



**La corporate governance delle società quotate italiane: sfide e  
opportunità**

Dipartimento di Economia dell'Università di Trento

Intervento del prof. Luca Enriques

Commissario Consob

Trento, 3 novembre 2011

Testo riveduto e aggiornato della *lectio magistralis* tenuta al Dipartimento di Economia dell'Università di Trento il 3 novembre 2011. Le opinioni sono strettamente personali e non impegnano in alcun modo la Consob.

## 1. *Introduzione*

Nel mezzo della crisi del debito sovrano che ha al centro il nostro Paese può apparire fuori luogo dedicare attenzione ai temi della governance delle società quotate. Non è chiaramente questo, oggi, *il* problema: parlare di queste cose rischia di suonare come una fastidiosa distrazione; anzi, parlar d'altro potrebbe sembrare una scusa per non affrontare i veri problemi.

D'altra parte, appunto perché siamo in una situazione di crisi acuta, ciascuno di noi ha il dovere di spendere le proprie energie all'interno del campo di conoscenza a lui noto, di svolgere il compito a lui assegnato, senza invadere quello altrui; cercare di far funzionare meglio le cose che si conoscono e la cui cura ci sia affidata è il miglior contributo di impegno e di conoscenza: in generale, e a maggior ragione nelle eccezionali circostanze in cui ci troviamo.

Parlare di governance delle società quotate significa oggi, in concreto, chiedersi come consentire alle società italiane, quotate e non quotate, di ridurre i costi di finanziamento e dunque di meglio competere sul mercato. La governance, infatti, è l'insieme dei meccanismi istituzionali e di mercato che consentono agli investitori di minimizzare il rischio di perdere i propri investimenti ovvero di non vederne massimizzato il rendimento, per l'infedeltà o la negligenza di coloro ai quali i loro fondi vengono affidati.

In una fase di particolare diffidenza nei confronti del sistema Italia da parte degli investitori istituzionali mondiali, è senz'altro più urgente che in altri momenti assicurare un contesto culturale, giuridico ed economico il più attraente possibile.

Dunque, anche interrogandosi sulle opportunità e le sfide per la governance delle società quotate in Italia oggi si può contribuire a favorire la ripartenza dell'economia, ossia la crescita e lo sviluppo, senza i quali l'onere del debito pubblico rischia di divenire insostenibile.

## 2. *Provvedimenti eccezionali per fronteggiare la crisi e corporate governance*

Tra le tante certezze che sono state messe in discussione durante la crisi c'è anche quella, che a dire il vero si era affermata a fatica, secondo cui la speculazione rappresenta una componente fisiologica del mercato, capace di dare un importante contributo alla

relativa efficienza informativa. Eppure, proprio l'autorità di vigilanza tradizionalmente considerata la più moderna e *market-friendly*, l'inglese FSA, ha per prima, pochi giorni dopo il collasso di Lehman Brothers, vietato temporaneamente le vendite allo scoperto, qualificandole come abusi di mercato.

L'idea che le scommesse al ribasso potessero intaccare l'integrità dei mercati si diffuse presso molte altre autorità, che introdussero misure temporanee di divieto delle vendite allo scoperto.

La tutela dell'integrità del mercato è anche il fondamento della bozza di Regolamento europeo, ormai prossimo all'adozione, in materia di vendite allo scoperto (e di *credit default swap*), che vieta la cessione di strumenti finanziari che non siano, se non posseduti, per lo meno oggetto di un contratto che ne assicuri al venditore la disponibilità in tempo utile per il regolamento e impone, per le vendite allo scoperto "coperte", obblighi di trasparenza nei confronti delle autorità e, qualora le posizioni corte superino una soglia più elevata, al pubblico.

Il reale fondamento di queste preoccupazioni è tuttavia indimostrato. Se è vero che gli abusi di mercato devono essere perseguiti, è dubbio che proibire le vendite allo scoperto (o più in generale l'assunzione di posizioni corte) possa essere il modo migliore per farlo. Non tutte le pratiche di *short selling* sono associate a manipolazioni e, anzi, in molti casi esse possono produrre effetti benefici per il mercato.

Infatti, per tornare così più da vicino al nostro tema, le vendite allo scoperto rappresentano anche uno strumento capace di rafforzare il ruolo di *governance* (o di disciplina) che il mercato esercita sulle società quotate. Una ricerca empirica ha infatti mostrato che l'attività degli *short seller* permette ai prezzi di essere più efficienti scontando in anticipo eventuali frodi contabili degli emittenti e riducendo il rischio della formazione di bolle speculative<sup>1</sup>.

In termini più generali, poi, la decisione di cambiare le regole del mercato nel momento in cui quest'ultimo inizia ad esprimere segnali che si ritengono "sconvenienti" – indipendentemente dalla loro correttezza – non fa che accrescere il livello di incertezza degli operatori, scoraggiando gli investimenti.

---

<sup>1</sup> J.M. KARPOFF e X. LOU, *Short Sellers and Financial Misconduct*, in *Journal of Finance*, 2010, p. 1879 ss.

Durante la scorsa estate, varie autorità di vigilanza europee, inclusa la Consob, hanno reintrodotta (e successivamente prorogata) misure temporanee di divieto di assunzione o incremento di posizioni corte nette, sia pure limitatamente al settore finanziario, per fare fronte alla maggiore fragilità delle banche europee a causa della crisi del debito sovrano. Si tratta di provvedimenti necessariamente eccezionali e temporanei, come del resto prevede la bozza di regolamento europeo in fase di approvazione.

### 3. *La cultura politica come elemento importante per una buona governance*

Tra i meccanismi di *governance* esterni all'impresa si colloca non solo il mercato (dei beni e degli strumenti finanziari), ma anche il clima culturale che caratterizza le sfere politica ed economica di un paese. L'incertezza che caratterizza questa fase critica dell'economia rende gli investitori più attenti alle scelte di portafoglio: tra i fattori più significativi da questo punto di vista vi è anche la certezza del diritto applicabile.

