

Notariato

*Rassegna sistematica di diritto
e tecniche contrattuali*

17

Quaderni

Riforma del risparmio e corporate governance

Atti del Convegno tenutosi a Milano il 3 aprile 2006
a cura di Francesco del Bene

E. Bellezza
A. Chieffi
M. Costanza
G. De Palo
F. del Bene

M. Lamandini
R. Sabbatini
P. Santella
E. Tedesco
M. Zanchi

“SHAREHOLDERS’ EMPOWERMENT”,
CONTROLLO PUBBLICO E EFFICIENZA
DELL’IMPRESA QUOTATA

Marco Lamandini

1.- La valutazione della legge di riforma del risparmio nella parte dedicata alla *corporate governance* delle società quotate merita, a mio avviso, di essere (assai sinteticamente, e dunque ellitticamente) compiuta anche con riguardo a due parametri – assai discussi ma certo ben presenti tanto nel dibattito teorico quanto in quello politico – quali sono quelli del ruolo degli azionisti (e in specie degli azionisti diversi da quelli di controllo o diversi da quelli coesi con il *management*) e del ruolo del controllo pubblico al fine di assicurare gestioni sociali dell'impresa che fa appello al pubblico risparmio integre e al tempo stesso efficienti. In tale valutazione occorre naturalmente considerare, assai più che di “mero sfondo”, alcuni dati di contenuto economico e politico:

a) Anzitutto la struttura proprietaria delle società quotate italiane maggiormente diffusa. Anche studi assai recenti (Rigamonti, 2005; Barontini e Caprio, 2005) confermano che essa è a controllo familiare per oltre il 70% dei casi delle quotate italiane (vi derogano alcune delle società quotate fino ai primi anni 90 e le società risultanti da privatizzazioni). Occorre a riguardo altresì considerare che – contrariamente ad una errata e comune percezione (riferita a dati del passato, ormai decisamente superati, e diffusa specialmente da studi internazionali sui benefici privati del controllo: v La Porta, Shleifer, Lopez de Silanes, 1999; Nenova, 2003, Dyck e Zingales 2004) – gran parte delle società quotate negli ultimi 10 anni vede la famiglia conservare a lungo il controllo, specie di diritto (in particolare ove la famiglia comprenda anche il fondatore) pur a seguito della quotazione (il 19% delle società ammesse a quotazione negli ultimi 10 anni ha visto un trapasso del controllo; di esse ben il 35% era già controllata al momento della quotazione da un *venture capitalist*) mentre solo uno stock molto ridotto del campione applica meccanismi – quali strutture piramidali o emissione di categorie di azioni senza voto – diretti a separare proprietà e controllo oltre il limite “fisiologico” della partecipazione di controllo al capitale sociale (sempre Rigamonti, 2005). Il dato (riferito al ruolo del capitalismo familiare) è inoltre comune a gran parte dei capitalismi avanzati: il controllo familiare vale infatti per circa il 65% delle società quotate in Francia e Germania; il 56% in Spagna, il 48% in Svizzera, oltre il 40% nei paesi scandinavi, oltre il 65% delle società quotate ad Hong Kong, Thailandia, Malesia (Faccio e Lang, 2002; Barontini e Caprio, 2005) e il 35% di quelle nordamericane (Anderson e Reeb, 2003). Ciò è oltremodo significativo – naturalmente – in punto di *policy*: le famiglie infatti corrono un rischio non differenziato nell'investimento (e dunque hanno un notevole incentivo al monitoraggio e al coinvolgimento nella gestione al fine di assicurare il ritorno più efficiente

