le modalità di determinazione del corrispettivo dell'operazione nonché le valutazioni sulla congruità dello stesso rispetto ai valori di mercato di operazioni simili; nel caso in cui le condizioni economiche dell'operazione siano definite equivalenti a quelle di mercato o standard, oltre alla dichiarazione in tal senso, l'indicazione degli oggettivi elementi di riscontro;
- v) L'eventuale utilizzo di esperti per la valutazione dell'operazione e, in tal caso, l'indicazione dei metodi di valutazione adottati in relazione alla congruità dl corrispettivo nonché la descrizione di eventuali criticità segnalate dagli esperti in relazione alla specifica<sup>37</sup>.

Qualora un'operazione con parti correlate sia soggetta anche agli obblighi di comunicazione previsti dall'articolo 114, comma 1, del Testo unico, nel comunicato da diffondere al pubblico sono contenute, in aggiunta alle altre informazioni da pubblicarsi ai sensi della predetta norma, le seguenti informazioni:

- a) L'indicazione che la controparte dell'operazione è una parte correlata e la descrizione della natura della correlazione;
- b) La denominazione o il nominativo della controparte dell'operazione;
- c) Se l'operazione supera o meno le soglie di rilevanza identificate ai sensi dell'articolo 4, comma 1, lettera a), e l'indicazione circa l'eventuale successiva pubblicazione di un documento informativo ai sensi dell'articolo 5;
- d) La procedura che è stata o sarà seguita per l'approvazione dell'operazione e, in particolare, se la società si è avvalsa di un caso di esclusione;

---

<sup>37</sup> V. BONGIOVANNI M., Le procedure per la gestione delle operazioni con parti correlate, Bilancio e reddito d'impresa, 2011, volume 2, fascicolo 1, pp. 52-53

- e) L'eventuale approvazione dell'operazione nonostante l'avviso contrario degli amministratori o consiglieri indipendenti.

Appare infine necessario soffermarsi sulle informazioni contenute nel bilancio sulle operazioni con parti correlate. “ Le informazioni pertinenti le operazioni poste in essere con parti correlate, nel contesto degli interessi conoscitivi dei terzi interessati all'andamento patrimoniale, finanziario ed economico di una società e che dovrebbero essere soddisfatti dalle informazioni contenute nel bilancio di esercizio, potrebbero assumere un ruolo fondamentale nell'assunzione delle decisioni indirizzate a mantenere ovvero ad instaurare rapporti con detta società. Infatti, vi è la possibilità che la situazione patrimoniale- finanziaria ed il risultato economico di una società possano essere stati influenzati dall'esistenza di parti correlate e da operazioni e saldi in essere con tali parti, inclusi gli impegni. Di ciò i terzi devono averne contezza ed esserne edotti (attraverso il bilancio di esercizio)”<sup>38</sup>. Le società quotate e quelle che redigono il bilancio consolidato sono soggette alle disposizioni dello IASB (*International Accounting Standards Board*) per cui hanno l'obbligo di fornire senza condizioni le informazioni sulle operazioni con parti correlate. In particolare con l'applicazione dello IAS 24 si persegue la finalità “ di assicurare che il bilancio di un'entità contenga le informazioni integrative necessarie a evidenziare la possibilità che la sua situazione patrimoniale – finanziaria ed il suo risultato economico possano essere stati influenzati dall'esistenza di parti correlate e da operazioni e saldi in essere con tali parti”. Come illustra la Commissione di diritto societario dell'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli esperti contabili di Milano “se sono state effettuate operazioni con parti correlate, l'entità deve indicare la natura della relazione di parte correlata oltre a fornire informazioni sulle operazioni e sui saldi in essere, necessarie per una comprensione dei potenziali effetti di tale relazione sul bilancio (IAS 24, par.18). In particolare, per ciascuna operazione intercorsa, occorrerà indicare in nota integrativa le seguenti informazioni:

- L'ammontare delle operazioni;

---

<sup>38</sup> V. SESANA T., Le operazioni con parti correlate nel bilancio delle PMI, Amministrazione & Finanza, 2011, volume 26, fascicolo 6, p.19

- Il valore dei saldi in bilancio con specificazione delle condizioni di regolamento, dei termini contrattuali, dei corrispettivi da riconoscere al momento del regolamento, delle garanzie prestate e ricevute;
- Gli accantonamenti per rischi legati a crediti di dubbia esigibilità relativi all'ammontare dei saldi in bilancio;
- La perdita su crediti verso parti correlate rilevata nell'esercizio e relativa a partite rilevatesi inesigibili o di dubbia esigibilità. Le informazioni integrative devono essere indicate separatamente per ciascuna delle categorie dei soggetti (controllante, controllate, joint venture, dirigenti, eccetera)<sup>39</sup>.

In riferimento alle altre società non quotate e che non redigono il bilancio consolidato le informazioni pertinenti le operazioni con parti correlate sono fornite in bilancio come dettato dall'articolo 2427, comma 1, n.22-bis) del codice civile. Con il D.Lgs. n.173 del 3 novembre 2008, nell'adottare la Direttiva 2006/46/CE con riferimento alle informazioni sulle operazioni con parti correlate, il legislatore ha aggiunto il numero 22-bis) all'articolo 2427, primo comma, del codice civile, disponendo che la nota integrativa, tra l'altro, deve indicare: “ 22-bis): le operazioni realizzate con parti correlate, precisando l'importo, la natura del rapporto e ogni altra informazione necessaria per la comprensione del bilancio relativa a tali operazioni, qualora le stesse siano rilevanti e non siano state concluse a normali condizioni di mercato. Le informazioni relative alle singole operazioni possono essere aggregate secondo la loro natura, salvo quando la loro separata evidenziazione sia necessaria per comprendere gli effetti delle operazioni medesime sulla situazione patrimoniale e finanziaria e sul risultato economico della società”. “ L'indicazione in nota integrativa di detta tipologia di informazioni è, quindi, obbligatoria qualora siano soddisfatte entrambe ( la congiunzione copulativa positiva “e” di cui alla disposizione normativa non lascia spazio a dubbi od interpretazioni diverse; queste ultime infatti, presupporrebbero la presenza nel testo della norma della congiunzione disgiuntiva “o”) le seguenti condizioni:

- 1) L'operazione è rilevante;

---

<sup>39</sup> COMMISSIONE DI DIRITTO SOCIETARIO DELL'ORDINE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI ESPERTI CONTABILI DI MILANO, Esempi pratici di operazioni con parti correlate, Diritto e pratica delle società, 2011, volume 14, fascicolo 4, p.89

2) L'operazione non è stata conclusa a normali condizioni di mercato.

Qualora sia soddisfatta solo una delle predette condizioni non scatta l'obbligatorietà dell'indicazione dell'informazione *de qua*<sup>40</sup>. Nell'Appendice di aggiornamento all'OIC 12 si trovano alcune indicazioni riguardo alle caratteristiche e tipologie di operazioni con parti correlate del citato articolo. Specificatamente, per l'identificazione delle operazioni di importo rilevante si deve fare riferimento al principio generale della significatività illustrato nel principio contabile nazionale OIC 11, il quale, tra l'altro, precisa che il bilancio di esercizio deve esporre solo quelle informazioni che hanno un effetto significativo sui dati di bilancio e sul processo decisionale dei destinatari. Nella Relazione illustrativa al D.Lgs. n.173/2008 che l'ha introdotta si afferma che per "normali condizioni di mercato" non dovrebbero essere considerate solo quelle attinenti al "prezzo" dell'operazione e ad elementi ad esso connessi, ma anche alle motivazioni che hanno condotto alla decisione di porre in essere l'operazione e a concluderla con parti correlate, anziché con terzi. L'obbligo di informativa relativo alle operazioni tra parti correlate intercorse nell'esercizio deve sempre essere rispettato anche se i rapporti con le stesse non sono più in essere alla data del bilancio. In caso di omessa informativa, in quanto le operazioni sono giudicate concluse a normali condizioni di mercato, la società dovrà disporre di elementi documentali che possano supportare tale conclusione. Ai sensi dell'articolo 2435-bis del codice civile, le società che redigono il bilancio di esercizio in forma abbreviata, "possono limitare l'informativa richiesta ai sensi dell'articolo 2427, primo comma, numero 22-bis), alle operazioni realizzate direttamente o indirettamente con i loro maggiori azionisti ed a quelli con gli organi di amministrazione e controllo".

Inoltre, la richiesta di informazioni relative ai rapporti in essere con società del gruppo, è prescritta anche dall'articolo 2428, comma 3, n.2, del codice civile che richiede l'illustrazione, per le imprese che redigono la relazione sulla gestione, dei rapporti con imprese controllate, collegate, controllanti e imprese sottoposte al controllo di quest'ultime. Ancora, nell'ambito delle operazioni con parti correlate è presente l'obbligo di informativa in relazione alle attività di direzione e coordinamento, richiesta per fini "di

---

<sup>40</sup> V. SESANA T., Le operazioni con parti correlate nel bilancio delle PMI, Amministrazione & Finanza, 2011, volume 26, fascicolo 6, p.21

trasparenza e di contemperamento degli interessi coinvolti”, disposto dagli articoli da 2497 a 2497-septies del codice civile.

## 2.11. I principali ambiti di discrezionalità del Regolamento Consob

A conclusione dello studio del Regolamento sembra interessante esporre brevemente un’analisi empirica, commissionata dalla stessa Consob a distanza di tre anni dall’entrata in vigore del Regolamento. Il Quaderno di finanza “Regolamentazione e auto-regolamentazione delle operazioni con parti correlate”<sup>41</sup> esamina come le società quotate italiane abbiano dato prima attuazione al Regolamento Consob n. 17221/2010 in materia di operazioni con parti correlate. Il Regolamento, come già detto, ha infatti lasciato alcuni margini di flessibilità alle società che hanno potuto ampliare o ridurre l’ambito applicativo e modulare il rigore delle procedure rispetto ad alcune previsioni di *default*, così da definire l’insieme di regole più adatto alle proprie specifiche caratteristiche.

In particolare, l’analisi di cui si parla è stata realizzata attraverso la costruzione di un indicatore *ad hoc* che si focalizza su cinque previsioni-chiave del Regolamento che consentono di accettare o rifiutare i requisiti di *default*. Per ciascuno di questi provvedimenti viene assegnato un punteggio, a seconda dell’importanza delle normative. L’indicatore viene poi calcolato sommando i punti assegnati a ciascun provvedimento. In particolare, le previsioni-chiave su cui si basa la costruzione di detto indicatore sono:

- Soglia inferiore al 5% per identificare le operazioni di maggiore rilevanza. Il Regolamento definisce operazioni di maggiore rilevanza le transazioni per cui almeno uno degli indici di rilevanza ecceda la soglia del 5%. Tuttavia le società possono optare per soglie inferiori in modo da ampliare il novero delle operazioni a cui applicare la disciplina speciale. In particolare, nell’Allegato 3 del Regolamento è previsto che gli emittenti sono tenuti a valutare nelle procedure se prevedere soglie di rilevanza inferiori a quelle indicate per le operazioni ( come la cessione di attività immateriali come marchi e brevetti ) che possono incidere sull’autonomia gestionale degli stessi;

---

<sup>41</sup> Il titolo originale è “Regulation and self-regulation of related party transactions in Italy, an empirical analysis” a cura di M. Bianchi, A. Ciavarella, L. Enriques, V. Novembre, R. Signoretti, gennaio 2014

- Identificazione delle operazioni di importo esiguo per beneficiare delle esenzioni previste dal Regolamento. Secondo l'art. 13, comma 2, le società hanno la facoltà di escludere dall'ambito di applicazione della disciplina le operazioni di importo esiguo. L'esenzione è subordinata ad una scelta dell'emittente che può indicare nelle procedure sia la volontà di avvalersi dell'esenzione, sia la soglia di esiguità. In particolare, lo studio di cui si parla focalizza l'attenzione sulla scelta della soglia di esiguità che la Consob rimette completamente alle società;
- Possibilità che il veto eventualmente espresso dagli amministratori indipendenti sia superabile grazie all'autorizzazione dell'assemblea dei soci. Da Regolamento, se una maggioranza di azionisti non correlati lo approva, le società possono prevalere sul parere negativo del comitato di amministratori indipendenti riguardo un'operazione di maggiore rilevanza (*whitewash*). Il Regolamento richiede, per garantire il funzionamento del *whitewash*, un *quorum* costitutivo di soci non correlati presenti, comunque non superiore al 10% e un *quorum* deliberativo pari alla maggioranza dei soci non correlati. Mentre il *quorum* deliberativo è obbligatorio, la previsione del *quorum* costitutivo è solo opzionale e rimessa alla valutazione discrezionale delle società che possono valutare se avvalersene e individuare la percentuale fino alla misura massima del 10%. L'analisi empirica qui esposta rileva, quindi, il comportamento delle società riguardo la previsione del *quorum* costitutivo e la sua individuazione;
- Esenzioni dalle procedure per situazioni di urgenza. Il Regolamento riconosce la possibilità di derogare alle procedure previste dalla disciplina per l'approvazione di operazioni con parti correlate nelle situazioni di urgenza. La deroga vale sia per le operazioni di maggiore rilevanza che di quelle di minore rilevanza e sia in caso di operazioni di competenza assembleare che in caso di operazioni che non siano di competenza assembleare. L'operatività della deroga è subordinata sia ad un'espressa previsione nella procedura sia ad una clausola statutaria *ad hoc*;

- Previsione da parte delle società di limiti di *budget* per il parere degli esterni indipendenti. Il Regolamento consente alle società di stabilire dei limiti di budget per pareri esterni indipendenti che gli amministratori indipendenti possono richiedere.

L'analisi svolta tramite tale indicatore ha coperto un campione di 125 società quotate sul MTA alla fine del 2010, interamente soggetto al Regolamento Consob e rappresentativo di quasi la metà di tutte le società italiane e di una gran parte dell'intera capitalizzazione in Borsa (88%). L'analisi ha rilevato che le società hanno fatto ampio uso della flessibilità concessa dalla disciplina e con modalità differenti, suggerendo che la struttura proprietaria e di controllo delle imprese possa determinare incentivi all'adozione di regole più o meno stringenti nell'attuazione del Regolamento. Per testare il rapporto tra il rigore dei codici interni e la *governance* societaria l'analisi è partita dalla formulazione di tre ipotesi:

- La qualità delle procedure è maggiore nelle società non controllate. Nelle società controllate tali procedure sono maggiori nelle imprese fortemente controllate e minori nelle imprese debolmente controllate, in particolare dove sono presenti i gruppi piramidali. La presenza di coalizioni nelle strutture di controllo ha un effetto positivo sul rigore delle procedure;
- Le imprese in cui gli amministratori indipendenti hanno più potere adottano procedure più rigide;
- Le società dove sono presenti amministratori di minoranza e questi fanno parte del comitato di controllo di amministratori indipendenti adottano procedure più rigide.

I risultati dell'analisi rivelano che il rigore delle procedure sia maggiore nelle società finanziarie, seguite poi dai servizi pubblici e da tutte le altre imprese. Ciò si spiega con la circostanza che i settori regolati hanno regole più rigide dei settori non regolati. Rispetto alle strutture di controllo, si evidenzia come mentre le società non controllate risultano aver adottato procedure più stringenti, tra le società controllate quelle debolmente controllate, in cui l'azionista o la coalizione di controllo detiene una partecipazione inferiore al 50% dei diritti di voto e dei *cash flow rights* si sono dotate di regole più elastiche rispetto a quelle fortemente controllate. Una più alta presenza di amministratori



indipendenti non sembra influire sulla qualità delle procedure adottate, mentre la presenza di un amministratore di minoranza nominato da investitori istituzionali è associata all'adozione di regole più stringenti.

## **2.12. Osservazioni conclusive**

Al termine di un lungo percorso istruttorio, la Consob ha adottato, come richiesto dall'art. 2391-bis del codice civile (introdotto a seguito della riforma del diritto societario) il “Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate”. Nel Regolamento si individuano i principi e le regole che le società con azioni quotate sui mercati regolamentati, e più in generale le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, devono osservare allorché si tratti di decidere del compimento di operazioni con parti correlate, intendendo per “parti correlate” quei soggetti che hanno particolari legami con la società chiamata a decidere l'operazione, per cui si corre il rischio che possa verificarsi tramite tali operazioni un'interferenza con interessi diversi da quelli propriamente sociali.

Le disposizioni del Regolamento emanato dalla Consob sono state oggetto del corrente capitolo con l'obiettivo di analizzare i requisiti per la gestione procedurale e per la trasparenza delle operazioni con parti correlate.

A tal fine, dapprima si è cercato di inquadrare la disciplina della Consob in materia di operazioni con parti correlate nella normativa di riferimento, ricordando che il processo di pubblicazione del Regolamento è avvenuto a seguito di una lunga procedura di consultazione. Nel terzo paragrafo sono state ricostruite le nozioni di “parte correlata” e di “operazione con parte correlata” attraverso le previsioni del principio contabile internazionale IAS 24 e del Regolamento. Quest'ultimo riprende le definizioni contenute nello IAS 24 apportando alcuni marginali adeguamenti al quadro normativo nazionale e con l'aggiunta di alcune precisazioni. È stato quindi presentato il contenuto minimo delle procedure come indicato dall'art. 4 del Regolamento e il processo di adozione dalle stesse. Nell'individuare le fasi dell'applicazione delle procedure per le operazioni con parti correlate si è ritenuto fondamentale soffermarsi sinteticamente sulla definizione di amministratore indipendente dal momento che a questa figura è stato riservato dal Regolamento un ruolo considerevole nella gestione delle operazioni con parti correlate.

Nel paragrafo 5 sono state individuate le operazioni di minore rilevanza a la procedura ad esse applicabile, c.d. procedura generale, mentre nel paragrafo successivo sono state individuate le operazioni di maggiore rilevanza e la c.d. procedura speciale. La classificazione delle operazioni con parti correlate è spiegata a seconda del volume della transazione oggetto dell'operazione. Nell'Allegato 3 del Regolamento vengono predisposti gli indici di rilevanza (capitalizzazione di borsa o patrimonio netto, attivo totale, passività totali) per cui vengono individuate come operazioni di maggiore rilevanza le transazioni per le quali l'applicazione di detti parametri supera la soglia del 5% ( le operazioni di minore rilevanza sono le transazioni per le quali l'applicazione dei parametri non supera la soglia del 5%). La procedura generale per le operazioni di minore rilevanza richiede un parere non vincolante di un comitato composto da amministratori non correlati in maggioranza indipendenti. Il coinvolgimento degli amministratori indipendenti è maggiore per le operazioni di maggiore rilevanza al punto che tale comitato ha il potere di veto sulle operazioni. Tuttavia, nonostante l'eventuale parere negativo degli amministratori indipendenti, le società possono intraprendere la transazione se viene convocata un'assemblea in cui una maggioranza degli azionisti non correlati dia la propria approvazione. È stato poi brevemente affrontato il regime procedurale agevolato dedicato alle società di recente quotazione, alle società di minori dimensioni e agli emittenti titoli diffusi tra il pubblico in misura rilevante. Le fattispecie di società così individuate possono applicare la disciplina generale anche alle operazioni di maggiore rilevanza, mentre ciò non vale per le società controllate da un'altra società quotata. Nel paragrafo successivo è stata esposta la disciplina per le operazioni con parti correlate oggetto di delibere-quadro. Sono state poi descritte i casi e facoltà di esclusione che consentono alle società di regolare a seconda delle condizioni e delle esigenze le normative applicabili. Nel decimo paragrafo è riportata la disciplina della trasparenza prevista per le operazioni con parti correlate. In particolare, le operazioni di maggiore rilevanza sono soggette ad una comunicazione dettagliata, sia immediata che periodica. Infine, si è ritenuto interessante inserire nel capitolo, a conclusione dell'analisi delle disposizioni del Regolamento, un'analisi empirica commissionata dalla Consob con il fine di studiare come tali disposizioni sono state recepite dalle società, soprattutto con riguardo alle modalità con le quali le società hanno utilizzato i margini di flessibilità previsti dal Regolamento nella definizione delle regole applicabili alle operazioni con parti correlate.