Tuttavia, la continua ingerenza (rigorosamente *bipartisan*) della politica negli assetti di controllo delle società quotate italiane, unitamente all'evidente e credibile impegno affinché il controllo delle maggiori società quotate resti in mani italiane ogni qualvolta si prospetti un'opera ostile (o perfino amichevole) da parte di una società straniera, non fa che rendere meno attraente l'investimento in società quotate italiane.

Gli esempi in questo senso non mancano, e tutti concorrono nel rendere meno sicuro il quadro delle regole applicabili: ciò può accadere tanto a causa di repentine modifiche alle norme sulle quali le valutazioni di investimento erano state fondate, quanto in ragione di interventi informali che privano di effettività regole pur conservate sulla carta.

Senza voler ricordare operazioni di acquisizione recenti, nel novembre 2008 (d.l. 29 novembre 2008, n. 185, art. 13) l'obbligatorietà della *passivity rule* è venuta meno (fatto in sé positivo, ma) prevedendosi che la stessa si potesse applicare solo in presenza di un'apposita clausola statutaria: con un'ulteriore inversione di marcia meno di un anno dopo, si è poi stabilito che il divieto di difese successive valesse *in assenza* di una diversa previsione dello statuto (d.lgs. 25 settembre 2009, n. 146, art. 1.3).

L'auspicio è che, nonostante gli effetti del riaggravarsi della crisi sui corsi azionari, la disciplina vigente, che raggiunge un buon equilibrio tra esigenze di contendibilità e tutela della stabilità degli assetti proprietari, non subisca ulteriori modifiche: un ritorno alla regola del 2008, oltre a confermare le critiche di "volubilità" del legislatore in una

materia estremamente delicata, sarebbe un chiaro segnale di ostilità, tra l'altro più simbolico che altro, non soltanto nei confronti di chi pianificasse operazioni sul controllo di società quotate, ma, più in generale, nei confronti di chiunque intendesse investirvi.

Il ruolo centrale che la politica svolge tuttora nell'economia italiana, non solo attraverso la regolamentazione, ma anche tramite intromissioni informali, incentiva le società quotate a conservare forti azionisti di maggioranza, che siano in grado di interagire con i politici anche nell'interesse degli azionisti di minoranza. In altre parole, in un sistema del genere, gli azionisti di maggioranza sono il male minore: essi possono infatti opporsi alle richieste di carattere politico meglio dei manager privi del controllo sulle società, giacché la proprietà della maggioranza del capitale (insieme ai legami politici) garantisce agli azionisti di controllo la legittimazione sociale e politica necessaria a difendere gli interessi dell'impresa. Il fatto però che sia impossibile fare a meno di azionisti di maggioranza (politicamente ben introdotti) è pregiudizievole per un'efficiente allocazione della proprietà dell'impresa e per il corretto funzionamento del mercato del controllo in quanto strumento di disciplina del comportamento dei manager: ciò in quanto nessun *outsider* (in particolare, nessuno straniero) potrà aspirare a svolgere quel ruolo e tantomeno potrà essere in grado di svolgerlo in modo efficace.

Inoltre, poiché le disponibilità finanziarie degli azionisti di maggioranza, oltre che le comprensibili aspirazioni alla diversificazione del loro patrimonio, rendono tali azionisti spesso non in grado di seguire la società nel suo percorso di crescita, è inevitabile che essi perpetuino il proprio ruolo facendo uso di quei meccanismi di separazione tra proprietà e controllo, quali le piramidi, le partecipazioni reciproche e le azioni a voto limitato, che tanto poco piacciono alla comunità degli investitori istituzionali internazionali.

Una cultura politica più rispettosa del mercato e dei suoi attori, dunque, è una precondizione importante per lo sviluppo del mercato azionario nel suo complesso.

#### 4. *La cultura giuridica e gli abusi a danno delle minoranze.*

Anche aspetti apparentemente neutri quali istituti tradizionali del diritto societario italiano possono contribuire a rendere ostico e incomprensibile il nostro sistema di corporate governance.

L'istituto del capitale sociale, ormai privo di qualsivoglia rilievo pratico oltreoceano e per molti versi di minore rilievo, ad esempio, nel Regno Unito, è regolato, in Italia,

attraverso regole più stringenti di quelle che la disciplina europea imporrebbe. Tra le regole non previste dalle direttive ricade anche quella dell'art. 2447, secondo la quale, in caso di perdite superiori al terzo del capitale che comportino la riduzione di quest'ultimo al di sotto del minimo legale, le società sono tenute, previa convocazione dell'assemblea, a deliberare la riduzione del capitale e il suo contestuale aumento, salva la possibilità di trasformare la società in uno dei tipi compatibili con il ridotto capitale residuo. In assenza di tali rimedi, la società si scioglie.

Le diffuse tensioni finanziarie che caratterizzano l'attuale contingenza economica rendono frequenti le svalutazioni contabili delle attività aziendali, che spesso comprendono beni immateriali come l'avviamento: ciò fa sì che si rendano più probabili perdite capaci di ridurre il patrimonio netto delle società al di sotto del minimo legale. Per le società quotate, gli effetti della regola in questione possono tuttavia dar luogo ad abusi "legalizzati" a danno delle minoranze da parte dei soci di controllo.