della quasi integrale ricchezza familiare investita) e hanno un orizzonte temporale di lunghissimo periodo, spesso intergenerazionale. Ciò che – a mio avviso – contribuisce notevolmente a ridurre modelli di produzione ad intensa creazione di esternalità negative. In altri termini, la struttura proprietaria familiare, se da un lato determina effetti di “*managerial entrenchment*” e cioè di “infeudamento del controllo” e un correlato rischio di estrazione di rendite, dall’altro lato mette a riparo da politiche di *short term* (e dunque dalla *managerial myopia*) e assicura un *monitoring* effettivo del comportamento manageriale. Ne segue che non sembra esistere una correlazione negativa tra proprietà familiare concentrata e efficienza dell’impresa (Barontini, Caprio, 2005; Anderson e Reeb, 2003 scrivono che “*family ownership is an efficient organizational structure*”), almeno da noi (diversi i dati che provengono dall’estremo oriente: Faccio, Lang e Young 2001) mentre i problemi di efficienza più significativi sembrano da ricondurre: i) all’estrazioni di benefici privati del controllo attraverso operazioni in conflitto o attraverso politiche inerenti alla remunerazione degli amministratori; ii) una certa riluttanza a dare luogo a politiche *intense* di capitalizzazione attraverso aumenti di capitale ove ciò determini la diluizione della partecipazione di controllo (Franzoni e Pelliccioni, 2005: il dato è importante giacché il capitalismo inglese è divenuto negli anni ampiamente indipendente dal ruolo delle famiglie imprenditrici proprio a seguito dei numerosi aumenti di capitale varati in corso di tempo per sostenere intensi programmi di acquisizione: Franks, Mayer e Rossi, 2004); iii) al problema del trapasso generazionale dell’impresa. A riguardo si nota, in molteplici studi recenti, che la *performance* dell’impresa è migliore e più efficiente se il fondatore è parte della famiglia di controllo e svolge un ruolo manageriale effettivo; viceversa che il mantenimento del controllo dell’impresa unito a incarichi manageriali da parte degli eredi può condurre a situazioni di *managerial entrenchment* peraltro non dissimili a quelle che contrassegnano le *public companies* e a *performance* segnate da tassi di crescita inferiori (Mork, Stangeland, Yeung, 2002; Barontini Caprio, 2005, Ripamonti, 2005). L’ostilità con cui la famiglia guarda alla delega di funzioni manageriali a amministratori esterni alla famiglia dipende anche dal timore di espropri della ricchezza da parte del management esterno rispetto agli azionisti (Bhattacharya e Ravikumar, 2001, e 2002; Burkart, Panunzi e Scheifer, 2003): tema rispetto al quale – in diversa prospettiva (quella della tutela del socio di controllo) - assume nuovamente rilievo il problema del *regulatory shareholders’ empowerment* rispetto alla gestione manageriale dell’impresa.

b) in secondo luogo, la struttura e la dimensione del mercato nazionale dei capitali, il suo collocarsi in un forte processo di integrazione nel contesto internazionale e il suo tuttora assai ridotto sviluppo quantitativo (secondo Dyankov, La Porta, Lopez de Silanes e Shleifer, 2006, l’Italia presenta 4,9 società quotate per milione di popolazione, meno dello Zimbabwe (5.7), metà della Germania, poco più di un terzo della Francia, meno di un quinto degli Stati Uniti e quasi un settimo del Regno Unito e della Svezia; dati non molto diversi derivano dal confronto tra capitalizzazione di borsa e prodotto interno lordo). Ciò spiega la sua inidoneità non solo a farsi modello regolatorio nel contesto internazionale (se è avuta finale prova nell’esperienza della direttiva 2004/25 in tema di OPA) ma anche ad elaborare con sufficiente autonomia regole correttive “autoctone”. Ciò contribuisce forse a spiegare – unitamente ai problemi di c.d. “extraterritorial regulatory spillover” (ben avvertiti all’indomani dell’emanazione del Sarbanes Oxley Act: v. Hellwig, 2005) e ai ben noti problemi della politica *nostrana* (rispetto alla quale si direbbe che l’antico male del frazionismo ideologico e settario accresce i problemi, consueti in ogni ordinamento chiamato a disciplinare fenomeni economici, di rischio di cattura del regolatore) – perché le scelte compiute con la recente riforma sono così evidentemente *tributarie* di scelte regolatorie altrui, effettuate peraltro con riguardo a sistemi imprenditoriali ovviamente diversi.