Nel prossimo capitolo si intende applicare lo studio fin qui svolto all'analisi di un caso reale di acquisto di partecipazioni da parti correlate: nel corso del 2012 Parmalat Spa ha concluso l'acquisizione di Lactalis American Group. La transazione ha configurato un'operazione con parti correlate di maggiore rilevanza, in quanto sia l'acquirente sia le società oggetto dell'acquisizione erano sottoposte al controllo della medesima entità.

## CAPITOLO 3

### L'ACQUISIZIONE INFRAGRUPPO LACTALIS USA E INTERNATIONAL

#### 3.1. Osservazioni introduttive

Nel corso dell'esercizio 2012, Parmalat Spa ha concluso l'operazione di acquisto di Lactalis American Group, Lactalis Brasile e Lactalis Messico, società facenti parte del Gruppo Lactalis ed operanti sul mercato americano. Il processo di acquisizione è stato oggetto di innumerevoli critiche e discussioni, incentrate principalmente sulla congruità del corrispettivo stabilito dalle parti in merito al valore delle società del gruppo francese. La transazione è stata oggetto di particolare attenzione in quanto essa rientra tra le operazioni tra parti correlate: sia la società acquirente sia le società oggetto di acquisizione sono sottoposte a direzione e controllo della medesima entità, ovvero Bsa S.A., società capogruppo del Gruppo Lactalis. Parmalat, infatti, è controllata dal gruppo francese Lactalis, che grazie a un'offerta pubblica di acquisto completata nel 2011 è divenuto l'azionista di maggioranza della società di Collecchio.

Il procedimento di acquisizione di LAG e LINT da parte di Parmalat è stato oggetto di una stretta sorveglianza ad opera delle autorità competenti in quanto la tipologia di operazione in esame è non di rado utilizzata a scopo fraudolento ai danni degli azionisti di minoranza. De Lillo scrive riguardo al caso in discussione: “ Nell'ambito del fenomeno articolato delle relazioni con parti correlate, dunque, la fattispecie qui in esame investe in modo particolare uno dei rami di tale disciplina, per così dire, più ricco di sensibilità, cioè quello afferente ai rapporti tra l'emittente quotato e il suo azionista di controllo. In tale sottoinsieme, in particolare, è più intenso il rischio di estrazione di benefici privati, con

possibile pregiudizio innanzitutto del patrimonio sociale e con potenziale danno degli altri azionisti di minoranza oltre che dei creditori, in forza del privilegio riconducibile al potere di influenza dominante, che avvince la gestione della società con maggiore pervasività rispetto a quanto immediatamente può accadere nel caso di rapporti con altre categorie di parti correlate (altri azionisti con poteri di influenza notevole, *key managers* ed entità significativamente partecipate dall'emittente). Ad un tempo, va considerato che tale rischio si presenta più fisiologico nei rapporti con l'entità controllante, tenendo conto della dinamica ordinaria di funzionamento dell'impresa economica sviluppata in forma di gruppo societario e dell'immanenza dell'interesse del gruppo nel contesto delle decisioni di cui "vive" ciascuna componente aziendale controllata"<sup>42</sup>.

L'acquisizione ha assunto il carattere di operazione di maggiore rilevanza, in quanto il compenso pattuito ha superato sensibilmente la soglia di €100 milioni. Quest'ultimo, ritenuto incongruo con il valore delle società acquisite, è stato oggetto di interventi correttivi a seguito di un procedimento amministrativo avviato ai sensi dell'art. 2409 c.c.. Si è detto di questa transazione come un'operazione volta solamente al trasferimento di ingenti somme di denaro dalle casse di Parmalat verso quelle di Lactalis con l'intento di quest'ultima di ridurre, almeno parzialmente, l'importante livello di indebitamento raggiunto in seguito al finanziamento dell'Opa sulla stessa Parmalat.

Obiettivo dei seguenti paragrafi è la descrizione dell'operazione e dell'analisi del caso che ha interessato il procedimento di acquisizione, partendo dall'OPA di Lactalis per giungere poi allo studio della documentazione relativa all'operazione con parti correlate conclusa da Parmalat, cercando di offrire una visione d'insieme sulla transazione. A tal fine, nel prossimo paragrafo si intende chiarire il contesto in cui si colloca l'operazione infragruppo fornendo una breve definizione di offerta pubblica di acquisto per poi poter analizzare più facilmente l'Opa concretata dal Gruppo Lactalis nel 2011 per l'ottenimento del totale delle partecipazioni azionarie di Parmalat. Nello stesso paragrafo si illustra l'accordo di *cash pooling* a cui ha aderito Parmalat, che ha portato all'accentramento in capo al Gruppo Lactalis della gestione delle risorse finanziarie. Oggetto del paragrafo

---

<sup>42</sup> Cfr. DE LILLO E., Le misure di controllo delle operazioni con parti correlate irrompono nella valutazione delle irregolarità di gestione di una società quotata, Rivista trimestrale di diritto dell'economia, 2013, fascicolo 3, parte 2, pp. 144-145

successivo sono gli aspetti essenziali della Procedura interna adottata da Parmalat come prescritto dall'art. 4 del Regolamento Consob. Tale esposizione è necessaria per comprendere il percorso di approvazione dell'acquisizione di Lactalis American Group, Lactalis Brasile e Lactalis Messico approfondito nel paragrafo seguente. L'operazione, come si è anticipato, è stata oggetto di numerose contestazioni che vengono approfondite nel paragrafo 3.5.. Si riportano, quindi, le vicende relative al procedimento amministrativo ex art. 2409 del codice civile avviato presso il Tribunale di Parma per analizzare poi le conclusioni raggiunte con il Decreto emesso l'11 novembre 2013 dal Tribunale e gli sviluppi successivi fino alla risoluzione definitiva del caso decretata dal giudizio finale espresso dalla Corte di Appello di Bologna il 26 maggio 2014.

### **3.2. Il contesto in cui si colloca l'operazione**

#### **3.2.1. L'acquisizione da parte di Lactalis**

La storia del Gruppo Lactalis ha inizio con André Besnier nel 1933 a Laval, in Francia. L'azienda ha avviato fin dal principio un lungo percorso di sviluppo, con fatturati in continuo incremento grazie anche all'apertura di nuovi stabilimenti e di numerose acquisizioni, inizialmente solo nel territorio nazionale e successivamente anche all'estero. In questo modo, grazie alle strategie espansionistiche, il Gruppo Lactalis ha conquistato posizioni di *leadership*, arrivando a raggiungere il primo posto nel settore dell'industria lattiero-casearia mondiale dopo aver completato l'offerta pubblica di acquisto totalitaria su Parmalat Spa, operazione che ha permesso alla società francese di sfruttare ulteriori opportunità di crescita e sviluppo.<sup>43</sup>

Prima di ricostruire le varie tappe del percorso che hanno portato il Gruppo Lactalis a perfezionare l'Opa su Parmalat, si ritiene necessario soffermarsi brevemente sulla definizione di offerta pubblica di acquisto. Le principali fonti normative a riguardo sono il D.Lgs n.58/1998 (TUF) e il Regolamento Consob n. 11971/1999 (Regolamento Emittenti). Il Testo unico della finanza all'art.1, comma1, lettera v), definisce l'offerta pubblica di acquisto come : “ ogni offerta, invito a offrire o messaggio promozionale, in qualsiasi forma effettuati, finalizzati all'acquisto o allo scambio di prodotti finanziari ”.

---

<sup>43</sup> Lactalis Group History, <http://www.lactalis.fr/english/groupe/historique.htm>, data di consultazione 6 luglio 2015

In altre parole, “ l’offerta pubblica di acquisto (Opa) è un invito che il gruppo acquirente fa a investitori e azionisti di minoranza perché vendano le azioni che possiedono nella società quotata in Borsa, che è l’oggetto, il *target*, dell’offerta (l’emittente). Sulla base del prezzo fissato per l’Opa, che generalmente presenta un premio di oltre il 10% sul valore dell’azione e di altre considerazioni di convenienza finanziaria, economica o politica, gli investitori decidono se aderire o meno all’offerta, cioè se vendere le azioni o tenerle”<sup>44</sup>. Il soggetto che lancia un’offerta pubblica di acquisto, l’Offerente, deve effettuare preventivamente un’apposita comunicazione alla Consob. Tale comunicazione viene immediatamente diffusa al mercato e trasmessa alla società oggetto di Opa; essa contiene l’indicazione degli elementi essenziali dell’offerta, delle finalità dell’operazione, delle garanzie e delle eventuali modalità di finanziamento previste. Il documento di offerta potrà essere diffuso al pubblico solo a seguito del controllo effettuato dalla Consob e sarà trasmesso senza indugio alla società i cui titoli sono oggetto dell’offerta<sup>45</sup>. Nel caso in esame, ai sensi degli art. 102 e ss. del TUF, l’Opa si qualifica come volontaria totalitaria in quanto è stata lanciata per iniziativa dell’offerente, cioè del Gruppo Lactalis, con l’intento di acquisire il 100% della Parmalat.

In data 26 aprile 2011, il Gruppo Lactalis, controllato da Emmanuel Besnier, con già una partecipazione del 28,969% del capitale di Parmalat Spa, acquisito progressivamente nei tre anni precedenti, ha reso pubblica al mercato la propria intenzione di dare inizio al procedimento per un’offerta pubblica d’acquisto volontaria, avente ad oggetto la totalità delle azioni di Parmalat Spa. Il corrispettivo stabilito è pari a € 2,60 per azione<sup>46</sup>. A lanciare materialmente l’Opa è stata Sofil Sas (*Société pour le Financement de l’Industrie Laitiere Sas*), che fa capo interamente alla famiglia Besnier. Il 65% di Sofil fa capo a CRG e il 35% a Groupe Lactalis, entrambe società anonime controllate da un’altra società anonima, Bsa, che a sua volta con quote paritetiche del 33,3% fa capo ai tre fratelli Besnier. L’Opa era vincolata al verificarsi di una serie di condizioni: che la partecipazione

---

<sup>44</sup> Cfr. FORNOVO L., Come funziona il gioco dell’Opa?, LA STAMPA, DOMANDE E RISPOSTE, <http://www.lastampa.it/2011/04/27/cultura/domande-e-risposte/come-funziona-il-gioco-dell-opa-TDhuysO1inFdhvix53LI6H/pagina.html>, data di consultazione 6 luglio 2015

<sup>45</sup> Borsa Italiana, Notizie, OPA, <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/opa.htm>, data di aggiornamento 24 febbraio 2006, data di consultazione 6 luglio 2015

<sup>46</sup> Comunicato del Gruppo Lactalis, 26 aprile 2011, [http://www.parmalat.com/it/investor\\_relations/opa\\_lactalis/comunicazione/doc/Comunicazione%20ex%20102%20TUF.pdf](http://www.parmalat.com/it/investor_relations/opa_lactalis/comunicazione/doc/Comunicazione%20ex%20102%20TUF.pdf)

dei francesi raggiungesse almeno il 55% del capitale; che il numero delle azioni in circolazione alla chiusura dell'offerta non fosse superiore al numero di azioni oggetto della stessa; che entro il primo giorno di Borsa aperta successiva al termine del periodo di adesione arrivasse l'approvazione incondizionata dell'operazione da parte delle competenti Autorità *antitrust* e dell'autorità australiana per gli investimenti stranieri; che non venissero effettuate da Parmalat atti o operazioni volti a contrastare l'offerta; che non venissero varati provvedimenti legislativi volti a limitare il controllo o la facoltà di nominare la maggioranza degli amministratori o il diritto di voto in assemblea<sup>47</sup>.

In pari data, il "Corriere della Sera" ha commentato: " Il gruppo Lactalis-Parmalat dovrebbe realizzare un giro d'affari *pro forma* di circa 14 miliardi di euro diventando il primo gruppo mondiale nei prodotti lattiero-caseari. Parmalat resterebbe quotata alla Borsa di Milano. Il Gruppo, sottolinea il presidente Emmanuel Besnier in una nota, " procederà, se necessario, al ripristino del flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni" »<sup>48</sup>. Infatti, come l'art. 108 del TUF,<sup>49</sup> anche il Documento di Offerta prevedeva che, qualora Lactalis si fosse trovata nella posizione di titolare di una quota di azioni Parmalat compresa tra il 90,5% e il 95% del capitale sociale, essa avrebbe avuto l'obbligo di ripristinare il flottante entro il termine di 90 giorni previsto dalla legge. Nel caso in cui la partecipazione detenuta da Lactalis avesse superato il 95% scattava l'obbligo di acquisto della quota di azioni rimanenti.

Il Documento di Offerta predisposto da Sofil Sas è stato approvato dalla Consob in data 13 maggio 2011 e reso disponibile per la consultazione pubblica dal 14 maggio 2011. La data di pagamento del corrispettivo era stabilita per il 15 luglio 2011<sup>50</sup>. Nel comunicato stampa del 20 maggio 2011 del Consiglio di Amministrazione di Parmalat, si riportano in aggiunta ai dati principali dell'operazione, alcune valutazioni relative all'offerta promossa

---

<sup>47</sup> V. OLIVIERI A., FESTA C., " Svolta su Parmalat: Lactalis lancia l'Opa. Per i francesi debiti a 5 miliardi dopo l'offerta", *Il sole 24 ore*, 27 aprile 2011, <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2011-04-26/svolta-parmalat-lactalis-lancia-210254.shtml?uuid=AaroMCSD>, data di consultazione 8 luglio 2015

<sup>48</sup> "Lactalis lancia l'Opa su Parmalat. Berlusconi: << Non è un atto ostile>>", *Corriere della Sera*, 26 aprile 2011, [http://www.corriere.it/economia/11\\_aprile\\_26/lactalis-parmalat-opa\\_9780178c-6fd4-11e0-9dd7-595a41612a44.shtml](http://www.corriere.it/economia/11_aprile_26/lactalis-parmalat-opa_9780178c-6fd4-11e0-9dd7-595a41612a44.shtml), data di consultazione 8 luglio 2015

<sup>49</sup> Art.108 D.Lgs. n. 58/1998, Obbligo di acquisto

<sup>50</sup> Comunicato stampa del 13 maggio 2011, ai sensi dell'art. 114 del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n.58, come successivamente modificato ed integrato ( il "TUF" ) e dell'art. 66 del Regolamento adottato da Consob con delibera del 14 maggio 1999 n. 11971, come successivamente modificato ed integrato (il "Regolamenti Emittenti"), [http://www.parmalat.net/it/investor\\_relations/opa\\_lactalis/comunicati/doc/cslactalis13%20\\_5.pdf](http://www.parmalat.net/it/investor_relations/opa_lactalis/comunicati/doc/cslactalis13%20_5.pdf)



da Sofil. Tra gli aspetti positivi dell'analisi del Cda di Parmalat si evidenziano, ad esempio, la possibilità di espansione della società di Collecchio e di tutti i suoi relativi marchi sui mercati coperti da Lactalis, come la complementarietà dei mercati sia dal punto di vista geografico, sia considerando che entrambe le società, Parmalat e Lactalis, incentrano la loro attività sul mercato *dairy*. Ciò, quindi, rappresenta una quasi totale coincidenza del principale ramo di attività sul quale entrambe le aziende basano le proprie strategie produttive e distributive. Tra gli aspetti negativi emergono, invece, alcune considerazioni sulla valutazione in merito al corrispettivo, fissato in € 2,60 per azione, che non è stato valutato congruo da Goldman Sachs International, quale consulente finanziario al quale Parmalat si è affidata<sup>51</sup>.

In corrispondenza della scadenza del periodo di adesione all'offerta, cioè l'8 luglio 2011, Sofil Sas ha emanato un comunicato stampa per l'avvenuto raggiungimento di una partecipazione in Parmalat dell'83,308%, anche per mezzo di Bsa e Groupe Lactalis, dichiarando anche la compiuta efficacia dell'operazione<sup>52</sup>. Nella stessa data "la Repubblica" così ha commentato: " Si è chiusa con successo l'Opa promossa dal Gruppo Lactalis su Parmalat. Al termine del periodo di offerta Lactalis controlla l'83,30 % del capitale di Parmalat, al di sopra quindi del 55 % minimo indicato come condizione di efficacia. Secondo quanto si è appreso, la società di Collecchio rimarrà quotata in Borsa. [...] Per Lactalis, che ha condotto in porto l'Opa senza modificare il prezzo originario di 2,60 euro per azione, l'esito indubbiamente positivo comporterà comunque un notevole esborso; il controvalore complessivo ammonta a 2,455 miliardi di euro"<sup>53</sup>.

Facendo un passo indietro, il 28 giugno 2011 l'assemblea di Parmalat era chiamata al rinnovo del Consiglio di Amministrazione<sup>54</sup>. Come riporta il comunicato stampa relativo all'assemblea ordinaria e straordinaria di Parmalat Spa, per il Consiglio di

---

<sup>51</sup> Comunicato del Consiglio di Amministrazione di Parmalat Spa del 20 maggio 2011, ex art. 103 D.Lgs. n. 58/1998, in relazione all'Opa promossa da Sofil Sas, [http://www.parmalat.net/it/investor\\_relations/opa\\_lactalis/comunicati/doc/Comunicato%20emittente%20ex%20art%20103%20TUF.pdf](http://www.parmalat.net/it/investor_relations/opa_lactalis/comunicati/doc/Comunicato%20emittente%20ex%20art%20103%20TUF.pdf)

<sup>52</sup> Risultati provvisori dell'offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria promossa da Sofil Sas su azioni ordinarie Parmalat Spa, Comunicato stampa, 8 luglio 2011, [http://www.parmalat.com/it/investor\\_relations/opa\\_lactalis/risultati\\_offerte/doc/DGB-87657-v1-Comunicato\\_stampa\\_risultati\\_provvisori\\_versione\\_definitiva.pdf](http://www.parmalat.com/it/investor_relations/opa_lactalis/risultati_offerte/doc/DGB-87657-v1-Comunicato_stampa_risultati_provvisori_versione_definitiva.pdf)

<sup>53</sup> " L'Opa di Lactalis su Parmalat è chiusa con successo", La Repubblica, 8 luglio 2011, [http://www.repubblica.it/economia/2011/07/08/news/l\\_opa\\_di\\_lactalis\\_su\\_parmalat\\_si\\_chiusa\\_con\\_successo-18863798/](http://www.repubblica.it/economia/2011/07/08/news/l_opa_di_lactalis_su_parmalat_si_chiusa_con_successo-18863798/), data di consultazione 8 luglio 2015

<sup>54</sup> V. PIERI V., materiale didattico del corso di bilancio consolidato Università "Roma Tre", a.a. 2013/2014

Amministrazione sono stati eletti nove amministratori tratti dalla lista depositata da Bsa e Groupe Lactalis, compreso il Presidente Francesco Tatò. I restanti due amministratori nominati sono stati tratti dalla lista di minoranza presentata da Assogestioni. La scadenza del mandato è stata fissata al termine dell'esercizio sociale, ossia fino all'assemblea per l'approvazione del bilancio relativo al 2011<sup>55</sup>. L'11 luglio 2011 il Consiglio di Amministrazione ha nominato come nuovo Amministratore Delegato di Parmalat Yvon Guerin, direttore generale della divisione latte del gruppo Lactalis, cooptato come consigliere in sostituzione di un consigliere dimissionario<sup>56</sup>.