Infatti, nonostante la riduzione a zero (o al di sotto dello zero) del patrimonio netto, le azioni di società quotate hanno di norma un prezzo di mercato superiore (talvolta di molto) a zero. Ciò può ad esempio accadere perché i criteri contabili impiegati per valutare gli attivi di bilancio non catturano tutti gli elementi suscettibili di valutazione economica, cosicché anche la corretta applicazione delle regole di bilancio lascia sempre spazio a riserve occulte più o meno ampie. Inoltre, il valore delle azioni non dipende tanto dagli attivi della società quanto dalla sua capacità di produrre reddito in futuro, purché la società sia nel frattempo in grado di pagare i suoi debiti. In effetti, il prezzo delle azioni tende a zero nella sola ipotesi di vera e propria insolvenza della società, che tuttavia può verificarsi a prescindere dall'ammontare (positivo o negativo) del patrimonio netto.

È nota la propensione dei soci di controllo a perseguire politiche di finanziamento che comportano la quotazione delle società durante le fasi espansive del mercato, salvo poi procedere al *delisting* allorché sia possibile riacquistare i pacchetti di minoranza, nelle fasi di contrazione, a prezzi più contenuti di quelli dell'IPO.

Tra le tecniche adottate a questo scopo può rientrare anche l'art. 2447 c.c. Questa norma, nell'imporre l'azzeramento del capitale prima di procedere al suo aumento, fa sì che i soci attuali perdano tale loro qualità, dato che le loro azioni vengono annullate,

essendo data loro soltanto la facoltà di sottoscrivere pro quota le azioni di nuova emissione (diritto d'opzione).

Questa disposizione è quindi particolarmente insidiosa perché comporta l'espulsione dei piccoli azionisti dalla compagine sociale: mentre nei normali aumenti di capitale il rischio che corre il socio è, al più, quello di vedere diluita la propria partecipazione nel caso di rinuncia all'esercizio dell'opzione, agli azionisti delle società che ricorrono all'art. 2447 non resta che quest'ultimo diritto, cosicché, per continuare a conservare il proprio investimento nella società, essi si vedono costretti a investire ulteriori somme.

In altri termini, *imporre* alle società quotate di azzerare il capitale in presenza di perdite che abbiano intaccato il minimo legale significa non solo escludere i soci dalla società ma anche ottenere tale risultato sottraendo a questi ultimi la quota che loro compete del residuo valore economico della società. Questa disposizione, pertanto, pur non essendo del tutto equivalente a uno *squeeze-out*, perché gli azionisti di minoranza conservano comunque il diritto di opzione, comporta che i soci esterni si vedano costretti a sborsare nuove somme non solo (com'è naturale), per non vedersi diluire, ma anche per conservare lo stesso *status* di azionista.

Per evitare questo genere di abusi, sarebbe dunque opportuno escluderne l'applicazione alle società quotate. Una soluzione lineare al problema consisterebbe, *de jure condendo*, nel trattare le perdite che intacchino il capitale minimo alla stregua di qualunque altra perdita superiore al terzo, ossia applicando l'art. 2446 c.c., ad esclusione dell'obbligo di riduzione del capitale negli esercizi successivi (art. 2446, commi secondo e terzo, parimenti non imposti dalle direttive). In questo modo, le società il cui capitale si sia ridotto al di sotto del minimo legale ben potrebbero aumentarlo senza previo contestuale abbattimento. Non dovrebbe destare particolare preoccupazione il fatto che da quel momento la società si troverebbe ad avere un capitale sociale a cui corrisponderebbero perdite anche ad aumento di capitale avvenuto. Questa situazione sarebbe quella che il codice civile già oggi tollera, in caso di perdite non superiori al terzo del capitale (art. 2446). Se ciò è possibile, non dovrebbe essere particolarmente problematico consentire che questa situazione si protragga ulteriormente e per perdite potenzialmente superiori. In effetti, nessun creditore sociale che valuti se e a quali condizioni concedere credito a una società si accontenterà dell'informazione sull'entità del capitale sociale senza estendere lo sguardo al bilancio, dal quale risulterà la perdita.

Recentemente, il Consiglio notarile di Milano ha compiuto un passo in questa direzione chiarendo che la presenza di perdite superiori al terzo anche tali da ridurre il capitale a un importo inferiore al minimo legale non impedisce di assumere immediatamente una deliberazione di aumento di capitale, purché tale aumento sia idoneo a ricondurre le perdite entro il terzo. (Massima n. 122 del 18 ottobre 2011). Nello stesso intervento, è stato anche precisato che, se non è stato intaccato il minimo legale, è sufficiente che l'aumento sia tale da ricondurre le perdite entro il terzo, sia pur senza ripianarle integralmente.

In via interpretativa era difficile fare di più, ma resta naturalmente la necessità di un chiarimento normativo: nella motivazione della Massima, infatti, si precisa che anche in caso di riduzione al di sotto del minimo legale ciò che interessa è la riconduzione della situazione patrimoniale nei termini indicati dal legislatore, ma non si esclude che l'aumento di capitale debba essere preceduto (logicamente, sebbene non cronologicamente) dall'abbattimento dello stesso.

##### 5. *Le opportunità*

Purtroppo, il mutamento della cultura politica e delle tradizioni giuridiche richiede tempo. Nell'attesa di un cambiamento duraturo su questo fronte, si può guardare a una serie di riforme, attuate o in corso di approvazione, idonee a migliorare la *governance* delle società quotate.

##### 6. *Il nuovo ruolo delle assemblee*

Novità positive – salvi gli ulteriori spazi di miglioramento che indicherò – si sono avute di recente in tema di assemblea degli azionisti. L'assemblea è uno strumento fondamentale a disposizione degli investitori, soprattutto se istituzionali, per far conoscere la propria opinione al *management*.

Anche alcune recenti evoluzioni nei regolamenti della Consob hanno spinto nel senso della valorizzazione del ruolo dell'assemblea e, soprattutto, delle minoranze azionarie ivi presenti: dipendono infatti dal consenso della maggioranza della minoranza (*whitewash*) la fattibilità di operazioni con parti correlate che abbiano ricevuto il parere negativo degli amministratori indipendenti e l'esclusione dell'obbligo di Opa in alcuni casi particolarmente delicati quali l'acquisto di azioni proprie da parte dell'emittente, le

fusioni e le scissioni nonché, infine, le operazioni di salvataggio in presenza di situazioni di crisi non conclamate. Un ulteriore rafforzamento deriva poi dalle nuove regole in materia di remunerazione degli amministratori.