c) In terzo luogo che, anche a livello comunitario, per quanto sia stato varato un ambizioso Company Law Action Plan, l’ansia riformista, mentre ha significativamente contribuito al dibattito (anche in tema di *shareholders’ empowerment* e democrazia azionaria), tarda a dare frutti regolatori importanti (sarà tuttavia da misurare attentamente nei suoi effetti pratici la recente proposta di direttiva sul *cross-border voting*), tanto più che – almeno in occasione dell’ultimo incontro interistituzionale svolto in materia sotto la presidenza inglese nel novembre 2005 a Londra – la parola d’ordine, con riguardo alla regolazione eteronoma dei fenomeni di *corporate governance* - sembrava essere, non sorprendentemente “*less means more*”.

2.- Muovendo da queste premesse di “sfondo” mi pare dunque che possano essere svolte alcune sintetiche considerazioni su entrambi i profili evocati dal titolo del mio intervento. Anzitutto quanto allo *shareholders’ empowerment*.

a) A tale riguardo il legislatore della riforma si occupa solo dell’aspetto di esso che inerisce al ruolo della minoranza nella dialettica societaria. E accresce i poteri della minoranza con l’art. 126-bis (in tema di integrazione dell’ordine del giorno dell’assemblea); con l’art. 139 che, nel definire i

requisiti del committente, delega alla Consob il potere-dovere di stabilire “per società ad elevata capitalizzazione e ad azionariato particolarmente diffuso percentuali di capitali inferiori all’1%”; con l’art. 147-ter che prevede il voto di lista per la nomina da parte della minoranza di un **consigliere**; con l’art. 148 che riserva il presidente del collegio sindacale alla minoranza; con la novella all’art. 2393-bis che attribuisce standing all’azione di responsabilità ai soci che rappresentino un quarantesimo del capitale sociale. Si tratta – a mio modo di vedere – di una visione ancora troppo riduttiva e insufficiente del ruolo delle minoranze, anche rispetto a strutture proprietarie concentrate quali sono quelle italiane. Ciò infatti che, a mio avviso, è del tutto mancante consiste:

i) anzitutto in una risposta al problema del *self dealing* e cioè del conflitto di interessi rispetto a operazioni con parti correlate idonee a consentire l’estrazione di rendite di posizione ai soci di controllo. L’ordinamento inglese risponde al problema con un marcato *shareholders’ empowerment ex ante* attribuendo la competenza ad autorizzare il compimento di simili atti all’assemblea dei soci. E, nel nostro sistema, ciò avrebbe potuto consigliare il deferimento obbligatorio di queste operazioni alla **preventiva** autorizzazione dell’assemblea, semmai – ove gli amministratori siano, come normalmente sono, espressione della famiglia imprenditrice – dando voto solo ai soggetti diversi da quelli controllanti (sul modello ad **esempio** previsto dall’art. 107 t.u.f. in tema di opa preventiva parziale; si noti in proposito che l’argomento secondo cui ciò impedirebbe l’operatività dei gruppi di società non necessariamente coglie nel segno, ove in specie si potessero immaginare discipline differenziate per le operazioni intragruppo in senso proprio e quelle con i manager, gli azionisti di controllo o altre parti correlate). Una soluzione meno radicale era proposta dai disegni di legge di riforma (anche dal testo unificato) e richiedeva “l’espressa autorizzazione del consiglio di amministrazione o di gestione **deliberata** senza la partecipazione del soggetto interessato e previo parere favorevole dell’organo di controllo assunto all’unanimità” (art. 6; v. anche art. 27 del progetto Fassino). La sua mancata approvazione – confermando anche per le società quotate – la disciplina del conflitto di interessi introdotta dalla riforma del diritto societario perpetua una situazione di carenza **regolatoria** obiettivamente grave, e tanto più grave in quanto omette di definire regole proprio con riguardo al principale rischio connesso ad assetti proprietari concentrati e familiari. L’ordinamento italiano, del resto, ha del pari rifiutato di seguire, sul punto, il modello dello *shareholders’ empowerment ex post* seguito ad esempio dall’ordinamento nordamericano attraverso l’apprestamento di