### 3.2.2. L'operazione di *cash pooling*

Al termine del 2011 Parmalat ha aderito al sistema di *cash pooling* del Gruppo Lactalis. “ Il Cda di Parmalat ha deliberato all'unanimità l'adesione della società al sistema di “*cash pooling*” del gruppo Lactalis. L'operazione, spiega in una nota, è finalizzata a ottimizzare l'utilizzo delle risorse finanziarie – e, in particolare, i flussi di cassa a breve – a livello di gruppo, consentendo a Parmalat di mantenere la massima flessibilità finanziaria e un profilo di investimento di breve termine, con rendimenti superiori a quelli attuali. Nell'ambito del sistema, la liquidità del gruppo è accentrata in capo a Bsa Finances, società di diritto francese interamente controllata dalla capogruppo Bsa. Parmalat e Bsa Finances sono parti correlate, in quanto soggette al comune controllo di Bsa. Il sistema di *cash pooling*<sup>57</sup> è di tipo “*zero balance*” ( o a saldo zero), in base al quale i saldi attivi e passivi dei singoli conti correnti delle società del gruppo confluiscono con frequenza giornaliera in uno o più conti correnti bancari intestati alla società accentratrice Bsa Finances”<sup>58</sup>. “ Il Consiglio di Amministrazione di Parmalat ha valutato ed approvato l'operazione sulla base dei più rigorosi criteri e procedure previsti per operazioni con parti correlate e, pertanto, alla stregua delle operazioni di maggiore rilevanza ai sensi del Regolamento Consob n. 17221 del 12 marzo 2010, Regolamento Operazioni con Parti Correlate e della Procedura per la disciplina delle Operazioni con

---

<sup>55</sup> Comunicato stampa assemblea ordinaria e straordinaria di Parmalat Spa del 20 giugno 2011, [http://www.parmalat.com/it/2011\\_06\\_28\\_ITA.pdf](http://www.parmalat.com/it/2011_06_28_ITA.pdf)

<sup>56</sup> V. PIERI V., materiale didattico del corso di bilancio consolidato Università “Roma Tre”, a.a. 2013/2014

<sup>57</sup> L'accordo di *cash pooling* consiste nell'accentrare in capo ad un unico soggetto giuridico la gestione delle disponibilità finanziarie di un gruppo societario, al fine di ottenere la miglior gestione della tesoreria aziendale con relazione ai rapporti in essere tra le società aderenti al gruppo e gli istituti di credito.

<sup>58</sup> “Parmalat, ok Cda a operazione di “*cash pooling*””, 6 ottobre 2011, Reuters Italia, <http://it.reuters.com/article/idITL5E7L63WF20111006>

Parti Correlate approvata dal Consiglio di Amministrazione di Parmalat in data 11 novembre 2010. In particolare, l'operazione ha ricevuto il preventivo parere vincolante del Comitato per il Controllo Interno e per la *Corporate Governance*, interamente costituito da amministratori indipendenti, senza astensioni né voti contrari. A tal fine, il Comitato è stato assistito da Mediobanca – Banca di Credito Finanziario Spa, che ha rilasciato apposita *fairness opinion* sull'operazione, giudicando congrue le condizioni della medesima”<sup>59</sup>.

### **3.3. La Procedura adottata da Parmalat: aspetti essenziali**

Sulla base del già citato art. 4 del Regolamento Consob relativamente all'adozione di procedure in grado di assicurare la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni che avvengono con parti correlate, il Consiglio di Amministrazione di Parmalat S.p.A. ha approvato in data 11 novembre 2010 il documento “Procedura per la disciplina delle operazioni con parti correlate”<sup>60</sup>. Tale Procedura è stata sottoposta al preventivo esame del Comitato per il Controllo Interno e per la *Corporate Governance*, il quale ha espresso parere favorevole in data 9 novembre 2010.

Nell'art. 5 della Procedura il Consiglio di Amministrazione individua, infatti, nel Comitato per il Controllo Interno e per la *Corporate Governance* anche il Comitato competente per l'esame delle operazioni con parti correlate, composto da tre amministratori indipendenti. Tale scelta è stata effettuata in considerazione della sussistenza in capo ai componenti di tale Comitato dei requisiti di indipendenza ai sensi dell'art. 148, comma terzo, del TUF ed ai sensi dei criteri stabiliti dal Codice di Autodisciplina di Borsa Italiana. L'art. 4 della Procedura, prevede, al contempo, che venga fornita una completa informativa trimestrale sull'esecuzione delle operazioni con parti correlate da far pervenire dall'Amministratore Delegato, al Consiglio di Amministrazione e al Collegio Sindacale. Relativamente ai ruoli ed ai compiti del Comitato, è previsto che il medesimo venga coinvolto nella fase delle trattative e nella

---

<sup>59</sup> “Parmalat: approvata l'operazione di cash pooling”, 6 ottobre 2011, Investireoggi, [http://www.investireoggi.it/finanza-borsa/parmalat-approvata-loperazione-di-cash-pooling/?refresh\\_ce](http://www.investireoggi.it/finanza-borsa/parmalat-approvata-loperazione-di-cash-pooling/?refresh_ce) , data di consultazione 8 luglio 2011

<sup>60</sup> Parmalat, Corporate Governance, Procedura operazioni con parti correlate, Procedura per la disciplina delle operazioni con parti correlate, [http://www.parmalat.net/it/corporate\\_governance/come\\_amministriamo/archivio\\_procedura/doc/PROCEDURA%20operazioni%20con%20Parti%20Correlate\\_ITA\\_.pdf](http://www.parmalat.net/it/corporate_governance/come_amministriamo/archivio_procedura/doc/PROCEDURA%20operazioni%20con%20Parti%20Correlate_ITA_.pdf)

fase istruttoria delle operazioni di maggiore rilevanza attraverso la ricezione di un flusso informativo completo e tempestivo e con la facoltà di richiedere informazioni e di formulare osservazioni agli organi delegati e ai soggetti incaricati della conduzione delle trattative o dell'istruttoria.

Il Consiglio di Amministrazione può quindi approvare l'operazione, previo motivato parere favorevole del Comitato, sull'interesse della società al compimento dell'operazione nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni. Per Parmalat, affinché il parere del Comitato possa essere considerato "favorevole", è necessario che il Comitato manifesti l'integrale condivisione dell'operazione. Il parere del Comitato deve essere trasmesso ai membri del CdA almeno due giorni prima della data della riunione consiliare prevista per la relativa delibera. Il documento contenente il parere deve contenere una formulazione esplicita dell'approvazione o del diniego dell'operazione.

L'allegato 13.1. della Procedura individua le operazioni di maggiore rilevanza come le operazioni con parti correlate che superano la soglia di € 100 milioni. Così come previsto dal Regolamento Consob, il Consiglio di Amministrazione può approvare le operazioni di maggiore rilevanza nonostante il parere contrario degli amministratori indipendenti, purché il compimento di tali operazioni sia autorizzato, ai sensi dell'articolo 2364, comma 1, numero 5), del codice civile, dall'assemblea, che delibera conformemente a quanto previsto dall'articolo 11, comma 3, del Regolamento Consob e previa apposita previsione statutaria. Non essendo prevista, nel caso di Parmalat, un'apposita clausola statutaria in tal senso, ne consegue che nel caso di parere negativo del Comitato si verifica la circostanza consistente nell'impossibilità di deliberare l'operazione di maggiore rilevanza con parte correlata.

Ai fini del rilascio del parere sul compimento dell'operazione, il Comitato può anche farsi assistere, a spese della società, da esperti indipendenti scelti dal Comitato stesso. Per lo svolgimento delle funzioni di sua competenza, il Comitato può avvalersi anche della collaborazione della Direzione Amministrazione, Finanza e Controllo o dell'*Internal Audit Corporate*, per l'approntamento dell'istruttoria, o della Direzione Risorse Umane *Corporate* per operazioni consistenti in assegnazione di remunerazioni e benefici

economici ai componenti degli organi di amministrazione e controllo e ai dirigenti con responsabilità strategica.

La Procedura, all'art.9, prevede le disposizioni attinenti alle informazioni da fornire al pubblico in merito alle operazioni con parti correlate. Tale articolo riprende le indicazioni fornite dal Regolamento Consob, con un esplicito riferimento anche all'Allegato 4 del Regolamento stesso.

### **3.4. Il percorso di approvazione dell'acquisizione**

Nel corso dell'esercizio 2012 Parmalat Spa ha concluso il processo di acquisto di Lactalis American Group, Lactalis Brasile e Lactalis Messico. "L'operazione ha una forte valenza industriale perché offre «importanti opportunità di sviluppo» per la Parmalat: l'ingresso in uno dei mercati più importanti al mondo, l'incremento dei ricavi sui formaggi, l'affiancamento al mercato canadese, il rafforzamento anche in America Latina"<sup>61</sup>. Il principale obiettivo strategico dell'operazione riguardava, quindi, l'espansione del mercato di Parmalat nel territorio statunitense e sudamericano, ed in aggiunta anche l'ampliamento del portafoglio prodotti per un'offerta più vasta (che si è allargata ad includere anche i formaggi freschi, commercializzati da LAG). In particolare, l'acquisizione di LAG ha permesso a Parmalat di accedere al mercato lattiero-caseario statunitense, il più rilevante su scala mondiale.

Tale operazione di acquisizione rientra tra le operazioni con parti correlate, in quanto la società di Collecchio, ovvero l'acquirente delle partecipazioni, è sottoposta a direzione e controllo da parte della società Bsa, posta ai vertici del Gruppo Lactalis. A sua volta, Bsa controlla in maniera diretta Lactalis American Group, ed indirettamente anche Lactalis Brasile e Lactalis Messico; contemporaneamente, Bsa ha ricoperto il ruolo di venditore delle stesse società. Questa operazione è quindi compresa tra quelle indicate alla lettera a) dell'art.3 del Regolamento Consob recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate di cui si è parlato nel capitolo precedente, il quale configura questa transazione come un'operazione con parti correlate perché sia l'acquirente sia le società oggetto di acquisizione sono sottoposte al controllo della medesima società. Come

---

<sup>61</sup> Cfr. LONGO M., Parmalat acquista Lactalis Usa, Il Sole 24 ore, 23 maggio 2012, <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2012-05-23/parmalat-acquista-lactalis-064059.shtml?uuid=Ab8twqgF>, data di consultazione 9 luglio 2015

illustrato nel precedente paragrafo, quest'operazione è regolata anche attraverso la Procedura interna adottata da Parmalat "Procedura per la disciplina delle operazioni con parti correlate".

Prima di ricostruire l'iter di deliberazione e di perfezionamento dell'operazione di acquisizione di LAG e LINT si ritiene apprezzabile, per una maggiore chiarezza espositiva, illustrare schematicamente la composizione degli organi societari di Parmalat in carica all'epoca dell'acquisizione stessa:

<u>Consiglio di Amministrazione</u>	<u>Collegio Sindacale</u>	<u>Comitato per il Controllo Interno e per la Corporate Governance</u>
Presidente: Francesco Tatò AD: Yvon Guérin Consiglieri: Antonio Sala, Nigel William Cooper, Francesco Gatti, Ferdinando Grimaldi Quartieri, Marco Jesi, Gaetano Mele, Marco Reboa, Riccardo Zingales, Daniel Jaouen	Presidente: Mario Stella Ritcher Sindaci: Roberto Cravero, Alfredo Malguzzi	Presidente: Marco Reboa Membri: Riccardo Zingales, Nigel William Cooper

Attraverso il documento "Relazione del Prof. Mario Cattaneo, del Prof. Paolo Andrei e del Prof. Marco Ziliotti in esecuzione dell'incarico conferito dal Consiglio di Amministrazione di Parmalat S.p.A. con delibera del 24 giugno 2013" in cui si riporta una "motivata conclusione in ordine alla ragionevolezza e coerenza di fondo del complessivo procedimento valutativo adottato dal Consiglio in occasione dell'acquisizione del Gruppo LAG", e tenuto conto di quanto evidenziato nel paragrafo precedente, è possibile

sintetizzare i principali adempimenti e passi procedurali che Parmalat era chiamata a compiere in occasione con parti correlate connessa all'acquisizione di LAG e LINT in rispetto della Procedura adottata come richiesto dal Regolamento Consob. In particolare:

1. “Coinvolgimento del Comitato per il Controllo Interno, la Gestione dei Rischi e per la *Corporate Governace* nella fase delle trattative e nella fase istruttoria, mediante la ricezione di un flusso informativo completo e tempestivo, e con la facoltà per il Comitato stesso di richiedere informazioni e di formulare osservazioni agli organi delegati e ai soggetti incaricati della conduzione delle trattative o dell'istruttoria.
2. Realizzazione di una completa informativa trimestrale relativa all'esecuzione dell'operazione da parte del Comitato, da far pervenire all'Amministratore Delegato, al Consiglio di Amministrazione e al Collegio Sindacale.
3. Formulazione, da parte del Comitato, di un motivato parere sull'interesse della società al compimento dell'operazione, nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni, da trasmettere ai membri del Consiglio di Amministrazione almeno due giorni prima della data della riunione consigliare prevista per la relativa delibera.
4. Per gli incarichi affidati ad esperti indipendenti aventi il compito di assistere il Comitato nell'ambito delle sue funzioni, individuazione di soggetti di riconosciuta professionalità e competenza sulle materie oggetto di consulenza, e comunque di soggetti che non siano in conflitto di interesse con l'operazione in oggetto.
5. Pubblicazione dei pareri rilasciati dagli esperti indipendenti (di cui al punto precedente) sul sito internet della società.
6. In caso di collaborazione fornita al Comitato dalla Direzione Amministrazione, Finanza e Controllo o dall'*Internal Audit Corporate* per l'approntamento dell'istruttoria, predisposizione da parte di tali soggetti di un *dossier* informativo indirizzato al Comitato e al Consiglio di Amministrazione, avente almeno i seguenti contenuti:
  - a. Le caratteristiche essenziali dell'operazione (prezzo, condizioni di esecuzione, tempistiche di pagamento e così via);

- b. Le motivazioni economiche dell'operazione;
  - c. Una sintetica descrizione degli effetti economici, patrimoniale e finanziari dell'operazione in questione;
  - d. Le modalità di determinazione del corrispettivo dell'operazione, nonché le valutazioni sulla congruità dello stesso rispetto ai valori di mercato di operazioni simili;
  - e. L'eventuale utilizzo di esperti per la valutazione dell'operazione e, in tale caso, l'indicazione dei metodi di valutazione adottati in relazione alla congruità del corrispettivo nonché la descrizione di eventuali criticità segnalate dagli esperti in relazione alla specifica operazione.
7. Esame e approvazione dell'operazione da parte del Consiglio di Amministrazione, sulla base dei flussi informativi derivanti da quanto indicato nei punti precedenti e di autonome valutazioni eventualmente supportate da pareri o consulenze sviluppate internamente alla società o affidate a soggetti esterni.
  8. Verifica dell'esistenza e dell'adeguato trattamento di potenziali conflitti di interesse in capo a taluni amministratori esecutivi facenti parte del Consiglio di Amministrazione, trattandosi di operazione la cui controparte è la controllante di Parmalat S.p.A..
  9. Predisposizione delle informazioni previste dal Regolamento Consob. In particolare, redazione del Documento Informativo ai sensi dell'ar. 114, comma 5, del TUF in conformità all'Allegato 4 del Regolamento stesso, da mettere a disposizione del pubblico (e da inviare contestualmente a Consob) entro sette giorni dall'approvazione dell'operazione da parte del Consiglio di Amministrazione”<sup>62</sup>.

È possibile , quindi, ancora mediante la Relazione del Collegio di Esperti Indipendenti del 20 settembre 2013, riepilogare l'intero svilupparsi dell'attività degli

---

<sup>62</sup> Parmalat, Relazione del Prof. Mario Cattaneo, del Prof. Paolo Andrei e del Prof. Marco Ziliotti in esecuzione dell'incarico conferito dal Consiglio di Amministrazione di Parmalat S.P.A. con delibera del 24 giugno 2013, 20 settembre 2013, cit. pp. 219-221  
[http://www.parmalat.com/it/corporate\\_governance/come\\_amministriamo/documento\\_informativo/doc/2013\\_09\\_23\\_Relazione%20Collegio%20Esperti%20indipendenti.pdf](http://www.parmalat.com/it/corporate_governance/come_amministriamo/documento_informativo/doc/2013_09_23_Relazione%20Collegio%20Esperti%20indipendenti.pdf)



organi societari di Parmalat orientata alla definizione dell'acquisizione al fine di un riscontro con le previsioni del Regolamento parti correlate appena ricordate.

Il documento in esame riporta che l'operazione di acquisto di LAG e LINT risulta menzionata per la prima volta nella riunione del Comitato per il Controllo Interno e per la *Corporate Governance* tenutasi il 15 dicembre 2011. Durante tale riunione il Presidente del Comitato ha esposto quanto già comunicato in via informale riguardo l'incontro intrattenuto con il consigliere Sala. In particolare, Sala aveva rappresentato al Presidente del Comitato Reboa l'opportunità di trasferire da Lactalis alcuni *asset* americani, identificati nella società statunitense LAG e in due sue controllate che operavano sul mercato brasiliano e messicano. L'ordine del giorno della riunione indicava come oggetto specifico l'attribuzione dell'incarico ad un *advisor* per l'assistenza al Comitato nel suo ruolo previsto dal Regolamento Consob n. 17221. A tal fine, hanno partecipato alla riunione anche i rappresentanti di Rothschild, di HSBC e di Mediobanca. Nella stessa riunione il CFO di Parmalat ha informato che "per il supporto legale lo Studio D'Urso, Gatti e Bianchi affiancherà la Società nella trattative". Lo Studio legale in questione rappresentava parte correlata, dal momento che l'avv. Gatti era al contempo *partner* dello Studio DGB e membro del Consiglio di Amministrazione di Parmalat.

Il CdA è stato coinvolto nell'operazione per la prima volta nella riunione del 27 gennaio 2012 nella quale viene anche informato dal Comitato della nomina quale proprio *advisor* di Mediobanca S.p.A..

Nella riunione del Comitato del 2 aprile 2012 sono stati posti all'attenzione i documenti riguardanti il "Progetto Paloma", aggiornando i membri sull'andamento delle trattative e fornendo approfondimenti su alcune questione legati ai documenti in esame.

Nel corso del successivo incontro del Comitato del 19 aprile 2012 era posto in discussione un "Aggiornamento su operazione Paloma". Veniva, inoltre, distribuita un'agenda per disciplinare i lavori propedeutici alla presentazione in CdA dell'operazione "Paloma" anche nei suoi termini economico-valutativi. Si è poi affrontata la questione relativa ai supporti professionali da attivare in sede di valutazione dell'operazione di acquisizione di LAG e LINT, sia riguardo alla scelta di affidare un incarico ad una società di revisione per un esame indipendente sui contenuti del documento di *Vendor Due*

*Diligence* predisposto da Ernst&Young, sia riguardo il supporto legale. Circa la selezione della società di revisione, il Responsabile *Internal Audit* ha informato che erano state coinvolte tre società (KPMG, Deloitte e PwC) e che le offerte ricevute erano state esaminate per verificarne l'omogeneità e quindi la comparabilità, risultando la proposta di PwC quella più competitiva. Sul tema del supporto legale all'acquisizione, il Comitato è stato informato delle indicazioni espresse dai vertici aziendali circa l'assegnazione del mandato di assistenza allo Studio DGB. Il Presidente del Comitato ricordava che, essendo l'avv. Gatti componente dell'organo amministrativo, e poiché l'incarico avrebbe superato presumibilmente il compenso di € 250 mila (soglia prevista dalla Procedura per operazioni con parti correlate di "minore rilevanza"), la consulenza doveva essere considerata un'operazione con parte correlata di minore rilevanza e, di conseguenza, il Comitato doveva esprimere un giudizio consultivo e non vincolante a supporto del Consiglio di Amministrazione. Il Comitato, nell'esprimere il proprio assenso di massima alla scelta dello Studio DGB e nel richiedere di predisporre un'offerta articolata delle attività da svolgere, ha riconosciuto la necessità di porre in essere una "serie di adempimenti ai fini del Regolamento Consob n. 17221, tra cui, un documento informativo per il mercato ad illustrazione dell'operazione medesima".