La decisione di assegnare un ruolo rafforzato all'assemblea tanto più si spiega in quanto il funzionamento di quest'organo è stato reso più efficace in occasione del recepimento della direttiva sui diritti degli azionisti. La direttiva aveva tra i suoi obiettivi quello di favorire l'esercizio del diritto di voto transfrontaliero: ciò anche sulla base delle evidenze – documentate nei lavori preparatori della direttiva – che mostrano come alla crescita delle partecipazioni degli investitori esteri nel capitale delle società quotate europee non corrisponda un'adeguata partecipazione di questi soggetti all'assemblea e quindi alla vita societaria.

Tra le variabili più rilevanti per un efficace esercizio del voto rientra indubbiamente la disponibilità in tempo utile delle informazioni pre-assembleari: sotto tale profilo, il legislatore italiano è andato al di là di quanto strettamente richiesto dalla direttiva, prevedendo – salvo casi di urgenza – un termine di trenta giorni per la pubblicazione dell'avviso di convocazione, contenente l'ordine del giorno, e delle relazioni degli amministratori sulle materie oggetto di deliberazione, termine esteso a quaranta giorni in caso di elezione dei componenti degli organi di amministrazione e controllo con il voto di lista. In questo modo, è ridotto lo svantaggio degli investitori esteri in termini di ritardato accesso all'informazione, ritardo derivante dal noto problema delle catene di intermediari che, frapponendosi tra l'investitore e la società, rendono la gestione dei diritti di *voice* assai dispendiosa in termini di tempo.

Non può essere poi sottovalutata l'eliminazione del blocco all'alienazione dei titoli, un onere dal quale le procedure adottate dagli investitori istituzionali esteri fanno solitamente derivare la decisione di non esercitare il voto. Sembra prevalentemente imputabile a questa novità il significativo incremento dell'affluenza di voti che ha caratterizzato l'ultima stagione assembleare: secondo elaborazioni interne della Consob, la partecipazione media degli azionisti rispetto all'anno passato è aumentata dal 51% al 60% circa del capitale sociale per le società del FTSE/MIB. Quel che più interessa qui è che il fenomeno ha riguardato soprattutto gli investitori istituzionali, che nel 2010 rappresentavano in media poco più di un decimo del capitale e di un quarto delle azioni

presenti: nell'ultima stagione hanno raggiunto quasi il quinto del capitale e un terzo delle azioni presenti.

Interventi importanti, benché apparentemente di dettaglio, hanno riguardato anche la tempistica delle varie fasi della vita societaria che influenzano l'esercizio dei diritti degli azionisti: è stata superata l'interpretazione della direttiva 2004/109/CE (c.d. *Transparency* – v. art. 4) secondo cui l'assemblea si sarebbe dovuta tenere entro 120 giorni dalla chiusura dell'esercizio, interpretazione che ha contribuito alla concentrazione della stagione assembleare in pochi giorni alla fine di aprile. Ora il termine è di 180 giorni, fermo l'obbligo di pubblicazione del progetto di bilancio entro fine aprile (comb. disp. art. 2364 c.c. e art. 154-ter TUF): in questo modo, le assemblee possono facilmente distribuirsi in un più ampio arco temporale.

Anche la Consob ha introdotto alcune semplificazioni, limitatamente agli aspetti oggetto di delega regolamentare: si pensi alla possibilità di richiedere all'intermediario una volta per tutte, anziché in occasione di ciascuna assemblea, l'invio della comunicazione di legittimazione e, inoltre, alla possibilità che quest'ultima sia gestita in forma elettronica.

Nel definire le presunzioni in materia di azioni di concerto, si è esplicitamente previsto che non costituisce di per sé azione di concerto il coordinamento tra più azionisti per esercitare diritti tipici delle minoranze (ad esempio, la presentazione di una lista di minoranza; art. 44-*quater* Reg. emitt.). Si tratta di un aspetto importante, fortemente sentito dagli investitori istituzionali internazionali, che hanno negli ultimi anni lamentato l'ambiguità della nozione di "acting in concert", evidenziando come tale ambiguità potesse rappresentare un freno al loro attivismo. Un'ulteriore semplificazione per favorire il coordinamento tra gli azionisti potrebbe poi essere ottenuta stabilendo, questa volta attraverso una modifica alle vigenti disposizioni di rango primario, un'esenzione dagli obblighi di pubblicità altrimenti applicabili ai patti parasociali per gli accordi volti all'esercizio di diritti strutturalmente propri delle minoranze, anche se tra soci che congiuntamente detengono una partecipazione superiore alla soglia iniziale di rilevanza del 2 per cento.

Come anticipato, la stagione assembleare appena conclusa ha visto una partecipazione degli azionisti senza precedenti. Tuttavia, se guardiamo ai dati di confronto internazionale, il tasso storico di partecipazione alle assemblee delle società

quotate italiane depurato dalla quota degli azionisti di controllo resta modesto. Anche nell'ultima tornata assembleare, il miglioramento nell'afflusso dei voti che ho ricordato è stato determinato quasi integralmente dagli investitori istituzionali esteri, passati da circa il 10% del capitale nel 2010 al 18% nel 2011. La stagione assembleare 2011 conferma quindi l'apatia degli investitori istituzionali italiani, la cui presenza (già bassa in precedenza rispetto agli esteri) è sostanzialmente invariata.

### 7. *Le quote di genere*

Nel luglio di quest'anno il nostro legislatore – questa volta senza esservi obbligato da un'imposizione europea – ha stabilito che gli statuti delle società quotate debbano assicurare che il riparto degli amministratori assicuri l'equilibrio tra i generi, per tale intendendosi una situazione nella quale il genere meno rappresentato abbia, a regime, almeno un terzo dei posti in CdA.

