

L'ANALISI

Quando i cda diventano terreno di conquista degli azionisti di minoranza

OGGI LE STESSE NORME REGOLANO I CDA DI SOCIETÀ GRANDI E PICCOLE, DI QUELLE CONTROLLATE DA UN FORTE AZIONISTA DI RIFERIMENTI E DI QUELLE AD AZIONARIATO DIFFUSO. QUESTO COMPORTA ALCUNE DISFUNZIONI. MA NON È IL MOMENTO ADATTO PER APPORTARE MODIFICHE

Luca Enriques *

Quando si parla di nomine nei consigli di amministrazione, è inevitabile interrogarsi sulla peculiarità italiana dei cosiddetti amministratori di minoranza, sui quali A&F ha ospitato nei mesi scorsi vari interventi. La discussione è pacata e le proposte avanzate finora prudenti. Esse paiono riconoscere che l'esperienza è stata tutto sommato positiva: se vi sono stati comportamenti stravaganti o abusivi, perlomeno non hanno avuto eco sulla stampa; e sono invece numerosi gli esempi, da Telecom a Generali, fino a Unicredit, di amministratori di minoranza efficacemente intervenuti a tutela dell'interesse della società. Ma lo strumento, utilizzato frequentemente nelle grandi società, lo è di rado in quelle di minori dimensioni, ove gli investitori istituzionali sono assenti o poco attenti. Già questo aspetto puramente dimensionale induce a dubitare dell'opportunità di una disciplina unitaria. Anche il diverso impatto dello strumento a seconda che si sia in presenza di una società con azionista di controllo ovvero di una ad azionariato frammentato spinge a ipotizzare discipline differenziate. Dove c'è un azionista di controllo, è intuitivo che amministratori strutturalmente a lui non collegati possano contribuire a limitare il rischio di abusi. Invece, nelle società ad azionariato diffuso, mancando una "maggioranza", non solo un rappresentante della "minoranza" è meno giustificato, ma il voto di lista ha creato il curioso fenomeno delle "maggioranze": liste risultate seconde per numero di voti (quelle che candidano gli amministratori uscenti ed esprimono l'amministratore delegato), i cui candidati riescono a imporsi in assemblea, dal momento che la lista più votata, quella degli investitori istituzionali, è "corta". Questa diversità di caratteristiche ed effetti del voto di lista parrebbe giustificare l'idea di lasciare più spazio all'autonomia privata. Se si procedesse su questa via, le più importanti questioni da affrontare per il legislatore diventerebbero tre: (1) quale dovrebbe essere la disciplina di default, applicabile cioè in mancanza di diversa scelta statutaria? (2) Secondo quali regole si dovrebbero approvare le clausole in deroga? (3) Quali dovrebbero essere i limiti a tali deroghe? Sul primo aspetto, la prudenza è d'obbligo. Il meno che si possa dire è che la governance delle società quotate italiane non ha la fortuna di essere presa a modello oltre i nostri confini. Le regole in materia di nomina degli amministratori sono uno dei pochi aspetti apprezzati dagli investitori istituzionali globali: renderle meno incisive d'imperio sarebbe un autogol. Meglio dunque lasciare inalterata la disciplina di default e, semmai, rafforzarla nella direzione di rispettare la volontà delle vere maggioranze (formate da investitori istituzionali) nelle poche società ad azionariato diffuso. Sul secondo aspetto, per le stesse ragioni, bisognerebbe evitare di rendere facile l'adozione di clausole peggiorative dal punto di vista degli interessi dei soci di minoranza, soprattutto in presenza di un azionista di controllo. In aggiunta al quorum assembleare dei due terzi, si potrebbe richiedere anche il voto a favore della maggioranza degli azionisti non collegati all'azionista di controllo (c.d. whitewash). Inoltre, in presenza di loyalty share, si potrebbe pensare di sterilizzarne il secondo voto, nelle delibere volte a deviare dalla disciplina di default, perlomeno per le società che, a inizio 2015, si avvantaggiarono del quorum depotenziato per introdurle. Si potrebbe poi prevedere che vi debba essere un voto di conferma delle clausole di deroga, con le medesime modalità richieste per la loro adozione, ad esempio, ogni sei anni. Infine, i limiti. Qui basti qualche esempio tra le tante opzioni possibili: inderogabilità nelle sole società a più elevata capitalizzazione (dove l'istituto ha dato il meglio di sé); in caso di deroga, whitewash quale condizione necessaria per attribuire a un amministratore la qualifica di indipendente; voto a maggioranza sui singoli candidati, e così via. Ma in un clima politico quanto mai distratto sui temi che riguardano le società quotate (si pensi solo al fatto che il

Governo non si è adeguato alla nuova disciplina degli abusi di mercato, creando un quadro normativo assolutamente incomprensibile), è difficile pensare che una riforma su una materia così sensibile sia al riparo da eccessi di zelo da parte di chi voglia conquistarsi meriti presso i poteri forti (ancorché miopi) di questo Paese. Forse è meglio aspettare tempi migliori, sperando che nel frattempo la Consob riconquisti il ruolo di guida nelle politiche legislative in materia di corporate governance che in questi anni ha purtroppo perduto. * Docente di diritto societario alla Oxford University. Dal 2007 al 2012 commissario Consob. S. DI MEO

Foto: C'è n un clima politico quanto mai distratto sui temi che riguardano le società quotate: si pensi solo al fatto che il Governo non ha adeguato la normativa interna alla nuova disciplina degli abusi di mercato, creando un quadro normativo molto incerto A lato, la sede della Borsa

Foto: Luca Enriques, docente a Oxford, ex commissario Consob