Nella successiva riunione del Consiglio di Amministrazione del 20 aprile 2012 è stata illustrata l'operazione sia dal punto di vista tecnico (perimetro di acquisizione), sia dal punto di vista strategico (andamento dei prezzi, situazione del mercato, analisi dei dati storici, prospettive future, e così via), analizzando anche aspetti legati alla convenienza dell'acquisizione. Nello specifico emergeva l'opportunità per Parmalat di "avere stabilimenti produttivi negli USA al fine di sfruttare al meglio le eventuali opportunità di business derivanti dall'apertura dei mercati" e si valutava tale acquisizione "una possibilità di crescita e miglioramento del portafoglio globale del Gruppo Parmalat".

Nella riunione del Comitato del 9 maggio 2012, sul punto dell' "Aggiornamento su Operazioni con Parti Correlate" si ricordava che la posizione di Parmalat era quella di privilegiare due metodologie generalmente impiegate nella prassi e, in particolare il *discounted cash-flow* e il metodo dei multipli di transazioni comparabili. Nello stesso incontro, a seguito dell'informativa che riportava ulteriori elementi di dettaglio riguardo la proposta economica dello Studio DGB per l'assistenza legale sull'acquisizione, il

Comitato ha espresso il proprio parere preventivo non vincolante in senso positivo. Di tale proposta ha preso atto il Consiglio di Amministrazione nella riunione dell'11 maggio 2012.

In pari data, durante la riunione del Comitato, in aggiornamento sul “Progetto Paloma” venivano distribuiti la bozza delle “Considerazioni valutative” di Mediobanca e lo “*Share Purchase Agreement (Executive Summary)*”. Circa i metodi di valutazione utilizzati per definire le condizioni economiche dell'operazione, Mediobanca ha riferito che si trattava di quelli maggiormente e diffusamente usati nella prassi e applicati. Nella riunione è stato anche comunicato che, ad esito delle negoziazioni condotte, sarebbe stato fissato un prezzo alla data del *closing* calcolato sulla base dell'*Enterprise Value* sommato algebricamente alla posizione finanziaria netta di LAG. Il prezzo avrebbe potuto subire una rettifica in aumento o in diminuzione sulla base dell'EBITDA consuntivato di LAG e LINT per l'esercizio 2012, tenuto conto che l'esercizio 2012 veniva considerato avente un valore segnaletico rispetto al *business plan* di LAG e LINT nel quale non erano state ancora riflesse le sinergie dell'acquisizione.

Il 21 maggio 2012 si è riunito nuovamente il Comitato per esaminare i documenti:

- *Financial Due Diligence* (PwC) di LAG e LINT (Progetto Paloma);
- Considerazioni in merito alla contabilizzazione dell'acquisizione;
- Considerazioni valutative (Mediobanca);
- Bozza del parere del Comitato sull'operazione Paloma.

L'approvazione dell'operazione e dei documenti previsti dal Regolamento Consob è avvenuta nell'ambito delle riunioni del Comitato per il Controllo Interno e per la *Corporate Governance* del 22 maggio 2012 e del 24 maggio 2012, nonché delle riunioni del Consiglio di Amministrazione del 22 maggio 2012 e del 28 maggio 2012.

Il giorno 22 maggio 2012 il Comitato, dopo aver esaminato la *fairness opinion* rilasciata da Mediobanca e i relativi documenti di supporto e dopo avere ottenuto dall'*advisor* tutti i chiarimenti richiesti, ha valutato all'unanimità che l'operazione di acquisizione di LAG e LINT fosse di interesse per Parmalat ed ha espresso, sempre all'unanimità, parere favorevole sull'esecuzione dell'operazione. Lo stesso giorno, il Consiglio di

Amministrazione ha esaminato la versione aggiornata del Documento Informativo sull'operazione e il parere favorevole del Comitato e ha riferito inoltre che, alla presenza del Collegio Sindacale si era tenuta la riunione con gli Amministratori indipendenti per la condivisione dell'operazione. Come richiesto dal Regolamento Consob, poi il CFO Dott. Bonavita ha distribuito una prima bozza delle informazioni *pro-forma* al fine di rappresentare i principali effetti sulla situazione patrimoniale, finanziaria ed economica del Gruppo Parmalat dell'acquisizione. Il Presidente ricordava quindi ai Consiglieri portatori di un interesse per conto proprio o di terzi nell'operazione in esame di darne notizia al CdA e al Collegio Sindacale ai sensi dell'articolo 2391 del cod. civ., precisandone natura, termini, origine e portata. I Consiglieri Antonio Sala e Daniel Jaouen e l'Amministratore Delegato Yvon Guerin hanno dichiarato di rivestire cariche direttive nel Gruppo Lactalis. Il Consiglio di Amministrazione, preso atto di queste dichiarazioni, con l'astensione del voto dei membri appena citati, acquisito il favorevole parere preventivo vincolante del Comitato per il Controllo Interno e per la *Corporate Governance*, ha deliberato di approvare l'acquisizione di Lactalis American Group Inc. con le attività svolte in Brasile e in Messico al prezzo provvisorio di \$ 904 milioni e ha stabilito di convocarsi per il giorno 29 maggio 2012 al fine di discutere ed approvare la documentazione contrattuale, il documento informativo e i dati consolidati *pro-forma* al 31 dicembre 2011 della Società.

Il 24 maggio 2012 si è riunito il Comitato per approvare il contratto di acquisto e per un riepilogo degli aspetti salienti dell'accordo fornendo i principali contenuti, il regime giuridico in caso di contenzioso e altri elementi caratterizzanti l'accordo nel suo insieme, nonché per un'illustrazione della bozza del Documento Informativo.

In data 28 maggio 2012 si è adunato il Consiglio di Amministrazione con la necessità di esaminare e approvare la documentazione contrattuale e il Documento Informativo.

Il 22 maggio 2012 Parmalat ha comunicato: "il Consiglio di Amministrazione ha approvato all'unanimità un'operazione di grande rilevanza strategica ed economica: l'acquisizione di Lactalis American Group Inc. [...]L'acquisizione approvata costituisce operazione di maggiore rilevanza con parti correlate e ha ricevuto il parere vincolante

favorevole ed unanime del Comitato per il Controllo Interno e per la *Corporate Governance* (competente anche per tali operazioni). Il Comitato e il Consiglio di Amministrazione sono stati assistiti da Mediobanca che ha rilasciato la *fairness opinion*<sup>63</sup>. Al fine di rispettare gli obblighi informativi stabiliti dal Regolamento Consob in materia di operazioni con parti correlate, in data 29 maggio 2012, Parmalat ha effettuato la pubblicazione del Documento Informativo<sup>64</sup> inerente all'acquisizione di Lactalis American Group, Lactalis Brasile e Lactalis Messico. Lo scopo del Documento è quello di rendere pubbliche tutte le informazioni e i dati inerenti le società interessate dall'operazione, i dettagli dell'operazione stessa, le modalità di esecuzione e il calcolo di un eventuale corrispettivo pattuito, oltre ai vantaggi e alle conseguenze per le società in questione; la pubblicazione di queste informazioni ha come finalità la conoscenza dei dettagli dell'operazione, in primo luogo da parte degli azionisti delle società coinvolte, oltre che da parte delle autorità di vigilanza e dell'intero mercato finanziario.

Nel Documento Informativo viene indicato che il corrispettivo negoziato dalle parti per la transazione in oggetto è stato fissato pari alla somma di \$ 904 milioni, ai quali si aggiunge algebricamente l'ammontare corrispondente alla posizione finanziaria netta delle società oggetto dell'acquisizione alla data fissata dalle parti per la conclusione del contratto di compravendita. La "posizione finanziaria netta" è data dalla somma delle seguenti voci di bilancio:

- Disponibilità liquide e mezzi equivalenti
- + Attività finanziarie correnti
- Passività finanziarie correnti e non correnti.

Parmalat corrisponde la somma di \$ 904 milioni alle società venditrici alla data fissata per il cosiddetto *Closing* (compreso tra il 2 e il 31 luglio 2012); se l'importo relativo alla posizione finanziaria netta è positivo Parmalat paga l'ammontare a Bsa, se negativo Bsa corrisponde a Parmalat tale importo. Comunque, il pagamento è effettuato entro quindici

---

<sup>63</sup> Parmalat, Comunicato stampa, Approvata l'operazione di acquisizione di Lactalis American Group Inc, 22 maggio 2012, <http://www.euroborsa.it/pdf/0754-45-2012p.pdf>

<sup>64</sup> Parmalat, Documento Informativo relativo all'acquisizione di Lactalis American Group Inc, 29 maggio 2012, [http://www.parmalat.com/it/corporate\\_governance/come\\_amministriamo/documento\\_informativo/doc/Documento\\_Informativo\\_e\\_Allegati.pdf](http://www.parmalat.com/it/corporate_governance/come_amministriamo/documento_informativo/doc/Documento_Informativo_e_Allegati.pdf)

giorni successivi alla data di termine per l'eventuale contestazione del corrispettivo prevista quest'ultima entro i venti giorni dall'avvenuta consegna dei documenti finanziari.

Il Prezzo è stato concordato nell'importo di \$ 904 milioni sulla base dell'*Enterprise Value* delle società oggetto di acquisizione stimato al 30 dicembre 2012 (data di chiusura dell'esercizio per le società del Gruppo LAG) nel presupposto che l'EBITDA delle società oggetto di acquisizione per l'esercizio 2012 sia pari a \$ 95,2 milioni. L' EBITDA è dato da:

Risultato operativo netto

+ Ammortamenti e svalutazioni di immobilizzazioni

– Proventi (oneri) non ricorrenti e non riconducibili alla gestione ordinaria.

Qualora l'*Enterprise Value* delle società oggetto di acquisizione alla data del 30 dicembre 2012 risultasse di importo diverso da \$ 904 milioni, in dipendenza di un EBITDA di importo diverso da \$ 95,2 milioni, il prezzo viene rettificato, in aumento o in diminuzione, al fine di riflettere l'importo effettivo dell'*Enterprise Value*, fermo restando tuttavia che valori di *Enterprise Value* superiori a \$ 960 milioni e inferiori a \$ 760 milioni non sono considerati ai fini dell'aggiustamento del prezzo.

### **3.5. Le contestazioni seguite all'acquisizione**

Il 27 giugno 2012 il Consiglio di Amministrazione di Parmalat ha pubblicato un documento di integrazione al Documento Informativo<sup>65</sup> in risposta alla richiesta della Consob, comunicata con nota il 20 giugno 2012, formulata ai sensi dell'art. 114, comma 5, del TUF, con cui l'Autorità ha chiesto ulteriori informazioni in merito all'operazione di acquisizione di Lactalis American Group. Il 25 luglio 2012 la Consob ha reclamato, ai sensi del già citato articolo 114, comma 5, del TUF, ulteriori chiarimenti al Collegio Sindacale in merito al rispetto da parte di Parmalat della procedura adottata per garantire “la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale” dell'operazione di acquisizione

---

<sup>65</sup> Parmalat, Integrazione al Documento Informativo, [http://www.parmalat.net/it/corporate\\_governance/come\\_amministriamo/documento\\_informativo/doc/Integrazion\\_e%20al%20Documento%20Informativo.pdf](http://www.parmalat.net/it/corporate_governance/come_amministriamo/documento_informativo/doc/Integrazion_e%20al%20Documento%20Informativo.pdf)

di LAG. Nella Relazione del Collegio Sindacale<sup>66</sup>, in risposta alla Consob, pubblicata il 31 luglio 2012, l'organo di controllo dà piena approvazione all'operazione, evidenziando i numerosi benefici che Parmalat potrà ottenere a seguito della stessa: il Collegio Sindacale di Parmalat sostiene che esistono interessi sostanziali per la società acquirente di LAG, Lactalis Brasile e Lactalis Messico. L'interesse della società di Collecchio nell'acquisizione delle società americane del Gruppo Lactalis è motivato principalmente dalla possibilità di espandere il proprio mercato anche verso il mercato lattiero-caseario statunitense, dall'ampliamento del portafoglio prodotti includendo quindi anche formaggi freschi commercializzati appunto da LAG, dalla strategica possibilità di sfruttare i canali distributivi e di approvvigionamento già presenti in Canada, negli Stati Uniti e in Sud America. Di fondamentale rilevanza vengono considerate le sinergie tra le società coinvolte nell'operazione, sia dal punto di vista dell'incremento dei ricavi e sia per la diminuzione dei costi complessivi.

In data 8 ottobre 2012, Parmalat ha ricevuto il provvedimento del Tribunale di Parma, il quale fissa l'udienza per la trattazione in Camera di consiglio e per la comparizione delle parti nel procedimento sull'acquisto di Lactalis Usa<sup>67</sup>. Il procedimento ex art. 2409<sup>68</sup>

---

<sup>66</sup> Parmalat, Relazione del Collegio Sindacale contenente valutazioni in merito alla operazione di acquisizione di LAG,

[http://www.parmalat.com/it/corporate\\_governance/come\\_amministriamo/documento\\_informativo/doc/Relazione%20Collegio%20Sindacale.pdf](http://www.parmalat.com/it/corporate_governance/come_amministriamo/documento_informativo/doc/Relazione%20Collegio%20Sindacale.pdf)

<sup>67</sup> "Parmalat: 26 ottobre udienza al tribunale Parma su vicenda Lag", Il Sole 24 ore, 8 ottobre 2012, <http://archivio-radiocor.ilsole24ore.com/articolo-1114187/parmalat-26-ottobre-udienza/>, data di consultazione 13 luglio 2015

<sup>68</sup> Art. 2409 c.c. "Denuncia al tribunale":

- (1) Se vi è fondato sospetto che gli amministratori, in violazione dei loro doveri, abbiano compiuto gravi irregolarità nella gestione che possono arrecare danno alla società o a una o più società controllate, i soci che rappresentano il decimo del capitale sociale o, nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, il ventesimo del capitale sociali possono denunciare i fatti al tribunale con ricorso notificato anche alla società. Lo statuto può prevedere percentuali minori di partecipazione.
- (2) Il tribunale, sentiti in camera di consiglio gli amministratori e i sindaci, può ordinare l'ispezione dell'amministrazione della società a spese dei soci richiedenti, subordinandola, se del caso, alla prestazione di una cauzione. Il provvedimento è reclamabile.
- (3) Il tribunale non ordina l'ispezione e sospende per un periodo determinato il procedimento se l'assemblea sostituisce gli amministratori e i sindaci con soggetti di adeguata professionalità, che si attivano senza indugio per accertare se le violazioni sussistono e, in caso positivo, per eliminarle, riferendo al tribunale sugli accertamenti e le attività compiute.
- (4) Se le violazioni denunciate sussistono ovvero se gli accertamenti e le attività compiute ai sensi del terzo comma risultano insufficienti alla loro eliminazione, il tribunale può disporre gli opportuni provvedimenti provvisori e convocare l'assemblea per le conseguenti deliberazioni. Nei casi più gravi può revocare gli amministratori ed eventualmente anche i sindaci e nominare un amministratore giudiziario, determinandone i poteri e la durata.
- (5) L'amministratore giudiziario può proporre l'azione di responsabilità contro gli amministratori e i sindaci. Si applica l'ultimo comma dell'articolo 2393.

del codice civile riguarda l'ipotesi di gravi irregolarità nell'adempimento dei doveri degli amministratori e dei sindaci che possono arrecare danno alla società. De Lillo Emilio scrive: “ Subito dopo il perfezionamento dell'operazione, i nuovi consiglieri di minoranza<sup>69</sup>, appena nominati nell'organo di amministrazione della Parmalat dall'assemblea degli azionisti (che aveva subito un rinvio di alcune settimane), avevano presentato sulla delibera in questione un esposto alla Consob, al quale conseguiva l'avvio di un procedimento amministrativo per la violazione dei compiti dell'organo di controllo alla società quotata. Da qui, anche alla luce dell'iniziativa avanzata da un azionista di minoranza ( il fondo Amber Capital L.P.), la Procura della Repubblica ha presentato un esposto al Tribunale, ravvisando nell'operazione “un'acquisizione a debito finalizzata al trasferimento della liquidità della controllata Parmalat S.p.a. alla controllante BSA S.A., mediante il pagamento di un corrispettivo di gran lunga superiore rispetto a quello congruo”. Il Tribunale, ad esito di un'interessante disamina del caso, riconosce gli estremi di operazioni irregolari compiute dall'organo di amministrazione della società quotata e dispone la nomina di un commissario *ad acta*”<sup>70</sup>.

Procedendo per gradi, l'11 novembre 2012 i Nuclei di Polizia Tributaria di Parma e Bologna della Guardia di Finanza hanno avviato, negli uffici della società, una perquisizione disposta dalla Procura della Repubblica presso il Tribunale di Parma per acquisire documentazione riguardante l'operazione di acquisto di LAG. La stampa, a riguardo, riportava: “ Nell'ambito dell'inchiesta, coordinata dal pm Lucia Russo, questa mattina gli uomini della Guardia di Finanza hanno eseguito perquisizioni e sequestri presso Parmalat, Gruppo Lactalis Italia, Pricewaterhouse Coopers, Mediobanca- Banca Credito Finanziario e Studio legale d'Urso Gatti e Bianchi. Proprio in relazione alla Pwc,

- 
- (6) Prima della scadenza del suo incarico l'amministratore giudiziario rende conto al tribunale che lo ha nominato; convoca e presiede l'assemblea per la nomina dei nuovi amministratori e sindaci o per proporre, se del caso, la messa in liquidazione della società o la sua ammissione ad una procedura concorsuale.
  - (7) I provvedimenti previsti da questo articolo possono essere adottati anche su richieste del collegio sindacale, del consiglio di sorveglianza o del comitato per il controllo sulla gestione, nonché, nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, del pubblico ministero; in questi casi le spese per l'ispezione sono a carico della società.

<sup>69</sup> In data 24 aprile 2012, in occasione del rinnovo del Consiglio di Amministrazione, entrano nel nuovo CdA due rappresentanti delle minoranze azionarie, presentati nella lista del Fondo di investimento Amber, Umberto Mosetti e Antonio Mastrangelo.

<sup>70</sup> Cfr. DE LILLO E., Le misure di controllo delle operazioni con parti correlate irrompono nella valutazione delle irregolarità di gestione di una società quotata, Rivista trimestrale di diritto dell'economia, 2013, fascicolo 3, parte 2, pp. 142-143



la società ha precisato di rivestire il ruolo di revisore legale di Parmalat, per cui ha specificato che il suo coinvolgimento è legato all'acquisizione di documentazione pertinente alla citata attività di revisione svolta sui bilanci del gruppo di Collecchio. Il fascicolo punta ad accertare se ci sono responsabilità penali in carico agli amministratori e ai dirigenti di Parmalat sulle modalità che hanno portato all'acquisto di Lactalis Usa da parte della società ducale. In particolare, la contestazione di appropriazione indebita riguarda la possibilità che dei dirigenti del gruppo abbiano permesso agli amministratori di realizzare una operazione facendo una spesa che non avrebbero dovuto fare. L'inchiesta della procura corre parallela a una ispezione civile, avviata nei mesi scorsi nel Tribunale di Parma, sulla scorta di un esposto di alcuni azionisti di minoranza della stessa Parmalat, come aveva comunicato la società l'8 ottobre scorso. Nell'ambito di questo procedimento civile si è tenuta una prima udienza il 26 ottobre per la trattazione in camera di consiglio e per la comparizione delle parti nel procedimento che ha appunto come oggetto l'acquisto di Lactalis Usa. Nel corso di quella prima udienza davanti al presidente del Tribunale, Roberto Piscopo, erano presenti il cda e il collegio sindacale al completo, compresi il presidente di Parmalat, Franco Tatò, l'amministratore delegato Yvon Guerin, e il rappresentante delle minoranze, Umberto Mosetti. Il tribunale in quella occasione ha nominato, su richiesta della società e come prevede la procedura, Alberto Guiotto come curatore speciale a cui spetta rappresentare Parmalat e fare da raccordo tra il tribunale e gli amministratori<sup>71</sup>.