La formulazione della previsione contiene una novità anche di tecnica legislativa. Il regime stabilito dalla norma ha carattere transitorio, applicandosi solo per tre mandati consecutivi. Ciò è particolarmente apprezzabile: la norma rappresenta un primo intervento in questa materia, cosicché può essere opportuno verificare se sia sufficiente “rompere il ghiaccio” (o, meglio, il soffitto di cristallo) per ottenere in seguito, anche senza vincoli legislativi, composizioni meno squilibrate dei CdA. Se le resistenze fossero tali da riprodurre, pur dopo i tre mandati, una situazione analoga a quella attuale, il Parlamento potrà valutare se prorogare questa previsione.

L'attuazione della legge sulle c.d. quote rosa potrebbe avere inattese conseguenze positive sulla *corporate governance* delle società italiane, al di là di quelle direttamente connesse con una maggiore diversità di genere negli organi sociali. Sul presupposto (ragionevole, anche se politicamente scorretto) che nell'adeguarsi alle nuove norme le società tenderanno a circoscriverne l'impatto e i costi, sono prevedibili quattro sviluppi.

Primo, i CdA potrebbero diventare più piccoli. Così, le società ridurrebbero il numero di componenti del genere meno rappresentato da eleggere, se non altro per ridurre il numero di volti nuovi in consiglio e i correlati rischi. Uno dei pochi punti su cui gli studiosi di *corporate governance* perlopiù concordano è che i CdA snelli funzionano meglio di quelli pletorici. Molte grandi società quotate italiane hanno CdA più numerosi che altrove e si avvantaggerebbero di una scelta in tal senso.

Secondo, la durata dei consigli d'amministrazione potrebbe passare da tre anni a uno. La nuova legge si applica infatti solo per tre mandati consecutivi. Per prassi, in Italia la durata in carica degli organi sociali è di tre anni, ossia il massimo consentito dal codice civile. Ma nulla vieta di prevedere durate inferiori. Se una società sceglie la durata di un anno, la legge le si applicherebbe per soli tre anni. Quote di genere a parte, la durata di un anno sarebbe uguale a quella prevalente nei paesi d'origine dei principali investitori istituzionali. Essi apprezzeranno la novità, in quanto loro familiare. Inoltre, crescerebbe l'*accountability* degli amministratori nei confronti degli azionisti.

Certo, qualcuno potrebbe temere che così facendo la gestione delle società quotate divenga più miope, vista la necessità di ottenere la rielezione ogni anno. Ma, data la durata limitata dell'esperimento (tre anni in tutto), si tratterebbe di un'innovazione reversibile e, dunque, poco preoccupante. Del resto, la visione del *management* non cambierebbe dove sono presenti azionisti di controllo.

Terzo, per trovare buoni candidati per le cariche sociali, diventerà più comune l'utilizzo di cacciatori di teste. È noto che alcune delle società specializzate nell'individuare candidati per i CdA forniscono anche servizi di consulenza in materia di corporate governance. La caccia ai candidati del genere meno rappresentato potrà dunque diventare un'utile leva per offrire consulenza sulla governance. Grazie a queste consulenze, le società potrebbero migliorare i propri standard.

Quarto, chi siede in un CdA in quanto azionista non sarà certo disposto a cedere il posto a persone del genere meno rappresentato. Più facile è che siano le posizioni di amministratore indipendente ad essere assegnate alla minoranza di genere.

Senza fare nomi, vengono in mente diversi casi, anche recenti, di sapiente ed efficace uso dei poteri individuali da parte di sindaci e amministratori del genere finora meno rappresentato. Se questa evidenza aneddotica è indicativa, la dialettica tra manager (o azionisti di controllo) e amministratori indipendenti potrebbe dunque diventare più accesa, a tutto vantaggio degli azionisti di minoranza.

Accanto a questi effetti positivi della nuova legge, resta il dubbio se il non aver differenziato tra società quotate grandi e piccole sia stata la scelta migliore. Per le piccole società quotate i costi, sostanzialmente fissi, della ricerca di candidati del genere meno rappresentato avranno infatti maggiore peso. Le nuove norme potrebbero dunque incidere sulla scelta di restare sul listino nonché su quella se quotarsi: proprio in un periodo in cui

la corsa ai *delisting* stava mostrando segni di rallentamento e stavano comparando all'orizzonte nuove matricole, una maggiore flessibilità avrebbe forse giovato.

#### 8. *La nuova disciplina delle operazioni con parti correlate: l'enforcement*

Tra le riforme più significative compiute in tempi recenti vi è l'adozione, da parte della Consob, del regolamento per le operazioni concluse con parti correlate. Il regolamento attua una previsione del codice civile (l'art. 2391-*bis*) introdotta, nel dicembre 2004, in seguito allo scandalo della Parmalat avvenuto un anno prima: alla Consob fu demandata la definizione di principi in tema di trasparenza e di correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate.

La disciplina rafforza la tutela degli azionisti di minoranza sottoponendo a particolari garanzie le operazioni concluse in presenza di un conflitto di interessi dei soci di controllo (o che esercitino influenza notevole) o degli amministratori. A tal fine, si fa affidamento, da un lato, sul ruolo degli amministratori indipendenti in tutte le fasi del processo decisionale e, dall'altro, sulla trasparenza delle condizioni alle quali queste operazioni sono concluse. Le funzioni degli amministratori indipendenti sono calibrate a seconda della dimensione dell'operazione: per quelle "di minore rilevanza" (sotto la soglia del 5% del maggior valore tra capitalizzazione o patrimonio netto) essi esprimono un parere non vincolante, che il consiglio di amministrazione può disattendere dando informazione sui motivi che lo hanno indotto a tale scelta.