strumenti di reazione giudiziaria intensi sia sul piano della responsabilità dell’organo sia sul piano dell’invalidità dell’atto. Carente è infatti, con tutta evidenza, l’istituto dell’azione di responsabilità esercitata dai soci parametrata a soglie elevate di capitale (il cui possesso, per di più, non è chiaro se costituisca addirittura condizione dell’azione, **determinando** in tal caso un effetto di *lock up* corrispondente a quello **previsto** per l’impugnazione delle delibere assembleari, del tutto incompatibile con le filosofie di investimento degli investitori istituzionali e **fortemente** scoraggiante anche l’attivismo degli investitori privati piccoli e **medi**) così come disincentivante il controllo giudiziario ex post è l’assenza di **strumenti** – pur di difficile valutazione in punto di *policy* – quali le *class actions* e i patti di quota lite.

ii) in secondo luogo, in una più precisa disciplina – anche eteronoma – del tema della remunerazione degli amministratori. Confesso che non credo nella virtù salvifica, rispetto a scelte rispetto alle quali esiste non solo un forte incentivo alla rendita ma anche un forte disincentivo al controllo della rendita stessa derivante dalla struttura concentrata familiare, del solo comitato remunerazione, costituito da amministratori “indipendenti” spesso nominati comunque dalla famiglia imprenditrice. Per quanto solo una minoranza del capitale gestito dall’impresa quotata familiare costituisca “others’ people money”, mi pare che ogni decisione in ordine alla remunerazione (anche rispetto alle speciali cariche) non solo imponga (e non solo facoltizzi, come fa l’attuale art. 2389) che la decisione sia **assunta** in assemblea, ma anche che essa debba ricevere l’approvazione della **stessa** con una maggioranza qualificata (comprensiva dunque di una frazione importante dei soci esterni), in difetto della quale – a contemperamento rispetto a possibili usi strumentali del potere interdittivo della minoranza – si potrebbero immaginare meccanismi di valutazione della **congruità** di mercato della remunerazione proposta, incentrati ad esempio su un’apposita funzione all’uopo svolta dalla stessa Borsa. L’autodisciplina – come meglio dirò *infra* – può infatti, a mio modo di vedere, beneficiare significativamente di economie di rete consistenti nell’accentrare talune funzioni di interesse generale per tutte le società quotate in capo ad un organismo privato (soggetto alla vigilanza pubblica) che espleti con professionalità e imparzialità servizi valutativi. Ciò a maggior ragione quando la natura del soggetto cui verrebbe demandato il controllo è, almeno **in parte**, mutualistica/consortile.

iii) in terzo luogo, in una più attenta considerazione della **necessità** di incentivare la partecipazione attiva alla vita societaria delle **minoranze**. Il