Il 25 gennaio 2013, Parmalat ha comunicato: “in data odierna si è tenuto, con la Presidenza del dott. Francesco Tatò, il Consiglio di Amministrazione che, a maggioranza, con il voto contrario del Consigliere dott. Antonio Aristide Mastrangelo, ha deciso, per quanto di sua competenza, di nominare un Collegio di esperti indipendenti in relazione all'aggiustamento del prezzo di acquisto di LAG, in linea con quanto deciso ieri, secondo la procedura con parti correlate, dal Comitato per il Controllo Interno, la Gestione dei Rischi e per la *Corporate Governance*. Il Collegio, composto dal prof. Mario Cattaneo, professore emerito dell'Università Cattolica di Milano, prof. Paolo Andrei, ordinario presso l'Università di Parma e prof. Marco Ziliotti, associato presso l'Università di Parma,

---

<sup>71</sup> “Parmalat: perquisizioni e sequestri su acquisto Lactalis Usa – FOCUS”, Corriere della Sera, 11 dicembre 2012, [http://www.corriere.it/notizie-ultima-ora/Economia/Parmalat-perquisizioni-sequestri-acquisto-Lactalis-Usa-FOCUS/11-12-2012/1-A\\_004154091.shtml](http://www.corriere.it/notizie-ultima-ora/Economia/Parmalat-perquisizioni-sequestri-acquisto-Lactalis-Usa-FOCUS/11-12-2012/1-A_004154091.shtml), data di consultazione 13 luglio 2015

fornirà assistenza al Consiglio e al Comitato nelle valutazioni per la determinazione dell'eventuale aggiustamento prezzo e per l'eventuale esercizio delle garanzie contrattuali a favore di Parmalat previsti dal contratto di acquisizione di LAG<sup>72</sup>. Di seguito, in data 28 febbraio, la Procura di Parma ha chiesto che venisse revocato il Cda di Parmalat e nominato un amministratore giudiziario per arrivare alla dichiarazione di nullità o di annullamento del contratto di acquisto di Lactalis Usa, nell'ambito del processo civile in corso a Parma<sup>73</sup>. A spingere la procura di Parma a chiedere tale provvedimento sono state alcune email da cui emergono il conflitto di interessi dell'*advisor* Mediobanca e le pressioni sulla stessa Mediobanca per l'approvazione dell'operazione nei tempi e nei modi favorevoli al completamento dell'acquisizione<sup>74</sup>.

Il 14 marzo 2013 il Consiglio di Amministrazione ha approvato la proroga di taluni termini previsti per la procedura di aggiustamento del prezzo nel contratto di acquisizione di LAG<sup>75</sup>. Di fatto, la società già nel precedente comunicato avevano riscontrato che nonostante il contratto di acquisto prevedeva che l'acquirente dovesse inviare entro il 29 marzo 2013 l'eventuale contestazione scritta del contenuto dei *Price Adjustment Financial Statements* e del *Price Adjustment Calculation Certificate* ricevuti in data 1° marzo 2013, tali termini invece non erano compatibili con i tempi tecnici necessari per lo svolgimento delle verifiche connesse ai mandati conferiti a Pricewaterhouse Coopers e al Collegio di Esperti indipendenti. Per effetto della modifica contrattuale tale termine è stato quindi prorogato al 10 maggio 2013, estendendo altresì al 31 maggio 2013 (in luogo del 15 aprile 2013) la data entro la quale, in caso di invio della contestazione scritta da parte dell'acquirente, le parti dovranno trovare un accordo. Nei termini del contratto è inoltre previsto che qualora le parti non fossero in grado di trovare un accordo, l'eventuale aggiustamento del prezzo è calcolato da una società di revisione indipendente, diversa da quella dell'acquirente e del venditore, scelta di comune accordo tra le parti o, in mancanza, dal Tribunale di Milano. In pari data, il Consiglio ha confermato l'intenzione,

---

<sup>72</sup> Comunicato stampa Parmalat del 25 gennaio 2013, [http://www.parmalat.net/attach/content/3902/2013\\_01\\_25\\_ITA.pdf](http://www.parmalat.net/attach/content/3902/2013_01_25_ITA.pdf)

<sup>73</sup> "PUNTO 3- Parmalat, procura chiede annullamento acquisto LAG", Reuters, 28 febbraio 2013, <http://it.reuters.com/article/itEuroRpt/idITL6N0BSBQB20130228>

<sup>74</sup> "Parmalat, chiesto no a LAG per "conflitto interessi Mediobanca, pressioni Lactalis" – fonte", Reuters, 1 marzo 2013, <http://it.reuters.com/article/itEuroRpt/idITL6N0BTB1E20130301?pageNumber=1&virtualBrandChannel=0>

<sup>75</sup> Comunicato stampa Parmalat del 14 marzo 2013, [http://www.parmalat.net/attach/content/3948/2013\\_03\\_14\\_ITA.pdf](http://www.parmalat.net/attach/content/3948/2013_03_14_ITA.pdf)

già manifestata dal Comitato per il Controllo Interno, la Gestione dei Rischi e per la *Corporate Governance*, di far valere, oltre ai diritti derivanti dall'esito delle verifiche in corso, i diritti di ottenere una riduzione del prezzo di acquisto contrattualmente garantiti a Parmalat nei casi previsti di differenza tra le spese di marketing consuntivate rispetto a quelle di budget.

Il 29 marzo 2013 il Tribunale di Parma si è pronunciato sulla vicenda e ha nominato un commissario *ad acta* con compiti ispettivi e di supervisione per Parmalat, ordinando di fatto la rimozione del collegio sindacale in carica al momento dell'acquisizione di Lactalis American Group. Nel suo dispositivo, depositato in pari data in cancelleria, il Tribunale aggiunge di avere il "fondato sospetto" che l'acquisizione sia stata "programmaticamente dannosa per Parmalat, in quanto scientemente volta all'imputazione in capo a quest'ultima di una perdita consistita nella maggiorazione del valore delle società acquisite rispetto a quello di mercato, al fine di consentire alla capogruppo (Lactalis) di far fronte alle scadenze più prossime nel tempo del prestito contratto" per l'opera della stessa Parmalat<sup>76</sup>. "Il tribunale, pur precisando che il CdA conserva i poteri di "ordinaria e straordinaria amministrazione", gli affianca Angelo Manaresi, professore dell'università di Bologna con incarichi "ispettivi e di supervisione", il quale a partire dal 3 aprile si "adoperi in modo pieno e tempestivo per accertare eventuali indici rivelatori della non veridicità dei dati storici forniti e/o della non ragionevolezza dei risultati prospettici assunti nella *due diligence*", indicando eventuali interventi correttivi sul prezzo. Il commissario Manaresi – che entro il 15 maggio e il 15 giugno dovrà presentare due relazioni – dovrà anche verificare che, nel caso venga stabilito e accertato che deve esserci uno sconto sul prezzo, il CdA di Parmalat "si adoperi per ottenere la restituzione di quanto dovuto entro un termine ragionevole e con le migliori garanzie". Il tribunale ha poi inibito dalle cariche il consigliere Antonio Sala, che non potrà più partecipare ai prossimi consigli, e i sindaci Alfredo Malguzzi e Roberto Cravero che sono esclusi dai lavori del collegio sindacale sino alla prossima assemblea dei soci che dovrà essere convocata per sostituirli. Infine il tribunale ha ordinato al consigliere Marco Reboa, che in passato era stato sindaco di Galbani, Big e Lactalis Italia di uscire dal comitato per le operazioni con parti correlate,

---

<sup>76</sup> "Parmalat, tribunale nomina commissario ad acta", Reuters, 29 marzo 2013, <http://borsaitaliana.it.reuters.com/article/foreignNews/idITL5N0CL1IE20130329>

per essere sostituito da un amministratore che abbia i requisiti dell'indipendenza. La procura di Parma aveva chiesto la revoca dell'intero CdA e la nomina di un amministratore giudiziario per arrivare all'annullamento dell'intera operazione. Il tribunale di primo grado ha deciso diversamente, ma questa resta la sentenza del giudice più incisiva mai vista in Italia, e crea i presupposti perché come minimo Parmalat ottenga un forte sconto rispetto a quanto pagato per LAG<sup>77</sup>.

Il 22 maggio 2013 Parmalat ha pubblicato la documentazione di supporto sulla revisione del contratto come richiesto dalla Consob il 16 maggio 2013<sup>78</sup>. Pricewaterhouse Coopers, nominata dal CdA di Parmalat per affiancare un gruppo di tre esperti per definire l'aggiustamento del prezzo di acquisto, ha rilasciato una relazione<sup>79</sup> in cui ritiene che l'EBITDA del gruppo Lactalis American Group sia da rivedere al ribasso a 93,1 milioni di dollari dai precedenti 96,1 milioni e quantifica in 13,3 milioni di dollari la differenza tra le spese di marketing previste e quelle effettivamente realizzate dalla società Usa. Gli aggiustamenti riguardano poste non ricorrenti, tra i quali 1,9 milioni relativi a rilasci a conto economico di fondi accantonati in anni precedenti, per un ammontare di 1,9 milioni. A questo proposito, gli Esperti Indipendenti hanno ritenuto opportuno considerare in maniera prudentiale una misura pari al 50% di tali aggiustamenti, per un importo di \$ 0,9 milioni. Il risultato conclusivo cui è pervenuto il Collegio è pertanto un EBITDA pari a \$ 92,2 milioni, corrispondente al risultato raggiunto da Pwc, cioè \$ 93,1 milioni al quale sono state sottratte rettifiche per \$ 0,9 milioni<sup>80</sup>. Anche il Comitato per le Operazioni con Parti Correlate ha formulato un proprio parere<sup>81</sup>, discostandosi leggermente sia dall'opinione di Pwc sia dal Collegio degli Esperti Indipendenti: partendo dall'EBITDA rettificato per \$ 93,3 milioni, risultato raggiunto da Pwc, il Comitato ha effettuato uno storno per \$ 0,65 milioni. Il Comitato ha concordato con gli Esperti Indipendenti

---

<sup>77</sup> Cfr. PIERI V., materiali didattico corso bilancio consolidato Università "Roma Tre" a.a. 2013/2014

<sup>78</sup> [http://www.parmalat.net/it/investor\\_relations/acquisizioni\\_dismissioni/acquisizione\\_LAG/](http://www.parmalat.net/it/investor_relations/acquisizioni_dismissioni/acquisizione_LAG/)

<sup>79</sup> Relazione "Project Paloma III. Price adjustment report" rilasciata da Pricewaterhouse Coopers in data 15 aprile 2013, [http://www.parmalat.com/it/corporate\\_governance/come\\_amministriamo/documento\\_informativo/doc/PwC%20Project%20Paloma%20III%20-%20Price%20adjustment%20Report.pdf](http://www.parmalat.com/it/corporate_governance/come_amministriamo/documento_informativo/doc/PwC%20Project%20Paloma%20III%20-%20Price%20adjustment%20Report.pdf)

<sup>80</sup> Relazione rilasciata dal Collegio degli Esperti Indipendenti, 30 aprile 2013, [http://www.parmalat.com/it/corporate\\_governance/come\\_amministriamo/documento\\_informativo/doc/Relazione\\_Collegio\\_Esperti\\_indipendenti.pdf](http://www.parmalat.com/it/corporate_governance/come_amministriamo/documento_informativo/doc/Relazione_Collegio_Esperti_indipendenti.pdf)

<sup>81</sup> Parere rilasciato dal Comitato per le Operazioni con Parti Correlate ai sensi dell'art.8 del Regolamento Consob n. 17221 del 12 marzo 2010, 10 maggio 2013, [http://www.parmalat.com/it/corporate\\_governance/come\\_amministriamo/documento\\_informativo/doc/Parere%20rilasciato%20dal%20Comitato%20OPC.pdf](http://www.parmalat.com/it/corporate_governance/come_amministriamo/documento_informativo/doc/Parere%20rilasciato%20dal%20Comitato%20OPC.pdf)

nell'affermare che lo scostamento delle spese di marketing non rientrava nei canoni dell'*ordinary course of business* e delle *best management practices*; come scostamento delle spese di marketing viene considerata per LAG l'intera somma pari a \$ 12,6 milioni, oltre a \$ 0,7 milioni per LINT, per una differenza complessiva tra spese preventivate e consuntive pari a \$ 13,3 milioni. In conclusione, l'EBITDA calcolato dal Comitato per le Operazioni con Parti Correlate è risultato di \$ 80,4 milioni, per un *Enterprise Value* di \$ 763,90 milioni. Il risultato a cui il Comitato è pervenuto implica un aggiustamento del prezzo a favore di Parmalat per circa \$ 140 milioni.

Il 30 maggio 2015 Parmalat ha rilasciato un comunicato stampa sulla definizione del *Price Adjustment* per acquisizione LAG in cui informa che: “L'ammontare di 130 milioni di USD rappresenta l'importo definitivo del *Purchase Price Adjustment* ai sensi della clausola 2.3.3 (c) del contratto di acquisto, determinando l'*Enterprise Value* definitivo in 774 milioni di USD”<sup>82</sup>. “La Repubblica” ha commentato: “Parmalat e Lactalis hanno raggiunto un accordo sull'aggiustamento del prezzo di acquisto da parte del gruppo italiano di LAG (Lactalis American Group). E' quanto emerge dal consiglio di amministrazione di Parmalat che si è tenuto nel pomeriggio. La società francese della famiglia Besnier (controllante anche di Parmalat) dovrebbe restituire circa 130 milioni di dollari alla società di Collecchio, abbassando così il prezzo pagato per l'acquisto del gruppo americano. Parmalat aveva chiesto un aggiustamento del prezzo massimo di 144 milioni di dollari, alla luce del parere del collegio degli esperti indipendenti e dell'analisi di Pricewaterhouse Coopers dell' EBITDA della società oggetto di acquisizione”<sup>83</sup>. “ Il gruppo italiano aveva contestato il prezzo per LAG (calcolato sulla base dell'EBITDA atteso nel 2012) lo scorso 10 maggio. Le analisi dei suoi consulenti avevano, infatti, appurato che il margine operativo lordo di LAG a consuntivo era stato “gonfiato” attraverso un taglio di circa 13 milioni delle spese di marketing messe a *budget* per sostenere un aggressivo piano di sviluppo rimasto invece lettera morta. L'accordo è passato a maggioranza in Consiglio di Amministrazione e nel Comitato Parti Correlate per il voto contrario di Umberto Mosetti, numero uno di Amber in Italia, e del commercialista

---

<sup>82</sup> Parmalat, Definizione del Price Adjustment per acquisizione LAG, 30 maggio 2013, [http://www.parmalat.net/attach/content/4108/2013\\_05\\_30\\_ITA.pdf](http://www.parmalat.net/attach/content/4108/2013_05_30_ITA.pdf)

<sup>83</sup> “Lactalis Usa, Besnier rende 130 mln di dollari a Parmalat”, La Repubblica, 30 maggio 2013, [http://www.repubblica.it/economia/finanza/2013/05/30/news/lactalis\\_usa\\_besnier\\_rende\\_130\\_mln\\_di\\_dollari\\_a\\_parmalat-59998439/](http://www.repubblica.it/economia/finanza/2013/05/30/news/lactalis_usa_besnier_rende_130_mln_di_dollari_a_parmalat-59998439/)

Antonio Mastrangelo, che pretendevano che Lactalis riconoscesse a Parmalat tutti i 144 milioni di dollari chiesti lo scorso 10 maggio quando è stata avviata la procedura di contestazione. Alla fine la maggioranza del CdA ha accettato la proposta di Parigi. Il prezzo finale per la società americana è così sceso a 827 milioni di dollari (774 al netto della cassa di LAG)<sup>84</sup>.

L'aggiustamento del corrispettivo, stabilito pari alla somma finale di \$ 774 milioni, a cui sono giunte le parti non è stato ritenuto adeguato da parte del Prof. Manaresi che nella relazione pubblicata il 14 giugno 2013<sup>85</sup> ha osservato: “Qualora si volesse applicare integralmente il contratto, nella componente in cui si lega l'aggiustamento del prezzo di acquisizione all'EBITDA 2012 rilevato a consuntivo, dovremmo modificare al ribasso questo valore. Considerando la negoziazione raggiunta tra Parmalat e il gruppo Lactalis di una normalizzazione dell'EBITDA 2012 secondo le clausole previste dal contratto (USD 904 milioni meno USD 130 milioni di aggiustamento = USD 774 milioni, che diviso per 9,5 fornisce USD 81,47 milioni di EBITDA 2012 normalizzato), e riproducendo integralmente il ragionamento di cui sopra (cioè valore *stand-alone* di LAG e LINT calcolato dai multipli 2012 attesi, applicazione dello sconto per la liquidità e dimensione, più le sinergie di acquisizione) si perviene ad un valore finale di USD 623,15 milioni (cioè USD 81,4 milioni moltiplicati per il multiplo di 7,65)”. In concreto, il Prof. Manaresi, dividendo l'*Enterprise Value* concordato dalle parti in \$ 774 milioni per il multiplo 9,5, ha ottenuto il valore dell'EBITDA 2012 normalizzato pari a \$ 81,47 milioni; moltiplicando quest'ultimo valore per il multiplo effettivo 7,65 ottenuto dallo stesso Commissario, l'*Enterprise Value* calcolato è stato pari a \$ 623,15 milioni. Nella Relazione del 9 settembre 2013 il Commissario *ad acta*, inoltre, ha messo in dubbio il carattere di indipendenza di Mediobanca, che ha ricoperto allo stesso tempo la posizione di *advisor* finanziario dell'acquirente e di creditore dei venditori: Mediobanca è stata selezionata dal Comitato per il Controllo Interno e la *Corporate Governance* di Parmalat quale consulente finanziario esterno per l'operazione di acquisizione; al momento della scelta effettuata dalla società all'inizio del 2012, l'istituto finanziario partecipava, assieme ad altri, ad un

---

<sup>84</sup> Cfr. PIERI V., materiale didattico del corso di bilancio consolidato Università “Roma Tre” a.a. 2013/2014