Per le operazioni di maggiore rilevanza, gli amministratori indipendenti devono essere coinvolti nelle trattative, ricevendo un ampio e tempestivo flusso di informazioni e avendo la possibilità di chiedere chiarimenti e formulare osservazioni agli esecutivi. In questo caso, poi, il loro eventuale parere negativo è vincolante per il consiglio di amministrazione, il quale, se le procedure e lo statuto lo consentono, può compiere l'operazione solo se questa è approvata dall'assemblea, che decide, oltre che con le maggioranze prescritte dal codice civile, con il voto favorevole della maggioranza dei soci non correlati (*whitewash*) (art. 8). Le operazioni di maggiore rilevanza devono essere comunicate al mercato entro sette giorni dalla delibera attraverso un documento che riporti, tra l'altro, il parere degli indipendenti e degli eventuali consulenti (art. 5).

A parte alcune semplificazioni per le società neoquotate e per quelle di minori dimensioni, il Regolamento OPC prevede esenzioni per talune operazioni (art. 13). Tra

l'altro, non sono soggette alle regole ricordate le operazioni di importo esiguo (la soglia essendo specificata dalla singola società) e quelle ordinarie che siano concluse a condizioni equivalenti a quelle di mercato o a condizioni standard e, infine, le operazioni urgenti.

La disciplina delle operazioni con parti correlate presenta inevitabilmente alcune aree di flessibilità che permettono di renderla applicabile senza costi eccessivi: si pensi, da un lato, al ricorso agli amministratori indipendenti, la cui qualifica discende da un giudizio della società che presenta alcune delle controindicazioni tipiche di un'autovalutazione, e, dall'altro, alle esenzioni ora ricordate. La vera sfida per il futuro è, in questi casi, l'*enforcement*.

Sotto il primo aspetto (valutazione dell'indipendenza e ruolo degli indipendenti) sono stati innanzitutto rafforzati i presidi procedurali relativi alla valutazione dell'indipendenza degli amministratori. In proposito, l'ordinamento italiano conosce attualmente due nozioni di "indipendenza degli amministratori" (tre se si contano anche le regole, ancora non emanate, relative alle società bancarie, assicurative e finanziarie): una dettata direttamente dal Tuf attraverso un richiamo ai requisiti dei sindaci, l'altra stabilita dal Codice di autodisciplina delle società quotate. Il Regolamento OPC fa riferimento a quest'ultima nozione, più stringente ma più flessibile, conservando la prima solo per le società che non aderiscano al Codice. Anche in seguito all'intervento della Consob, che aveva preannunciato l'intenzione di intervenire in materia, il Comitato per la corporate governance ha raccomandato agli emittenti che aderiscano al Codice di precisare e motivare, nei comunicati diffusi dopo la nomina dei nuovi consigli di amministrazione, l'eventuale adozione di criteri di giudizio differenti da quelli stabiliti dal Codice stesso nonché di indicare a quali parametri di valutazione si sia fatto riferimento nel giudicare come "non significativi" eventuali rapporti (ad esempio: di carattere commerciale o professionale) potenzialmente idonei a ledere l'indipendenza dell'amministratore.

È chiaro peraltro che nessuna definizione sarà tanto precisa (e nessuna procedura sarà tanto efficace) da garantire che alla qualifica di indipendenza consegua nei fatti autonomia di giudizio: in questo senso, i veri presidi a tutela del rischio di cattura rimangono quelli di carattere reputazionale che incombono, o dovrebbero incombere, sull'amministratore che non svolga adeguatamente le proprie funzioni. L'effettiva

capacità del Regolamento OPC di frenare il compimento di operazioni con parti correlate svantaggiose per l'emittente dipende infatti dal modo in cui gli amministratori indipendenti svolgeranno il proprio ruolo: anche il più indipendente di loro può infatti essere catturato dal controllante o cadere vittima della convenzione sociale per cui è poco accettato che un amministratore si opponga, anche con il voto contrario, a una proposta di delibera proveniente dal'a.d.

Una seconda area critica dell'*enforcement* del Regolamento OPC riguarda lo sfruttamento delle "valvole di sicurezza" del Regolamento a fini elusivi. È infatti prevedibile – e le prime indicazioni applicative lo confermano – la tendenza, da parte degli emittenti, a interpretare in modo particolarmente estensivo le norme che contemplano esenzioni dall'applicazione del Regolamento. La disciplina di rango primario non prevede, in questi casi, strumenti di intervento diretto da parte della Consob, ma quest'ultima può avvalersi degli ordinari poteri di vigilanza (anche sanzionatoria) sugli organi di controllo. Infatti, questi sono tenuti a valutare, in prima battuta, la conformità al Regolamento delle procedure adottate dagli emittenti e, successivamente, a vigilare sul rispetto delle regole così definite (art. 2391-*bis* c.c.; art. 149 Tuf; art. 4, comma 5, Reg. OPC).

A parte questi (limitati) poteri della Consob, è chiaro che il terreno dell'*enforcement* si svilupperà prevalentemente nei rapporti tra privati. A tale proposito, occorrerebbe svolgere alcune valutazioni più ampie sui limiti che tale strumenti incontra nel nostro ordinamento. Senza *private enforcement*, il *self-enforcement* (voce degli azionisti) è meno efficace, perché la minaccia di agire in giudizio non è credibile, e anche il *public enforcement* diviene meno rilevante, in mancanza della pressione "concorrenziale" che i *private enforcer* privati altrimenti eserciterebbero sull'autorità di vigilanza.

Il problema è che le istituzioni di *private enforcement*, e *in primis* la giustizia civile, versano attualmente in condizioni tali che si esita a spingere per riforme che agevolino l'accesso alla giustizia da parte degli azionisti di minoranza, senza aver prima ottenuto dei miglioramenti. Allo stesso tempo, non è facile ipotizzare alcun serio miglioramento nel campo del *private enforcement* fintantoché la normativa in vigore scoraggerà i privati dall'esercizio delle azioni o, in altre parole, se alle istituzioni di *private enforcement* non si darà la possibilità di acquisire esperienza sul campo.