tema è naturalmente più importante per le società quotate che abbiano un modello proprietario diffuso che non per quelle saldamente in mano ad un'azionista o ad una famiglia o ad una ristretta coalizione di controllo maggioritario, anche se pure in queste ultime una minoranza attiva costituisce sempre un buon incentivo al rispetto delle regole da parte della maggioranza. Ad ogni buon conto, benché il modello proprietario della *public company* sia percentualmente meno rilevante nel nostro sistema che non in altri, certo non può stupire la totale assenza di misure dettate a riguardo. Eppure il dibattito e i lavori preparatori maturati in ambito comunitario offrono da un lato significativi impulsi con riguardo all'abbattimento dei costi di transazione connessi all'esercizio del diritto di voto (l'e-voting, già ampiamente discusso a livello di elezioni politiche europee (Trechsel e Mendez, 2005), ha fatto capolino anche nella realtà societaria) e dall'altro lato, ad esempio in Germania e Francia, si discute se non occorra incentivare economicamente l'azionista attivo rispetto a quello passivo, se del caso attribuendo solo al primo un diritto pieno al dividendo (riservando al secondo il medesimo dividendo, meno uno sconto, che rimarrebbe a patrimonializzare la società). Naturalmente, a prescindere dal merito e dall'effettiva efficacia prospettica di queste misure (sulle quali difficile è allo stato esprimere fondati giudizi), il punto appare rilevante soprattutto in relazione al significato di *policy* di siffatte misure: quello cioè di promuovere nella coscienza collettiva una più accentuata consapevolezza del ruolo svolto da un responsabile esercizio dei diritti sociali come funzione di un controllo collettivo della ricchezza la cui gestione è delegata ai veicoli societari ammessi al mercato dei capitali. L'inesistenza di reali misure d'incentivazione dell'attività di associazioni degli azionisti così come la sostanziale inattuazione dell'art. 40, comma 2, t.u.f. (a stregua del quale "la s.g.r. provvede, nell'interesse dei partecipanti, all'esercizio dei diritti di voto inerenti agli strumenti finanziari di pertinenza dei fondi gestiti, salvo diversa disposizione di legge"), con la conseguente perdurante considerazione dei diritti societari, da parte degli intermediari di diritto mobiliare, quali diritti-facoltà e non diritti-funzione, non lasciano certo presagire un'inversione di tendenza circa il ruolo passivo delle minoranze nella dialettica societaria delle quotate italiane. Del resto, proprio il tema della rottura degli equilibri collusivi che talora si osservano, non solo da noi, tra managers e controllanti le società quotate e investitori istituzionali – e che, in punto di diritto societario, si riflette nella rinuncia di fatto dell'esercizio dei diritti di controllo da parte di questi ultimi a favore di un paradigma di comportamento appiattito sulla c.d. "Wall street rule" (si vota

con i piedi e non con le azioni) – costituisce uno dei temi grandi assenti della riforma.

b) Al tempo stesso e quasi all'opposto, la riforma non sembra adeguatamente corrispondere al bisogno di maggior *shareholders' empowerment* al fine di favorire il trapasso generazionale dell'impresa e il progressivo disimpegno da ruoli esecutivi di eredi che, come si è visto, non sembrano, guardando a dati aggregati, contribuire in senso particolarmente positivo alla performance della società. Mancano cioè sufficienti presidi a favore anche della famiglia di controllo per il caso in cui decida di affidare le sorti manageriali della società ad amministratori esterni. In quel caso infatti il rischio di estrazione di rendite – favorito dalla scarsa efficienza dei meccanismi di controllo messi in opera dal legislatore (specie della riforma societaria) – con singolare nemesi si ritorcono contro la famiglia imprenditrice.

3.- Insufficiente è infine, mi pare, l'affidamento di funzioni al controllo pubblico nella legge di riforma. E' oltremodo trasparente, a riguardo, una filosofia regolatoria (di matrice ideologica anglosassone, ormai tuttavia "interiorizzata" anche dal nostro legislatore) ispirata ad una sostanziale sfiducia nella capacità dell'autorità pubblica di contribuire al superamento di fallimenti del mercato mediante interventi correttivi ulteriori rispetto al mero controllo del flusso informativo destinato al mercato. Ne sono testimonianza, tra le altre, le disposizioni che demandano alla minoranza la nomina dei sindaci di minoranza e non alla Consob (come pure era stato suggerito, ad esempio nell'audizione del senatore Pinza: proposta su cui – in verità paradossalmente – lo stesso Presidente Consob aveva manifestato preoccupate perplessità temendo "la culpa in eligendo" dell'autorità!) e, ancor più, le previsioni che – sulla scorta di scelte affermatesi a livello internazionale come effetto di marcate e visibili pressioni di gruppo – lasciano illogicamente ancora all'assemblea il compito di nominare la società di revisione. Ne sono tuttavia ulteriore dimostrazione, ad esempio, la mancata previsione del diritto di *standing* della Consob al fine di promuovere l'azione civile di responsabilità (se del caso per la condanna a danni punitivi come prevedeva l'art. 30 del progetto di legge Fassino e altri) e la totale mancanza di regole – demandate al potere regolatorio della Consob ad instar di quanto previsto per i requisiti di onorabilità dall'art. 147 quinquies – in tema di requisiti di professionalità quantomeno con riguardo agli amministratori cui siano delegate funzioni di vertice di tipo amministrativo e finanziario: regole che, da un lato, potrebbero viceversa contribuire ad una più efficiente selezione nell'accesso alle cariche rispetto al mero diritto di