<sup>85</sup> Parmalat, Relazione del Commissario ad acta Prof. Angelo Manaresi, 14 giugno 2013, cit. pp.37-38, [http://www.parmalat.com/it/corporate\\_governance/come\\_amministriamo/documento\\_informativo/doc/Relazione\\_Commissario\\_Acta\\_2.pdf](http://www.parmalat.com/it/corporate_governance/come_amministriamo/documento_informativo/doc/Relazione_Commissario_Acta_2.pdf)

finanziamento concesso al Gruppo Lactalis per la promozione dell'offerta pubblica di acquisto sulla totalità delle azioni di Parmalat, realizzata nel 2011. La conclusione dell'analisi del Prof. Manaresi è che la valutazione rilasciata da Mediobanca abbia provocato effetti negativi per Parmalat<sup>86</sup>. Il Collegio degli Esperti Indipendenti, al contrario, ha confermato l'indipendenza di Mediobanca sulla base del processo di selezione quale *advisor* finanziario e, a posteriori, sulla base del lavoro di analisi portato a termine con diligenza e professionalità; la partecipazione al finanziamento del Gruppo Lactalis, per una quota pari al 6% sul totale, non viene considerata influente per il carattere di indipendenza del consulente finanziario. L'apporto di Mediobanca è stato considerato dagli Esperti Indipendenti come un elemento di tutela a favore di Parmalat nel corso delle trattative, che altrimenti si sarebbero potute svolgere a netto svantaggio dell'acquirente, dato il maggior potere decisionale di Lactalis ai vertici della società. Riguardo alle critiche insorte a proposito dell'indipendenza di Mediobanca sulla circostanza della contemporaneità dei due incarichi ad essa affidati, la consulenza per l'operazione e la redazione della *fairness opinion* sul corrispettivo stesso, gli Esperti hanno ammesso che sarebbe stato meglio affidare il secondo incarico ad un altro ente indipendente<sup>87</sup>. Il comunicato stampa di Parmalat del 23 settembre 2013 riporta: "Il Collegio degli Esperti, ad esito dell'indagine condotta in chiave metodologica e con la dichiarata esclusione di nuove valutazioni attinenti ai risultati di merito, ha concluso che il processo seguito per la valutazione risulta conforme a quello di mercato, così come il processo di determinazione del prezzo finale della transazione e pertanto non ha rilevato sintomi di danno per Parmalat in relazione all'operazione esaminata. Il Consiglio a maggioranza, prendendo atto dell'autorevole conferma che non vi è stato danno per Parmalat, ha dunque ribadito che l'operazione è stata condotta con l'obiettivo di creare valore per il Gruppo Parmalat nell'interesse di tutti gli azionisti, come d'altronde evidenziato dai risultati conseguiti e dal significativo miglioramento dei principali indicatori economico-finanziari a seguito dell'acquisizione, nonché dall'aumento della

---

<sup>86</sup> Parmalat, Relazione del Commissario ad acta Prof. Angelo Manaresi, 9 settembre 2013, [http://www.parmalat.com/it/corporate\\_governance/come\\_amministriamo/documento\\_informativo/doc/2013\\_09\\_16\\_relazione%20manaresi.pdf](http://www.parmalat.com/it/corporate_governance/come_amministriamo/documento_informativo/doc/2013_09_16_relazione%20manaresi.pdf)

<sup>87</sup> Parmalat, Relazione del Prof. Mario Cattaneo, del Prof. Paolo Andrei e del Prof. Marco Ziliotti in esecuzione dell'incarico conferito dal Consiglio di Amministrazione di Parmalat S.P.A. con delibera del 24 giugno 2013, 20 settembre 2013, [http://www.parmalat.com/it/corporate\\_governance/come\\_amministriamo/documento\\_informativo/doc/2013\\_09\\_23\\_Relazione%20Collegio%20Esperti%20indipendenti.pdf](http://www.parmalat.com/it/corporate_governance/come_amministriamo/documento_informativo/doc/2013_09_23_Relazione%20Collegio%20Esperti%20indipendenti.pdf)

capitalizzazione di Borsa cresciuta ben oltre la media dei titoli quotati contenuti nel paniere dell'indice FTSE MIB<sup>88</sup>.

### 3.6. Le prime conclusioni dei procedimenti attivati

La Sezione Civile del Tribunale Ordinario di Parma ha emesso in data 11 novembre 2013 un decreto<sup>89</sup> riguardo le irregolarità riscontrate nell'ambito del processo di acquisizione da parte di Parmalat Spa delle società Lactalis American Group, Lactalis Brasile e Lactalis Messico.

“Parmalat comunica che, a conclusione del procedimento ex art. 2409 cod. civ. promosso dal Procuratore della Repubblica presso il Tribunale di Parma, il Tribunale stesso, con decreto depositato in data 11 novembre 2013:

- Non ha accolto la richiesta di revocare il Consiglio di Amministrazione e di nominare un Commissario Giudiziale per l'esercizio di azioni risarcitorie;
- Ha disposto la sostituzione - con le modalità previste dal combinato disposto degli artt. 2386 cod. civ. ed 11 dello statuto sociale di Parmalat – del consigliere Marco Reboa, già Presidente del Comitato per le Operazioni con Parti Correlate, condannando, inoltre, al pagamento delle spese processuali e del compenso per il Commissario *ad acta* Prof. Manaresi alcuni amministratori (Marco Reboa e Antonio Sala) nonché il Collegio Sindacale in carica all'epoca dei fatti oggetto della decisione del Tribunale<sup>90</sup>.

Nel Decreto si legge: “ molteplici sono i profili di irregolarità ascrivibili agli amministratori di Parmalat S.p.A.:

- La condotta pervicacemente e sistematicamente violativa della disciplina in materia di conflitto di interessi e operazioni con parti correlate, solo

---

<sup>88</sup> Parmalat, Gli Esperti Indipendenti confermano la correttezza del processo valutativo seguito da Parmalat nell'acquisizione di LAG, comunicato stampa, 23 settembre 2013, [http://www.parmalat.net/attach/content/4245/2013\\_09\\_23\\_ITA.pdf](http://www.parmalat.net/attach/content/4245/2013_09_23_ITA.pdf)

<sup>89</sup> Parmalat, Decreto del Tribunale Ordinario di Parma, Sezione Civile, 11 novembre 2013, [http://www.parmalat.com/it/corporate\\_governance/come\\_amministriamo/documento\\_informativo/doc/Decr%20Trib%20Parma%2011%20novembre%202013.pdf](http://www.parmalat.com/it/corporate_governance/come_amministriamo/documento_informativo/doc/Decr%20Trib%20Parma%2011%20novembre%202013.pdf)

<sup>90</sup> “ Parmalat: Tribunale di Parma dispone la sostituzione del consigliere Marco Reboa”, 12 novembre 2013, LA STAMPA, [http://finanza.lastampa.it/Notizie/0.578467/Parmalat\\_Tribunale\\_di\\_Parma\\_dispone\\_la.aspx?refresh\\_ce](http://finanza.lastampa.it/Notizie/0.578467/Parmalat_Tribunale_di_Parma_dispone_la.aspx?refresh_ce) , data di consultazione 15 luglio 2015



nominalisticamente ossequiata, posta in essere da Yvon Guerin e Antonio Sala, nonché il contributo dell'effettivo esplicarsi della stessa offerto da Marco Reboa;

- L'illecito penale realizzato da Marco Reboa;
- L'incompletezza degli accertamenti espletati in relazione alla ragionevolezza degli assunti prospettici alla base della valutazione delle società acquisite;
- La riduzione degli investimenti in marketing delle società acquisite in contrasto con l'interesse di medio-lungo periodo della società di Collecchio<sup>91</sup>.

Riguardo al comportamento tenuto da Antonio Sala, membro del Consiglio di Amministrazione di Parmalat, il Tribunale ha riscontrato come egli abbia operato in contrasto con quanto previsto dalle norme che disciplinano le operazioni con parti correlate. In particolare, Mediobanca, non ancora incaricata a ricoprire il ruolo di *advisor* indipendente, era stata preventivamente informata da Sala a proposito dell'intenzione di attivare l'acquisizione con il Gruppo Lactalis; Sala ed altri consiglieri, inoltre, ricevevano aggiornamenti sulle attività del Comitato per il Controllo Interno e le Operazioni con Parti Correlate direttamente dal presidente dello stesso Comitato, Marco Reboa. A Sala è stata rivolta anche l'accusa di aver manovrato la scelta dell'*advisor* indipendente a favore di Mediobanca. Le attività irregolari in capo a Sala includono anche contatti con Mediobanca per conto di entrambe Parmalat e Lactalis; per di più, Sala e Reboa si stavano già accordando per definire le modalità di aggiustamento del prezzo di acquisizione. Si è anche rilevato come il consigliere Sala ha tenuto contatti con Mediobanca anche nel corso dello svolgimento dell'incarico assegnato a quest'ultima ricevendo la bozza della *fairness opinion* prima ancora che questa inviata a Parmalat. Il comportamento notevolmente irregolare a danno degli interessi di Parmalat del consigliere Sala sembra fosse a sua volta incoraggiato dal presidente del Comitato per le Operazioni con Parti Correlate Marco Reboa, il quale al contrario avrebbe dovuto assicurare la trasparenza e la correttezza dell'operazione. Altro soggetto cui è stata imputata una condotta irregolare è l'amministratore delegato di Parmalat, Yvon Guerin, il quale ha espresso il proprio parere nel corso delle trattative nonostante fosse in una posizione di conflitto di interessi, in quanto ricopriva la carica di direttore generale di una divisione di Lactalis. Il Tribunale di

---

<sup>91</sup> Parmalat, Decreto del Tribunale Ordinario di Parma, Sezione Civile, 11 novembre 2013, [http://www.parmalat.com/it/corporate\\_governance/come\\_amministriamo/documento\\_informativo/doc/Decr%20Trib%20Parma%2011%20novembre%202013.pdf](http://www.parmalat.com/it/corporate_governance/come_amministriamo/documento_informativo/doc/Decr%20Trib%20Parma%2011%20novembre%202013.pdf), cit. pp. 24-25

Parma ha riferito ancora di documenti, atti e verbali che sarebbero stati appositamente modificati, in particolare da Reboa, con lo scopo di omettere informazioni che avrebbero rispecchiato evidenti irregolarità, compiute appunto da alcuni consiglieri di Parmalat e in primo luogo dal Presidente del Comitato per le Operazioni con Parti Correlate.

Al termine di varie considerazioni, il Decreto del Tribunale di Parma, quindi, ha concluso con le sanzioni previste dalla normativa vigente in merito alle irregolarità riscontrate: per Parmalat è stabilito l'obbligo di far subentrare un altro consigliere al posto di Marco Reboa. Le spese del procedimento, pari a un importo totale di € 90.000, sono corrisposte da Antonio Sala, Marco Reboa, e dai sindaci Mario Stella Richter, Alfredo Malguzzi e Roberto Cravero, considerati tutti solidalmente responsabili. Inoltre per Reboa, Stella Richter, Malguzzi e Cravero è disposta una responsabilità solidale per il pagamento del corrispettivo dovuto al Prof. Manaresi in qualità di commissario *ad acta*.

Nonostante il provvedimento adottato dal Tribunale di Parma, come sopra indicato, il consigliere Marco Reboa è rimasto in carica nel Consiglio di Amministrazione. Con comunicato del 6 dicembre 2013 il CdA ha ritenuto, infatti, che il Decreto non fosse efficace: “ Il Consiglio ha anche esaminato autorevoli pareri legali che hanno confermato che il decreto emesso dal Tribunale di Parma in data 11 novembre 2013 nella procedura di cui all'art. 2409 cod. civ. non è efficace pendendo il relativo reclamo innanzi alla Corte d'Appello competente”<sup>92</sup>. “Marco Reboa e Antonio Sala avevano infatti già impugnato un primo provvedimento del tribunale, su cui l'Appello dovrebbe esprimersi il prossimo 17 gennaio. La stessa Procura di Parma ha presentato reclamo per il decreto che ha respinto la richiesta di scioglimento del cda”<sup>93</sup>.

Inoltre, è importante aggiungere che con delibera n. 18678 la Consob ha disposto una sanzione amministrativa pecuniaria agli ex componenti del Collegio Sindacale Mario Stella Richter, Roberto Cravero e Alfredo Malguzzi<sup>94</sup>. La Consob ha contestato al

---

<sup>92</sup> Comunicato stampa Parmalat, 6 dicembre 2013, [http://www.parmalat.net/attach/content/4274/2013\\_12\\_06\\_ITA.pdf](http://www.parmalat.net/attach/content/4274/2013_12_06_ITA.pdf)

<sup>93</sup> “ Parmalat, Reboa resta nel cda “Decreto tribunale non è efficace””, 6 dicembre 2013, La Repubblica Parma, [http://parma.repubblica.it/cronaca/2013/12/06/news/parmalat\\_decreto\\_tribunale\\_inefficace\\_societ\\_conferma\\_nel\\_cda\\_reboa-72866474/](http://parma.repubblica.it/cronaca/2013/12/06/news/parmalat_decreto_tribunale_inefficace_societ_conferma_nel_cda_reboa-72866474/), data di consultazione 15 luglio 2015

<sup>94</sup> Consob, Delibera n. 18678, Applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie nei confronti dei Sig.ri Mario Stella Richter, Roberto Cravero e Alfredo Malguzzi, già componenti del Collegio Sindacale di Parmalat S.p.A., e, a titolo di responsabilità solidale, nei confronti della medesima Società, per violazione dell'art. 149, comma 1,

Collegio Sindacale di non aver diligentemente vigilato sulla corretta applicazione della disciplina in materia di operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza nell'operazione di acquisizione di LAG, di non aver esercitato con la dovuta applicazione la propria funzione di vigilanza interna e di non aver approfondito i risvolti dell'operazione stessa tenendo conto degli interessi delle società e di tutti gli azionisti. La sanzione deliberata è stata pari a € 60.000 per ognuno dei tre membri del Collegio Sindacale.

In data 25 febbraio 2014 Parmalat ha comunicato: “In apertura della odierna riunione del Consiglio di Amministrazione i Signori Gabriella Chersicla, Francesco Gatti, Yvon Guerin, Marco Jesi, Daniel Jaouen, Marco Reboa, Antonio Sala, Franco Tatò e Riccardo Zingales hanno comunicato le proprie dimissioni dal Consiglio stesso con effetto dall'approvazione del bilancio di esercizio al 31 dicembre 2013. “Diamo le dimissioni – si legge nella lettera da loro firmata - dopo che il decreto del Tribunale di Parma ha respinto la richiesta della Procura della Repubblica di revoca dell'intero Consiglio di Amministrazione. Convinti di aver agito sempre correttamente, assumiamo questa difficile decisione nell'esclusivo interesse della Società al fine di consentirle di operare nuovamente in un clima sereno e costruttivo. Lasciamo un'azienda che nell'ultimo biennio, pur nel difficile frangente attraversato, ha realizzato, sotto la nostra gestione, i migliori risultati della sua storia (grazie anche al contributo più che positivo fornito da LAG in termini di risultato economico) con beneficio per tutti gli azionisti, che hanno visto il titolo apprezzarsi di circa il 39% nel corso del 2013”<sup>95</sup>. In pari data, “Il sole 24 ore” ha aggiunto: “Ed ecco la conseguenza, non banale: dovranno essere presentate nuove liste che i soci dovranno votare in assemblea. A questo punto Amber, il socio di minoranza che ha dato battaglia a Lactalis, rischia di essere estromesso: oggi il fondo attivista americano, salito alla ribalta per le sue battaglie (non sempre disinteressate) di *governance*, ha due consiglieri di minoranza, eletti lo scorso anno. Ma nel frattempo Amber ha venduto il pacchetto di titoli di Parmalat che deteneva: così non potrà presentare una lista di minoranza. Lactalis prende i due classici piccioni con una fava: va

---

lett. a), del d.lgs. 24 febbraio 1998, n.58, 17 ottobre 2013,  
<http://www.consob.it/main/documenti/hidden/afflittivi/pec/mercati/2013/d18678.htm>  
<sup>95</sup> Comunicato stampa Parmalat, 25 febbraio 2014,  
[http://www.parmalat.net/attach/content/4308/2014\\_02\\_25\\_ITA.pdf](http://www.parmalat.net/attach/content/4308/2014_02_25_ITA.pdf)

incontro ai desiderata della Procura e di fatto disinnescata la mina Amber”<sup>96</sup>. A seguito delle dimissioni rassegnate dalla maggioranza dei consiglieri di Parmalat, la società ha presentato alla Corte di appello di Bologna istanza di non luogo a procedere per “cessata materia del contendere”: date le dimissioni dei consiglieri, viene meno il motivo che è alla base del procedimento, visto che la Procura aveva chiesto la revoca del Cda<sup>97</sup>.

Raggiunta una partecipazione dell’84% in Parmalat, Lactalis si è avvalsa del suo potere di maggioranza per modificare a proprio favore lo statuto e nominare, in data 17 aprile 2014 un nuovo Consiglio di Amministrazione di Parmalat, di dimensioni ridotte rispetto al precedente: dei nuovi sette consiglieri, soltanto uno, Umberto Mosetti, è di provenienza italiana, andando così a precludere la possibilità di chiedere autonomamente la convocazione di un consiglio e a ridimensionare il potere di sorveglianza dei soci minori<sup>98</sup>.

Per quanto riguarda il procedimento legale in merito all’acquisizione, l’udienza conclusiva in Corte d’Appello è stata fissata per il 9 maggio 2014: il Tribunale non ha annullato la transazione, tuttavia sono state riscontrate numerose mancanze rispetto alla normativa in vigore in materia di operazioni con parti correlate. Il corrispettivo finale, in seguito all’aggiustamento di \$ 130 milioni in favore di Parmalat, è stato giudicato congruo dal Tribunale di Bologna. Gli atti impugnati sono il Decreto del Tribunale di Parma del 29 marzo 2013 con cui, oltre a nominare il Commissario *ad acta* Manaresi, il Tribunale aveva inibito il consigliere di amministrazione, Antonio Sala a partecipare alle riunioni del Cda di Parmalat, aveva inibito il consigliere Marco Reboa a partecipare al Comitato per le Operazioni con Parti Correlate e sospeso due sindaci, poi sostituiti. Con il Decreto del novembre 2013 era stata respinta la richiesta di azzerare il Consiglio di Amministrazione, come chiedeva la Procura, ma era stato deciso l’allontanamento di Marco Reboa dal Cda, in quanto ritenuto colpevole di un illecito penale consistente nell’ostacolo alla vigilanza, ed erano stati condannati lo stesso Reboa, Antonio Sala e il Collegio Sindacale a pagare le

---

<sup>96</sup> “Parmalat, bufera in cda: si dimettono i manager Lactalis”, Il Sole 24 ore, 25 febbraio 2014, <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2014-02-25/parmalat-si-e-dimessa-maggioranza-consiglio-amministrazione-125001.shtml?uuiid=ABZAJ3y>, data di consultazione 15 luglio 2015

<sup>97</sup> “Lag, Parmalat chiede non luogo a procedere in appello Bologna – Laguardia”, Reuters, 28 febbraio 2014, <http://it.reuters.com/article/itEuroRpt/idITL6N0LX3WI20140228>

<sup>98</sup> V. LIVINI E., “Parmalat, Lactalis zittisce i fondi”, La Repubblica, 18 aprile 2014, <http://ricerca.repubblica.it/repubblica/archivio/repubblica/2014/04/18/parmalat-lactalis-zittisce-i-fondi26.html>, data di consultazione 15 luglio 2015

spese processuali e il compenso del Commissario *ad acta*. Contro il primo provvedimento si sono rivolti alla Corte d'Appello gli amministratori di maggioranza di Parmalat e i sindaci della società, il secondo è stato impugnato da Reboa, con l'intervento dei sindaci, amministratori di maggioranza e Commissario, mentre sul fronte opposta si trova la Procura di Parma<sup>99</sup>. Il procedimento si è definitivamente concluso il 26 maggio 2014, con un giudizio finale espresso dalla Corte d'Appello. “Con decreto depositato il 26 maggio 2014, nell'ambito dei procedimenti per reclamo avverso i decreti emessi il 29 marzo e l'11 novembre 2013 dal Tribunale di Parma ex art. 2409 c.c., la Corte d'Appello di Bologna (i) ha dichiarato il non luogo a provvedere per cessata materia del contendere e, di conseguenza, cessati gli effetti dei citati decreti del Tribunale di Parma e (ii) ha respinto le ulteriori richieste della Procura formulate all'udienza del 9 maggio scorso (segnatamente la revoca dei Consiglieri Antonio Sala e Gabriella Chersicla facenti parte anche dell'attuale Consiglio di Amministrazione e l'assegnazione all'attuale organo amministrativo di Parmalat di un termine adeguato per prendere le opportune iniziative per eliminare le asserite conseguenze negative derivanti dall'operazione di acquisto LAG). La Corte d'Appello di Bologna, in riforma dei provvedimenti di primo grado, ha altresì dichiarato interamente compensate tra le parti le spese di lite di entrambi i gradi di giudizio e posto a carico di Parmalat il compenso al Commissario ad acta Prof. Manaresi. Con il decreto della Corte d'Appello il procedimento ex art. 2409 si è definitivamente concluso, non essendo previsto un ulteriore grado di giudizio”<sup>100</sup>.