L'abrogazione del divieto del patto di quota lite nel 2006 è stato un primo e importante passo verso la rimozione degli ostacoli che si frappongono al riconoscimento e all'efficacia del diritto di agire in giudizio dei soci, ma molto altro ancora può essere fatto nella stessa direzione prima che sia serio il rischio di avvicinarsi agli eccessi che si riscontrano negli Stati Uniti.

### 9. I compensi

Tra le operazioni con parti correlate più delicate, anche perché inevitabili, rientrano le determinazioni dei compensi degli amministratori. L'importanza dell'entità e della forma delle remunerazioni percepite dagli esponenti aziendali non deriva solo dal rischio che remunerazioni eccessive diano luogo a fenomeni espropriativi ai danni delle minoranze, ma anche dal fatto che la struttura degli incentivi al *management* è uno degli elementi più importanti tra quelli che la platea degli investitori prende in considerazione nel valutare la *governance* degli emittenti.

Il Regolamento OPC ha sul punto un approccio particolarmente flessibile, in quanto esenta dalla sua applicazione le retribuzioni che siano assegnate sulla base di una politica di remunerazione definita con il contributo di un comitato di soli amministratori non esecutivi, in maggioranza indipendenti, e sulla quale si sia espressa, anche solo con volto consultivo, l'assemblea. Di fatto, si trattava di un rinvio alla disciplina, all'epoca ancora in gestazione in seguito all'emanazione della seconda Raccomandazione europea in materia (2009/385/CE), che sarebbe stata introdotta con l'art. 123-ter Tuf. Quest'ultima norma richiede che sia presentata all'assemblea una relazione annuale sulla remunerazione: la prima parte del documento indica, infatti, le politiche di remunerazione adottate dal consiglio di amministrazione ed è sottoposta al voto non vincolante dei soci. In questo modo, l'assemblea può esprimersi anche sulla remunerazione degli "amministratori investiti di particolari cariche" che il codice civile rimette al consiglio di amministrazione, sentito il collegio sindacale (art. 2389, comma 3, c.c.).

La stessa norma ha poi stabilito che la relazione debba anche informare l'assemblea, con indicazioni questa volta di carattere consuntivo, sull'effettivo ammontare delle retribuzioni assegnate agli esponenti aziendali e ai dirigenti con responsabilità strategiche, sull'esatta composizione di tali remunerazioni e sulla coerenza che queste hanno con la politica approvata l'anno precedente.

La Consob è intervenuta su questa materia in un primo tempo in via provvisoria, nel febbraio 2011, richiedendo alle società quotate di specificare più chiaramente, secondo la indicazioni già dovute secondo il Regolamento emittenti, le singole voci delle remunerazioni di ciascun componente degli organi di amministrazione e controllo.

Successivamente, nel dicembre dello stesso anno la Consob ha adottato, in attuazione della delega contenuta nell'art. 123-ter Tuf, alcune disposizioni regolamentari di dettaglio con riguardo al contenuto delle politiche di remunerazione e dell'informazione di carattere consuntivo da rendere all'assemblea. Non è necessario ricordare tutti gli aspetti sui quali si chiede di dare informazione, ma alcune voci dei nuovi allegati al Regolamento emittenti rendono l'idea dell'importanza dell'intervento: talune evocano fatti di cronaca finanziaria, anche recenti, in occasione dei quali il mercato si è trovato spiazzato davanti a spiacevoli sorprese. Ad esempio, dovranno essere indicati nella seconda sezione della relazione i dettagli dei trattamenti da corrispondere a fine rapporto, tra cui i paracadute d'oro e il godimento di *stock option* anche successivamente alla chiusura del rapporto. Sono inclusi in questa categoria anche i benefici di carattere non monetario: pertanto, anche i *fringe benefit* saranno per la prima volta oggetto di quantificazione economica. L'esperienza ha infatti indicato che sostanziali vantaggi economici possono essere tratti non solo da forme più classiche come l'assegnazione di consulenze agli *ex* amministratori o i corrispettivi per i patti di non concorrenza, ma anche dal comodato d'uso di appartamenti: le politiche adottate dalla società su questi aspetti dovranno essere esplicitate nella prima sezione della relazione all'assemblea e, quindi, sottoposte al voto (non vincolante) di quest'ultima.

Quanto alle *stock option*, il regolamento intende affrontare una delle asimmetrie informative più significative tra manager (e azionisti di controllo) e soci di minoranza, ossia l'incapacità dei secondi di conoscere con esattezza il valore delle remunerazioni corrisposte sotto tale forma. Un significativo miglioramento delle informazioni date al mercato dovrebbe infatti derivare dalla necessità che all'assemblea sia data indicazione del valore di mercato (*fair value*) delle opzioni e degli altri strumenti finanziari assegnati nel corso dell'anno agli esponenti aziendali e agli altri dirigenti con responsabilità strategiche: in questo modo, infatti, sarà finalmente possibile per gli azionisti disporre di informazioni aggiornate, anno per anno, sull'effettivo ammontare della remunerazione variabile.

In virtù di queste nuove disposizioni dovrebbe essere facilitato il raggiungimento dei requisiti di trasparenza che i *proxy advisor* e gli investitori istituzionali richiedono per poter esprimere una raccomandazione di voto positiva sul tema della remunerazione: l'orientamento del voto sul singolo piano dipenderà naturalmente dalle specifiche caratteristiche di quest'ultimo, ma l'assenza di informazioni sufficienti ha spesso determinato, in passato, un'astensione dal voto (se non, addirittura, un voto contrario).