successione ereditaria per linea familiare e dall'altro lato – e correlativamente – dovrebbero valere a favorire la progressiva apertura della gestione delle società, pur ad assetto proprietario familiare, a gestioni professionali esterne, attentamente vigilate (come osservato sopra) dai soci muniti di prerogative sufficienti di “shareholders’ empowerment”. In questo mio invocare un maggior ruolo demandato all'organo pubblico di controllo anche con riguardo alle regole sostanziali di governance (e non già solo con riguardo ai profili di trasparenza) non v'è, in verità, né alcuna nostalgia delle ingerenze politiche nell'economia né alcun ingenuo affidamento a pretese (ma inesistenti) “impermeabilità” del controllo pubblico rispetto a possibili rischi di cattura. V'è tuttavia la considerazione – forse errata – che le forze di mercato da sole hanno dimostrato in tutti gli ordinamenti (e non solo nel nostro) che i *gatekeepers* privati, lasciati da soli in balia delle antagonistiche e vorticose spinte di mercato, vacillano e spesso cedono rispetto ai potenti incentivi economici connessi al *cheating* e che viceversa là dove questi presidi trovano sponda in un'istituzione pubblica di vigilanza essi riescono a meglio assolvere alla funzione pubblica loro demandata. E poiché il mercato dei capitali – seppur in forme diverse da quello bancario – realizza una intermediazione di ricchezza altrui mediante strumenti che, addirittura, la recente riforma ha ritenuto funzionalmente equivalenti rispetto alle esigenze di informazione (v. la nuova disciplina della sollecitazione avente ad oggetto i prodotti finanziari bancari e assicurativi), v'è certo da domandarsi se – pur senza pervenire a visioni sezionali dell'ordinamento mobiliare che, nella presente configurazione dei mercati finanziari internazionali finirebbero solo con il determinare una fuga altrove degli emittenti – non vi sia luogo per ulteriormente accrescere il controllo pubblico sulla gestione delle imprese quotate nel limitato senso sopra indicato. E in tale prospettiva un tema merita di essere infine considerato. Quello del controllo interno e della revisione (rispetto ai modelli organizzativi e non già rispetto ai dati contabili). La riforma si affida a riguardo – oltre che all'autodisciplina e all'operato del comitato audit – al collegio sindacale. Viene tuttavia da domandarsi se questa prospettiva meramente individuale, parametrata cioè su strumenti di controllo costituiti in capo al singolo emittente, sia sufficiente o se, viceversa, non siano ormai prossimi i tempi in cui occorra immaginare controlli diretti anche esterni. E poiché è facile fin d'ora anticipare le violente rimostranze che molti avanzerebbero rispetto ad un'estensione del controllo pubblico su base continuativa su tali pur rilevanti profili (rimostranze non molto dissimili rispetto a quelle che accompagnarono tra gli anni venti e trenta, l'abbandono della disciplina di

diritto comune per le banche) mi chiedo – forse provocatoriamente – cosa davvero si opponga – sul piano della ricerca di un più efficiente e più solido mercato dei capitali – all'apprestamento quantomeno di strutture consortili di rete, costituite possibilmente in capo alla Borsa, le quali svolgano funzioni di internal audit e revisione su base continuativa, secondo parametri di efficienza ed efficacia di mercato e con oneri a carico delle società emittenti “controllate”.