### 3.7. Osservazioni Conclusive

Il tema centrale di questo capitolo è stato l'operazione tra parti correlate che si è configurata con l'acquisto da parte di Parmalat delle partecipazioni in Lactalis American Group, Lactalis Brasile e Lactalis Messico. L'operazione rientra tra le operazioni tra parti correlate in quanto sia l'acquirente sia le società venditrici sono sottoposte al controllo della medesima entità, Bsa S.A., che fa parte del Gruppo Lactalis. Il caso in esame è interessante in quanto rappresenta la prima vicenda in cui la normativa in materia di operazioni tra parti correlate viene applicata in maniera compiuta dal Tribunale e dalla

---

<sup>99</sup> “Parmalat, 9 maggio udienza su acquisto Lag”, Milano Finanza, 17 gennaio 2014, <http://www.milanofinanza.it/news/parmalat-9-maggio-udienza-su-acquisto-lag-201401171358493356>, data di consultazione 15 luglio 2015

<sup>100</sup> Comunicato stampa Parmalat, 27 maggio 2014, [http://www.parmalat.net/attach/content/4478/2014\\_05\\_27\\_ITA.pdf](http://www.parmalat.net/attach/content/4478/2014_05_27_ITA.pdf)

Consob con lo scopo di verificare l'esistenza di irregolarità nel rispetto della stessa e comminare sanzioni.

Lo studio dell'operazione di acquisizione di LAG e LINT è stato introdotto con l'individuazione del contesto in cui si colloca la stessa, ovvero il Gruppo Lactalis. Ad oggi, Parmalat fa parte del gruppo francese Lactalis, uno dei colossi mondiali sul mercato lattiero- caseario, presieduto dai membri della famiglia Besnier. Continui acquisti di partecipazioni in Parmalat hanno portato Sofil Sas, società veicolo di Lactalis, a lanciare un'offerta pubblica di acquisto sulla totalità del capitale della società di Collecchio nel 2011, con lo scopo di ampliare ulteriormente il proprio mercato di riferimento, controllando un'importante società del settore. L'operazione si è ufficialmente conclusa l'8 luglio 2011, quando Lactalis ha raggiunto una partecipazione in Parmalat pari all'83%. Nel corso dello stesso anno Parmalat ha aderito al sistema di *cash pooling* del Gruppo Lactalis. Nel paragrafo 3.3 sono stati illustrati gli aspetti essenziali della "Procedura per la disciplina delle Operazioni con Parti Correlate" approvata da Parmalat come domandato dall' art. 4 del Regolamento Consob. A seguito dell'indicazione dei principi cui Parmalat ha accettato di attenersi al fine di assicurare la correttezza e la trasparenza delle operazioni con parti correlate, si è esaminato l'effettivo procedimento seguito nell'approvazione dell'acquisizione in oggetto. In particolare, attraverso la documentazione pubblicata da Parmalat, si è cercato di ricostruire l'attività del Comitato per il Controllo Interno e per la *Corporate Governance*, individuato come il Comitato competente per l'esame delle operazioni con parti correlate, e l'operato del Consiglio di Amministrazione nella valutazione e della deliberazione dell'acquisizione. L'ammontare fissato per il corrispettivo di acquisizione, provvisoriamente pari a \$ 904 milioni a livello di *Enterprise Value*, ha attribuito all'operazione il carattere di maggiore rilevanza. Nel paragrafo successivo sono state esposte le contestazioni ad esito del perfezionamento dell'operazione, dapprima da parte della Consob che si è rifatta al Collegio Sindacale per ulteriori chiarimenti e dettagli sull'acquisizione, e poi da parte del Tribunale di Parma in cui è stato avviato un procedimento ex. art. 2409 c.c. a seguito di un esposto da parte di azionisti di minoranza sulla delibera in questione. Gli esperti chiamati ad esprimere il loro parere hanno ottenuto risultati per l'*Enterprise Value*, sulla base dell'EBITDA rettificato per il 2012, che implicavano un aggiustamento a favore di Parmalat. Le parti sono infine

pervenute ad un aggiustamento definitivo del prezzo per \$ 130 milioni, avendo identificato un *Enterprise Value* pari \$ 774 milioni. Il procedimento civile ha riconosciuto l'efficacia dell'operazione a seguito dell'aggiustamento del prezzo e ha comminato sanzioni previste dalla normativa vigente in capo ai membri del Consiglio di Amministrazione e del Collegio Sindacale in relazione alle irregolarità riscontrate nel loro operato durante la transazione in esame. Successivamente, il giudizio finale della Corte di Appello nel 2014 ha dichiarato la cessazione della materia del contendere in seguito alle dimissioni della maggioranza del CdA anche se restano ancora sospesi i procedimenti penali in capo ai singoli consiglieri e sindaci coinvolti.

Come già detto, l'operazione esaminata rappresenta il primo caso in cui l'applicazione del Regolamento ha sollevato problematiche che hanno portato direttamente l'intervento del Tribunale e della Consob al fine di correggere un'operazione che avrebbe potuto danneggiare gli azionisti di minoranza. Chiaramente, da questa circostanza possono emergere delle osservazioni che verranno trattate nel prossimo capitolo.

### OSSERVAZIONI CONCLUSIVE

Il presente lavoro ha avuto ad oggetto un approfondimento dei complessi presidi che la Consob ha previsto per i processi decisionali che conducono alla conclusione delle operazioni con parti correlate nelle società quotate. L'elaborato si suddivide in due parti: nella prima vengono presentate sinteticamente le principali disposizioni del regolamento Consob; nella seconda parte viene analizzato, sulla base degli elementi divulgati dalla stampa specializzata e dalle società coinvolte, il recente caso dell'acquisizione di partecipazioni infragruppo nel Gruppo Lactalis, nel quale si è assistito ad un durissimo confronto tra azionisti di controllo e azionisti di minoranza focalizzato proprio intorno alla correttezza dell'applicazione della nuova disciplina.

Più in particolare, nel primo capitolo, si è offerta una visione d'insieme della disciplina vigente. Con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 la Consob ha adottato il "Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate" con il quale individua i principi e le regole che le società che fanno appello al mercato del capitale di rischio devono osservare allorché si tratti di decidere del compimento di operazioni con parti correlate. L'iter di approvazione è stato caratterizzato da più consultazioni pubbliche consentendo agli emittenti ed ai loro consulenti di familiarizzare con le nuove norme prima della loro effettiva entrata in vigore. Il Regolamento è stato adottato ai sensi degli articoli 113/ter, 114, 115 e 154/ter del TUF e in attuazione della delega attribuita dall'art. 2391-bis del c.c.; tale ultima norma demanda alla potestà regolamentare della Consob la definizione di principi generali in tema di trasparenza e di correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate, con il fine di rafforzare la tutela degli azionisti di minoranza e più in generale dei creditori, contro il



rischio di eventuali abusi in loro danno nelle operazioni che possono essere utilizzate per il conseguimento di interessi diversi da quelli propriamente sociali. Riguardo al perimetro delle operazioni con parti correlate la Consob ha previsto specifiche nozioni di “parte correlate” e di “operazioni con parte correlata”, che fanno riferimento a quelle contenute nel principio contabile IAS 24 con alcuni adeguamenti al quadro normativo nazionale. Il Regolamento inoltre distingue le operazioni con parti correlate secondo un criterio dimensionale, in base al quale sono modulati il ruolo degli amministratori indipendenti, figura chiave a cui è attribuito la funzione di assicurare che le operazioni siano realizzate nell’interesse della società, e gli obblighi di informazione sussistenti nei confronti del mercato. È definita una procedura generale, meno complessa, per le operazioni con parti correlate definite “di minore rilevanza” ossia le operazioni che per dimensioni non superano la soglia del 5% di nessuno dei parametri indicati dalla disciplina per il riconoscimento delle operazioni di maggiore rilevanza (capitalizzazione di borsa o patrimonio netto, attivo totale, passività totali). La procedura generale prevede un parere obbligatorio ma non vincolante da parte di un comitato formato da amministratori in maggioranza indipendenti e un’informativa al pubblico almeno trimestrale sulle operazioni approvate nonostante il parere contrario degli indipendenti con contestuale pubblicazione dei pareri negativi. La procedura speciale più rigorosa per le “operazioni di maggiore rilevanza” con parti correlate (quelle che superano le soglie di rilevanza) prevede, ad integrazione della procedura generale, il coinvolgimento degli amministratori indipendenti anche nella fase delle trattative; che la delibera sia assunta dall’organo amministrativo nella sua interezza con il parere vincolante degli indipendenti; il meccanismo del *whitewash* ossia, qualora il CdA intenda procedere malgrado l’avviso contrario degli amministratori indipendenti, l’operazione deve essere approvata dall’assemblea, che decide oltre che con le maggioranze prescritte dal codice civile anche con il voto favorevole della maggioranza dei soci non correlati. È stato poi approfondito il regime agevolato, che consente di applicare la procedura generale anche alle operazioni di maggiore rilevanza e che può essere adottato dalle società quotate di minori dimensioni, dalle società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante e dalle società di recente quotazione. La disciplina riconosce la possibilità per il Consiglio di Amministrazione di adottare delibere-quadro relativamente ad operazioni tra loro omogenee da realizzarsi con determinate categorie di parti correlate. In merito a tali operazioni sono state quindi

analizzate le disposizioni del Regolamento. Sono stati poi individuati i casi e le facoltà di esclusione che consentono di derogare in tutto o in parte dall'applicazione della Normativa. Con riguardo ai profili di trasparenza nei confronti del mercato, è richiesta la comunicazione entro sette giorni dall'approvazione dell'operazione o dalla stipula del contratto. La comunicazione al mercato deve essere effettuata mediante la pubblicazione di un documento informativo che descriva, tra l'altro, le caratteristiche dell'operazione, le motivazioni economiche della società emittente al compimento dell'operazione e le modalità di determinazione del corrispettivo. È altresì prevista un'informativa periodica nell'ambito della relazione sulla gestione intermedia o annuale. L'analisi del Regolamento è stata completata inserendo uno studio empirico volto ad esaminare come le società italiane abbiano dato prima attuazione alla nuova Normativa, andando soprattutto a verificare l'uso della flessibilità concessa dalla disciplina nell'ipotesi che la struttura proprietaria e di controllo delle società possa determinare incentivi all'adozione di regole più o meno stringenti nell'attuazione del Regolamento.

Il terzo capitolo è stato incentrato sull'osservazione del procedimento di acquisizione di partecipazioni tra parti correlate come si è configurato nel caso dell'acquisto di Lactalis American Group, Lactalis Brasile e Lactalis Messico da parte di Parmalat. Parmalat è entrata a far parte del Gruppo Lactalis nel 2011 a seguito di un'offerta pubblica di acquisto grazie alla quale il gruppo francese è diventato l'azionista di maggioranza della società di Collecchio e ha conquistato il primo posto nel settore dell'industria lattiero-casearia mondiale. Inoltre, al termine del 2011 Parmalat ha accettato l'accordo di *cash pooling* del Gruppo Lactalis accentrando in capo a Bsa Finances, società controllata dalla capogruppo Bsa, la liquidità in modo da mantenere la massima flessibilità finanziaria e un profilo di investimento di breve termine. Ai fini dello studio del processo di approvazione dell'operazione in discussione, sono stati ripresi gli aspetti essenziali della Procedura adottata da Parmalat per la disciplina delle operazioni con parti correlate. Secondo tale Procedura, il Comitato per il Controllo Interno e per la *Corporate Governance*, individuato dal CdA come il comitato competente per l'esame delle operazioni con parti correlate, doveva essere coinvolto nella fase delle trattative e nella fase istruttoria relativa all'operazione, mediante la ricezione di un flusso informativo completo e tempestivo; era tenuto a realizzare una completa informativa trimestrale relativa all'esecuzione

dell'operazione da parte del Comitato; lo stesso era chiamato a formulare un motivato parere sull'interesse della società al compimento dell'operazione, nonché sulla convenienza e sulla correttezza della stessa anche con l'ausilio di esperti indipendenti. La Procedura di Parmalat richiedeva anche l'approvazione dell'operazione da parte del Consiglio di Amministrazione, la verifica dell'esistenza e dell'adeguato trattamento di potenziali conflitti di interesse in capo agli amministratori e la predisposizione di un'adeguata informativa come richiesto dal Regolamento Consob. Attraverso la documentazione pubblicata da Parmalat si è esaminato poi l'effettivo procedimento seguito nell'approvazione, con particolare attenzione all'attività del Consiglio di Amministrazione e del Comitato per le operazioni con parti correlate. Il 22 maggio 2012 il Consiglio di Amministrazione di Parmalat ha approvato all'unanimità l'acquisizione di LAG e LINT in seguito al parere vincolante favorevole del Comitato per il Controllo Interno e per la *Corporate Governance*, assistito da Mediobanca che ha rilasciato *fairness opinion*. Al fine di rispettare gli obblighi informativi il 29 maggio 2012 Parmalat ha effettuato la pubblicazione del Documento Informativo, nel quale viene indicato che il corrispettivo pattuito per la transazione è fissato pari alla somma di \$ 904 milioni sulla base dell'*Enterprise Value* al quale si aggiunge l'ammontare corrispondente alla posizione finanziaria netta alla data fissata per il *Closing*. Il compenso deciso ha attribuito all'operazione il carattere di maggiore rilevanza. Sono state poi approfondite le contestazioni seguite all'acquisizione che sono state incentrate principalmente sulla congruità del prezzo pattuito con il valore delle società acquisite. Da principio la Consob ha richiesto al Collegio Sindacale la pubblicazione di ulteriori chiarimenti e dettagli sull'acquisizione; poi un esposto di Amber Capital, azionista di minoranza Parmalat, ha avviato presso il Tribunale di Parma un procedimento legale *ex art. 2409 c.c.* riguardante l'ipotesi di gravi irregolarità nell'adempimento dei doveri degli amministratori e dei sindaci che possono arrecare danno alla società. Dalle irregolarità riscontrate è emerso il conflitto di interessi dell'*advisor* Mediobanca che al momento dell'affidamento dell'incarico di consulente finanziario esterno, partecipava, assieme ad altri, ad un finanziamento concesso al Gruppo Lactalis per la promozione dell'Opa sulla totalità delle azioni Parmalat nel 2011. È stato inoltre riscontrato nel comportamento tenuto da un consigliere e dall'Amministratore Delegato una condotta violativa della disciplina in materia di conflitto di interessi e operazioni con parti correlate, nonché il contributo

dell'effettivo esplicitarsi dello stesso offerto dal Presidente del Comitato per il Controllo Interno e per la *Corporate Governance*. Lo stesso consigliere è stato anche accusato di illecito penale in quanto si ritiene abbia modificato appositamente atti e verbali con lo scopo di omettere informazioni che avrebbero rispecchiato evidenti irregolarità. L'operazione non è stata comunque annullata a seguito dell'aggiustamento del prezzo per \$ 130 milioni e con le dimissioni della maggioranza del Consiglio di Amministrazione il giudizio finale espresso dalla Corte di Appello il 26 maggio 2014 ha dichiarato la conclusione del provvedimento civile per cessata materia del contendere.

In conclusione, l'analisi della normativa e del caso Lactalis-Parmalat solleva alcuni spunti di riflessione meritevoli di successivi approfondimenti. Il caso esaminato rappresenta la prima circostanza in cui la disciplina in materia di operazioni con parti correlate viene applicata relativamente all'aspetto sanzionatorio in conseguenza della riscontrata attuazione della stessa in maniera distorta. La vicenda giudiziaria in sé, essendo ancora in fase di definizione per quanto riguarda i processi penali in capo agli amministratori e ai sindaci coinvolti, risulta poco interessante da commentare. Ciò che invece merita di essere sottolineato è la funzione che la Normativa in materia di operazioni con parti correlate ha rivestito in questo caso: naturalmente è facile immaginare che se non fosse stato emanato un Regolamento apposito, l'acquisizione di LAG e LINT sarebbe andata in porto comunque; nella circostanza considerata, invece, sebbene le prescrizioni del Regolamento non abbiano impedito la delibera di un'operazione risultata poi imprecisa dal punto di vista sostanziale e procedurale, il percorso tracciato dalla disciplina per le operazioni con parte correlate ha fatto in modo di poter verificare le irregolarità e di mettere in moto un meccanismo di controllo e di censura a seguito della denuncia degli azionisti di minoranza. Come già osservato l'acquisizione di partecipazioni infragruppo nel Gruppo Lactalis configura il primo caso di applicazione del Regolamento dal Tribunale e inoltre, come si evince dalla vicenda stessa, la disciplina in esame è molto vasta e complicata per cui risulta difficile dare un giudizio definitivo sulla sua efficacia. In particolare, gli aspetti più esplicativi a riguardo, riscontrati da questo studio sono relativi al ruolo degli azionisti di minoranza e dei consiglieri indipendenti. Si ritiene che senza l'intervento di Amber Capital, azionista di minoranza, forse il percorso che ha portato all'aggiustamento del prezzo non sarebbe stato

avviato, arrecando così un danno per gli azionisti di Parmalat. Ciò evidenzia l'importanza dello *shareholder activism* inteso come il modo in cui gli azionisti possono influenzare il comportamento di una società per esercitare i propri diritti in quanto proprietari. Si ricorda che la figura degli amministratori di minoranza è stata introdotta con la Legge sul Risparmio che prevede che almeno uno dei componenti del Consiglio di Amministrazione debba essere tratto dalla lista presentata in assemblea dalle minoranze che abbia ottenuto il maggior numero di voti. Lo stesso Regolamento riconosce, anche se in ultima istanza, l'idea secondo cui le operazioni di maggiore rilevanza possano essere impedito dagli azionisti di minoranza dissenzienti (*whitewash*). L'attività esercitata dagli azionisti di minoranza risulta fondamentale, in questo caso, dal punto di vista informativo: la Normativa richiede obblighi di informazione da attuare *ex post* sulle operazioni con parti correlate; la presenza di azionisti di minoranza che si attivano per impedire che l'azionista di controllo possa adottare comportamenti opportunistici fa sì che gli stessi richiedano informazioni in via preventiva sulla conclusione di tali operazioni. Riguardo alla figura degli amministratori indipendenti si dà rilievo come la stessa si sia affermata su tutti i principali mercati finanziari come una figura chiave per garantire una buona *governance*. Infatti, nelle società dove è presente un azionista di controllo, tipiche del sistema nazionale di proprietà concentrata, il ruolo centrale degli amministratori indipendenti è individuato nella tutela degli azionisti nel verificare la correttezza sostanziale e procedurale delle decisioni, la qualità degli assetti organizzativi e il buon funzionamento dei sistemi di controllo. Nonostante l'esperienza applicativa confermi nella maggior parte dei casi che gli amministratori indipendenti svolgono un ruolo positivo, bisogna riconoscere che la definizione degli stessi da parte del Regolamento risulta una definizione formale che sfugge ad alcuni aspetti di concreta applicazione che mettono in dubbio sulla loro effettiva capacità di proteggere gli azionisti di minoranza, in particolare in un sistema come il nostro nel quale gli amministratori sono in prevalenza nominati dall'azionista di controllo. Il tema affrontato è vasto, ha molteplici punti di vista che si possono interpretare in più modi e che offrono tanti altri spunti di discussione, sicuramente meritevoli di successive e più approfondite ricerche.