#### 10. *La semplificazione come migliore regolamentazione*

Fino ad ora, mi sono soffermato sulle nuove regole e sul loro *enforcement*. Ma sarebbe un errore di prospettiva rinunciare a valutare se vi siano margini per attenuare l'impatto complessivo delle norme già in essere, anche per evitare che i nuovi oneri (utili) si sommino a vecchi (laddove questi siano divenuti inutili). Poiché ri-regolare significa anche rivedere le regole che non abbiano dato buona prova di sé, la Consob ha istituito nel febbraio del 2011 un Tavolo per la Semplificazione Regolamentare, con la partecipazione di associazioni di categoria, operatori, consumatori ed esperti. L'obiettivo dei lavori era di rendere meno onerosa la disciplina per gli emittenti evitando che i costi di *compliance* siano tali da scoraggiare il ricorso ai mercati finanziari.

I temi affrontati dal Tavolo spaziano dai controlli all'informazione societaria, dagli assetti proprietari ai modelli alternativi di amministrazione e controllo. Oggi vorrei però selezionare, tra questi interventi, solo quelli che si caratterizzano per una particolare tecnica normativa adottata: quella del c.d. *opt-out*. L'approccio seguito è stato infatti, su alcune materie, il ricorso a regole di natura opzionale, cosicché l'emittente possa decidere di disapplicare alcune disposizioni, oggi stabilite con norme cogenti. Questa tecnica normativa è stata suggerita ad esempio in materia di informativa societaria: attualmente, il Regolamento emittenti prevede che in occasione di alcune operazioni straordinarie (ad esempio, fusioni, scissioni o acquisti significativi) di entità rilevante gli emittenti siano tenuti pubblicare un documento informativo redatto in conformità agli schemi stabiliti dalla Consob. Questi oneri si aggiungono, in alcuni casi, a quelli già previsti in base alle regole generali del codice civile, con le inevitabili sovrapposizioni e duplicazioni che ne derivano. Pertanto, la Consob ha proposto di rendere le previsioni regolamentari derogabili attraverso un'apposita dichiarazione dell'emittente alla Consob e al mercato.

Similmente, si è suggerito di permettere agli emittenti di tornare a redigere il bilancio civilistico secondo i principi contabili nazionali, in tal modo sottraendosi all'obbligo di adottare, anche per questo documento, i principi contabili internazionali (IAS/IFRS) secondo la scelta operata dal legislatore nazionale (d.lgs. 26 febbraio 2005, n. 38) ma non imposta dal Regolamento europeo (Reg. (CE) n. 1606/2002).

Il regime opzionale è stato proposto anche su materie più strettamente attinenti alla *governance*: sempre previa apposita dichiarazione, le società potrebbero infatti emettere azioni a voto plurimo o introdurre *voting cap*. In questo modo, al margine, un numero maggiore di società potrebbe trovare conveniente la quotazione: gli emittenti sarebbero infatti in grado di adottare regole in materia di assetti proprietari più adeguate alle proprie esigenze, anche limitando la propria contendibilità – ma pur sempre con strumenti meno costosi e opachi di altri oggi assai diffusi, come le piramidi societarie – senza essere costretti ad abbandonare l'uso degli strumenti di separazione tra proprietà e controllo eventualmente in uso prima dell'ammissione a quotazione (allorché, come accade per i limiti al diritto di voto, questi siano consentiti alle sole società chiuse).

Infine, un regime di carattere opzionale è proposto anche con riferimento alla soglia rilevante per l'Opa obbligatoria, per la quale si suggerisce di consentire agli emittenti di derogare alla previsione del 30% sia verso l'alto sia verso il basso (nell'intervallo tra il 25% e il 35%) al fine di calibrare secondo le proprie esigenze il proprio regime di contendibilità.

Le regole opzionali che ho richiamato non sono peraltro tra loro identiche, nella proposta della Consob, quanto al proprio ambito di applicabilità. Alcune deviazioni dalle norme (che diverrebbero) derogabili non si prestano ad essere effettuate “in corsa” in quanto potrebbero essere sfruttate dai soci di controllo per rafforzare la propria posizione dando luogo, pertanto, a un peggioramento della condizione delle minoranze: si pensi a quanto appena rilevato per le azioni a voto plurimo e per la soglia dell'Opa obbligatoria. In questi casi, la Consob ha suggerito di prevedere che la scelta circa il regime applicabile all'emittente debba essere compiuta in sede di prima ammissione a quotazione, così da evitare il rischio che gli investitori restino intrappolati – salva solo la possibilità di vendere a prezzi scontati o di recedere dalla società ottenendo un valore di rimborso tendenzialmente punitivo – in società che adottino strumenti in grado di sfavorire le minoranze azionarie.

L'accresciuta variabilità delle regole potrebbe determinare un aumento dei costi di ricerca dell'informazione per gli investitori, che si vedrebbero costretti ad accertare quali siano le scelte compiute su ogni norma da ciascun emittente. Per eliminare tale effetto, la Consob suggerisce due strumenti. Il primo consiste nella predisposizione, da parte del gestore del mercato, di dispositivi che consentano agli investitori l'agevole individuazione degli obblighi ai quali gli emittenti ammessi alla negoziazione nel mercato regolamentato hanno scelto di sottostare (una sorta di versione specializzata dei meccanismi di stoccaggio centralizzato previsti dalla direttiva *Transparency*). Il secondo, che vede sempre un ruolo attivo, ma questa volta facoltativo, del gestore del mercato, risiede nella possibilità per quest'ultimo di impedire, con una previsione del proprio regolamento, il ricorso alla disciplina opzionale più blanda per determinati mercati o segmenti. In questo modo, il gestore stesso potrà differenziare tra più mercati (o, all'interno di questi, tra più segmenti) aggregando gli emittenti a seconda della qualità più o meno elevata dei presidi di *governance* adottati.