## BIBLIOGRAFIA

- AA.VV., Regulation and self-regulation of related party transaction in Italy, an empirical analysis, gennaio 2014.
- ASSONIME, Circolare n.38, 6 dicembre 2010.
- BONGIOVANNI, MARCO, Le procedure per la gestione delle operazioni con parti correlate, in Bilancio e reddito d'impresa, vol.2, 2011.
- BORSA ITALIANA, Cos'è un'Opa?, 24 febbraio 2006, <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/opa.htm>.
- BORSA ITALIANA, Lo Ias 24 e la definizione di Parti Correlate, 13 aprile 2015, <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/particorrelate-213.htm>.
- CHIAPPETTA, FRANCESCO, Le operazioni con parti correlate: profili sistematici e problematici, in dircomm.it, Il diritto commerciale d'oggi, novembre 2008.
- COMMISSIONE DI DIRITTO SOCIETARIO DELL'ORDINE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI ESPERTI CONTABILI DI MILANO (a cura della), Esempi pratici di operazioni con parti correlate, in Diritto e pratica delle società, vol. 14, 2011.
- CONSOB, , Applicazione di sanzioni amministrative pecuniarie nei confronti dei Sig.ri Mario Stella Richter, Roberto Cravero e Alfredo Malguzzi, già componenti del Collegio Sindacale di Parmalat S.p.A.,e, a titolo di responsabilità solidale, nei confronti della medesima Società, per violazione dell'art. 149, comma 1, lett. a), del d.lgs. 24 febbraio 1998, n.58, delibera n. 18678, 17 ottobre 2013, <http://www.consob.it/main/documenti/hide/afflittivi/pec/mercati/2013/d18678.htm>.
- CONSOB, Comunicazione n. DEM/10078683, 24 settembre 2010.
- CONSOB, Comunicazione n. 10094530, 15 novembre 2010.
- CONSOB, Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate, delibera n. 17221, 12 marzo 2010.

- DE LILLO, EMILIO, Le misure di controllo delle operazioni con parti correlate irrompono nella valutazione delle irregolarità di gestione di una società quotata, in Rivista trimestrale di diritto dell'economia, 2013.
- DONESANA, ANNALISA, Disposizioni in materia di parti correlate e la disciplina del <<whitewash>>, in Bilancio e reddito d'impresa, 2011, [http://www.actax.eu/ACT/file\\_publicazioni/Disposizioni\\_in\\_materia\\_di\\_parti\\_correlate.pdf](http://www.actax.eu/ACT/file_publicazioni/Disposizioni_in_materia_di_parti_correlate.pdf).
- FESTA, CARLO – OLIVIERI, ANTONELLA, “ Svolta su Parmalat: Lactalis lancia l'Opa. Per i francesi debiti a 5 miliardi dopo l'offerta”, Il sole 24 ore, 27 aprile 2011, <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2011-04-26/svolta-parmalat-lactalis-lancia-210254.shtml?uuid=AaroMCSD>.
- FORNOVO, LUCA (a cura di), Come funziona il gioco dell'Opa?, La stampa, 27 aprile 2011, <http://www.lastampa.it/2011/04/27/cultura/domande-e-risposte/come-funziona-il-gioco-dell-opa-TDhuysO1inFdhvix53LI6H/pagina.html>.
- LACTALIS, Lactalis Group History, <http://www.lactalis.fr/english/groupe/historique.htm>.
- “Lactalis lancia l'Opa su Parmalat. Berlusconi: << Non è un atto ostile>>”, Corriere della Sera, 26 aprile 2011, [http://www.corriere.it/economia/11\\_aprile\\_26/lactalis-parmalat-opa\\_9780178c-6fd4-11e0-9dd7-595a41612a44.shtml](http://www.corriere.it/economia/11_aprile_26/lactalis-parmalat-opa_9780178c-6fd4-11e0-9dd7-595a41612a44.shtml).
- “Lactalis Usa, Besnier rende 130 mln di dollari a Parmalat”, La Repubblica, 30 maggio 2013, [http://www.repubblica.it/economia/finanza/2013/05/30/news/lactalis\\_usa\\_besnier\\_rende\\_130\\_mln\\_di\\_dollari\\_a\\_parmalat-59998439/](http://www.repubblica.it/economia/finanza/2013/05/30/news/lactalis_usa_besnier_rende_130_mln_di_dollari_a_parmalat-59998439/).
- “ Lag, Parmalat chiede non luogo a procedere in appello Bologna – Laguardia”, Reuters, 28 febbraio 2014, <http://it.reuters.com/article/itEuroRpt/idITL6N0LX3WI20140228>.
- LIVINI, ETTORE, “Parmalat, Lactalis zittisce i fondi”, La Repubblica, 18 aprile 2014, <http://ricerca.repubblica.it/repubblica/archivio/repubblica/2014/04/18/parmalat-lactalis-zittisce-i-fondi26.html>.



- LONGO, MORYA, “Parmalat acquista Lactalis Usa”, Il Sole 24 ore, 23 maggio 2012, <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2012-05-23/parmalat-acquista-lactalis-064059.shtml?uuid=Ab8twqgF>.
- “ L’Opa di Lactalis su Parmalat i è chiusa con successo”, La Repubblica, 8 luglio 2011, [http://www.repubblica.it/economia/2011/07/08/news/l\\_opa\\_di\\_lactalis\\_su\\_parmalat\\_si\\_chiusa\\_con\\_successo-18863798/](http://www.repubblica.it/economia/2011/07/08/news/l_opa_di_lactalis_su_parmalat_si_chiusa_con_successo-18863798/).
- MONTALENTI, PAOLO, Le operazioni con parti correlate, in Giurisprudenza commerciale, vol. 38, 2011.
- ONESTI Tiziano, ROMANO, TALIENTO Marco, Il bilancio delle imprese. Finalità, principi e comportamenti contabili alla luce delle teorie, delle norme e degli standard nazionali e internazionali, Giappichelli, Torino 2011.
- ONESTI Tiziano, Appunti delle lezioni di Contabilità e Bilancio, Luiss Guido Carli, AA. 2013/2014;
- “Parmalat, 9 maggio udienza su acquisto Lag”, Milano Finanza, 17 gennaio 2014, <http://www.milanofinanza.it/news/parmalat-9-maggio-udienza-su-acquisto-lag-201401171358493356>.
- “Parmalat: 26 ottobre udienza al tribunale Parma su vicenda Lag”, Il Sole 24 ore, 8 ottobre 2012, <http://archivio-radiocor.ilsole24ore.com/articolo-1114187/parmalat-26-ottobre-udienza/>.
- “Parmalat, bufera in cda: si dimettono i manager Lactalis”, Il Sole 24 ore, 25 febbraio 2014, <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2014-02-25/parmalat-si-e-dimessa-maggioranza-consiglio-amministrazione-125001.shtml?uuid=ABZAJ3y>.
- “Parmalat, chiesto no a LAG per “conflitto interessi Mediobanca, pressioni Lactalis” – fonte”, Reuters, 1 marzo 2013, <http://it.reuters.com/article/itEuroRpt/idITL6N0BTB1E20130301?pageNumber=1&virtualBrandChannel=0>.
- PARMALAT, Comunicato del Gruppo Lactalis, 26 aprile 2011, [http://www.parmalat.com/it/investor\\_relations/opa\\_lactalis/comunicazione/doc/Comunicazione%20ex%20102%20TUF.pdf](http://www.parmalat.com/it/investor_relations/opa_lactalis/comunicazione/doc/Comunicazione%20ex%20102%20TUF.pdf).

- PARMALAT, Comunicato stampa, 13 maggio 2011, [http://www.parmalat.net/it/investor\\_relations/opa\\_lactalis/comunicati/doc/cslactalis13%205.pdf](http://www.parmalat.net/it/investor_relations/opa_lactalis/comunicati/doc/cslactalis13%205.pdf).
- PARMALAT, Comunicato del Consiglio di Amministrazione, 20 maggio 2011, [http://www.parmalat.net/it/investor\\_relations/opa\\_lactalis/comunicati/doc/Comunicato%20emittente%20ex%20art%20103%20TUF.pdf](http://www.parmalat.net/it/investor_relations/opa_lactalis/comunicati/doc/Comunicato%20emittente%20ex%20art%20103%20TUF.pdf).
- PARMALAT, Comunicato stampa, 20 giugno 2011, [http://www.parmalat.com/it/2011\\_06\\_28\\_ITA.pdf](http://www.parmalat.com/it/2011_06_28_ITA.pdf).
- PARMALAT, Comunicato stampa, 8 luglio 2011, [http://www.parmalat.com/it/investor\\_relations/opa\\_lactalis/risultati\\_offerte/doc/DGB-87657-v1-Comunicato stampa risultati provvisori versione definitiva .pdf](http://www.parmalat.com/it/investor_relations/opa_lactalis/risultati_offerte/doc/DGB-87657-v1-Comunicato stampa risultati provvisori versione definitiva .pdf).
- PARMALAT, Comunicato stampa, 22 maggio 2012, <http://www.euroborsa.it/pdf/0754-45-2012p.pdf>.
- PARMALAT, Comunicato stampa, 25 gennaio 2013, [http://www.parmalat.net/attach/content/3902/2013\\_01\\_25\\_ITA.pdf](http://www.parmalat.net/attach/content/3902/2013_01_25_ITA.pdf).
- PARMALAT, Comunicato stampa, 14 marzo 2013, [http://www.parmalat.net/attach/content/3948/2013\\_03\\_14\\_ITA.pdf](http://www.parmalat.net/attach/content/3948/2013_03_14_ITA.pdf).
- PARMALAT, Comunicato stampa, 23 settembre 2013, [http://www.parmalat.net/attach/content/4245/2013\\_09\\_23\\_ITA.pdf](http://www.parmalat.net/attach/content/4245/2013_09_23_ITA.pdf).
- PARMALAT, Comunicato stampa, 6 dicembre 2013, [http://www.parmalat.net/attach/content/4274/2013\\_12\\_06\\_ITA.pdf](http://www.parmalat.net/attach/content/4274/2013_12_06_ITA.pdf).
- PARMALAT, Comunicato stampa, 25 febbraio 2014, [http://www.parmalat.net/attach/content/4308/2014\\_02\\_25\\_ITA.pdf](http://www.parmalat.net/attach/content/4308/2014_02_25_ITA.pdf).
- PARMALAT, Comunicato stampa, 27 maggio 2014, [http://www.parmalat.net/attach/content/4478/2014\\_05\\_27\\_ITA.pdf](http://www.parmalat.net/attach/content/4478/2014_05_27_ITA.pdf).
- “Parmalat: approvata l’operazione di cash pooling”, Investireoggi, 6 ottobre 2011, [http://www.investireoggi.it/finanza-borsa/parmalat-approvata-loperazione-di-cash-pooling/?refresh\\_ce](http://www.investireoggi.it/finanza-borsa/parmalat-approvata-loperazione-di-cash-pooling/?refresh_ce).
- “Parmalat, ok Cda a operazione di “cash pooling””, Reuters Italia, 6 ottobre 2011, <http://it.reuters.com/article/idITL5E7L63WF20111006>.

- PARMALAT, Decreto del Tribunale Ordinario di Parma, Sezione Civile, 11 novembre 2013, [http://www.parmalat.com/it/corporate\\_governance/come\\_amministriamo/documento\\_informativo/doc/Decr%20Trib%20Parma%2011%20novembre%202013.pdf](http://www.parmalat.com/it/corporate_governance/come_amministriamo/documento_informativo/doc/Decr%20Trib%20Parma%2011%20novembre%202013.pdf).
- PARMALAT, Definizione del Price Adjustment per acquisizione LAG, 30 maggio 2013, [http://www.parmalat.net/attach/content/4108/2013\\_05\\_30\\_ITA.pdf](http://www.parmalat.net/attach/content/4108/2013_05_30_ITA.pdf).
- PARMALAT, Documento Informativo relativo all'acquisizione di Lactalis American Group Inc, 29 maggio 2012, [http://www.parmalat.com/it/corporate\\_governance/come\\_amministriamo/documento\\_informativo/doc/Documento\\_Informativo\\_e\\_Allegati.pdf](http://www.parmalat.com/it/corporate_governance/come_amministriamo/documento_informativo/doc/Documento_Informativo_e_Allegati.pdf).
- PARMALAT, Integrazione al Documento Informativo, giugno 2012, [http://www.parmalat.net/it/corporate\\_governance/come\\_amministriamo/documento\\_informativo/doc/Integrazione%20al%20Documento%20Informativo.pdf](http://www.parmalat.net/it/corporate_governance/come_amministriamo/documento_informativo/doc/Integrazione%20al%20Documento%20Informativo.pdf).
- PARMALAT, Parere rilasciato dal Comitato per le Operazioni con Parti Correlate ai sensi dell'art.8 del Regolamento Consob n. 17221 del 12 marzo 2010, 10 maggio 2013, [http://www.parmalat.com/it/corporate\\_governance/come\\_amministriamo/documento\\_informativo/doc/Parere%20rilasciato%20dal%20Comitato%20OPC.pdf](http://www.parmalat.com/it/corporate_governance/come_amministriamo/documento_informativo/doc/Parere%20rilasciato%20dal%20Comitato%20OPC.pdf).
- “Parmalat: perquisizioni e sequestri su acquisto Lactalis Usa – FOCUS”, Corriere della Sera, 11 dicembre 2012, [http://www.corriere.it/notizie-ultima-ora/Economia/Parmalat-perquisizioni-sequestri-acquisto-Lactalis-Usa-FOCUS/11-12-2012/1-A\\_004154091.shtml](http://www.corriere.it/notizie-ultima-ora/Economia/Parmalat-perquisizioni-sequestri-acquisto-Lactalis-Usa-FOCUS/11-12-2012/1-A_004154091.shtml).
- PARMALAT, Procedura per la disciplina delle operazioni con parti correlate, [http://www.parmalat.net/it/corporate\\_governance/come\\_amministriamo/archivio\\_procedura/doc/PROCEDURA%20operazioni%20con%20Parti%20Correlate\\_ITA\\_.pdf](http://www.parmalat.net/it/corporate_governance/come_amministriamo/archivio_procedura/doc/PROCEDURA%20operazioni%20con%20Parti%20Correlate_ITA_.pdf).
- “ Parmalat, Reboa resta nel cda “Decreto tribunale non è efficace””, La Repubblica Parma, 6 dicembre 2013, [http://parma.repubblica.it/cronaca/2013/12/06/news/parmalat\\_decreto\\_tribunale\\_in\\_efficace\\_societ\\_conferma\\_nel\\_cda\\_reboa-72866474/](http://parma.repubblica.it/cronaca/2013/12/06/news/parmalat_decreto_tribunale_in_efficace_societ_conferma_nel_cda_reboa-72866474/).

- PARMALAT, Relazione del Commissario ad acta Prof. Angelo Manaresi, 14 giugno 2013, [http://www.parmalat.com/it/corporate\\_governance/come\\_amministriamo/documento\\_informativo/doc/Relazione\\_Commissario\\_Acta\\_2.pdf](http://www.parmalat.com/it/corporate_governance/come_amministriamo/documento_informativo/doc/Relazione_Commissario_Acta_2.pdf).
- PARMALAT, Relazione del Commissario ad acta Prof. Angelo Manaresi, 9 settembre 2013, [http://www.parmalat.com/it/corporate\\_governance/come\\_amministriamo/documento\\_informativo/doc/2013\\_09\\_16\\_relazione%20manaresi.pdf](http://www.parmalat.com/it/corporate_governance/come_amministriamo/documento_informativo/doc/2013_09_16_relazione%20manaresi.pdf).
- PARMALAT, Relazione del Collegio Sindacale contenente valutazioni in merito alla operazione di acquisizione di LAG, 31 luglio 2012, [http://www.parmalat.com/it/corporate\\_governance/come\\_amministriamo/documento\\_informativo/doc/Relazione%20Collegio%20Sindacale.pdf](http://www.parmalat.com/it/corporate_governance/come_amministriamo/documento_informativo/doc/Relazione%20Collegio%20Sindacale.pdf).
- PARMALAT, Relazione del Prof. Mario Cattaneo, del Prof. Paolo Andrei e del Prof. Marco Ziliotti in esecuzione dell'incarico conferito dal Consiglio di Amministrazione di Parmalat S.P.A. con delibera del 24 giugno 2013, 20 settembre 2013, [http://www.parmalat.com/it/corporate\\_governance/come\\_amministriamo/documento\\_informativo/doc/2013\\_09\\_23\\_Relazione%20Collegio%20Esperti%20indipendenti.pdf](http://www.parmalat.com/it/corporate_governance/come_amministriamo/documento_informativo/doc/2013_09_23_Relazione%20Collegio%20Esperti%20indipendenti.pdf).
- PARMALAT, Relazione “Project Paloma III. Price adjustment report” rilasciata da Pricewaterhouse Coopers in data 15 aprile 2013, [http://www.parmalat.com/it/corporate\\_governance/come\\_amministriamo/documento\\_informativo/doc/PwC%20Project%20Paloma%20III%20-%20Price%20adjustment%20Report.pdf](http://www.parmalat.com/it/corporate_governance/come_amministriamo/documento_informativo/doc/PwC%20Project%20Paloma%20III%20-%20Price%20adjustment%20Report.pdf).
- PARMALAT, Relazione rilasciata dal Collegio degli Esperti Indipendenti, 30 aprile 2013, [http://www.parmalat.com/it/corporate\\_governance/come\\_amministriamo/documento\\_informativo/doc/Relazione\\_Collegio\\_Esperti\\_indipendenti.pdf](http://www.parmalat.com/it/corporate_governance/come_amministriamo/documento_informativo/doc/Relazione_Collegio_Esperti_indipendenti.pdf).
- “ Parmalat: Tribunale di Parma dispone la sostituzione del consigliere Marco Reboa”, La Stampa, 12 novembre 2013,

[http://finanza.lastampa.it/Notizie/0,578467/Parmalat Tribunale di Parma dispone la.aspx?refresh\\_ce](http://finanza.lastampa.it/Notizie/0,578467/Parmalat_Tribunale_di_Parma_dispone_la.aspx?refresh_ce).

- “Parmalat, tribunale nomina commissario ad acta”, Reuters, 29 marzo 2013, <http://borsaitaliana.it.reuters.com/article/foreignNews/idITL5N0CL1IE20130329> .
- PIERI, VALERIO, Il processo decisionale nelle operazioni con parti correlate. Analisi economico-aziendale alla luce della normativa di riferimento, Tesi di dottorato in Economia Aziendale, Università degli Studi di Foggia, 2009.
- PIERI, VALERIO, Materiale didattico del corso di bilancio consolidato, Università degli Studi Roma Tre, a.a. 2013/2014.
- PUCCI, EMILIA, Il parere degli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate: profili funzionali, in Rivista delle società, vol. 59, 2014.
- “PUNTO 3- Parmalat, procura chiede annullamento acquisto LAG”, Reuters, 28 febbraio 2013, <http://it.reuters.com/article/itEuroRpt/idITL6N0BSBQB20130228>.
- SEMINARA, LUIGI, L’informazione c.d. <<esterna>> sulle operazioni con parti correlate infragruppo, in Analisi giuridica dell’economia, vol. 22, 2013.
- SESANA, TIZIANO, Le operazioni con parti correlate nel bilancio delle PMI, in Amministrazione & Finanza, vol. 26, 2011.
- STELLA RITCHER, MARIO JR., Le procedure per le operazioni con parti correlate, in Rivista delle società, vol.56, 2011.