

***La tutela delle minoranze nelle società quotate: dall'eterotutela alla
società per azioni "orizzontale"***

**The Protection of Minority Shareholders in Listed Companies: from Mandatory
Protection to the "Horizontal" Corporation**

Mario Campobasso

Professore Ordinario di diritto commerciale nella Seconda Università degli Studi di Napoli

Novembre de 2014

ABSTRACT: Proteggere la minoranza nelle società quotate significa proteggere il mercato finanziario. Il contributo presenta un quadro generale degli sviluppi legislativi in tema di protezione della minoranza nelle società quotate italiane. Si sostiene che il livello di protezione della minoranza offerto dalla legge italiana è adeguato ed in linea con i migliori *standards* internazionali. Alcuni ritengono persino che i soci di minoranza siano eccessivamente tutelati dalla legge italiana e che la protezione della minoranza dovrebbe essere conciliata con la necessità di assicurare l'efficienza del controllo e la protezione della società contro scalate ostili. A tal proposito, l'articolo valuta criticamente la recente introduzione (estate 2014) nell'ordinamento italiano di nuovi meccanismi di rafforzamento del controllo come le azioni speciali a voto multiplo. Il lavoro delinea quindi gli scenari futuri della tutela della minoranza nelle società quotate, mettendo in evidenza alcuni punti che richiederebbero un intervento urgente del legislatore e prospettando alcune linee di tendenza della materia: 1) il bisogno di semplificazione normativa; 2) il rilievo crescente dei codici di autodisciplina; 3) un ruolo più rilevante dell'assemblea; 4) l'introduzione dell'uso di internet e delle tecnologie informatiche in assemblea. Significative evidenze empiriche testimoniano negli ultimi anni un rinnovato attivismo dei soci di minoranza in assemblea. Tale fenomeno potrebbe essere parte di un'evoluzione più generale della società civile verso forme di "società orizzontale": vale a dire, la tendenza dei cittadini a formare legami associativi e gruppi su base paritetica per promuovere i loro interessi servendosi dei mezzi messi a disposizione dalle nuove tecnologie informatiche come internet e *social networks*. In particolare, l'uso di internet potrebbe offrire ai soci di minoranza lo strumento di organizzare più efficacemente la difesa dei loro interessi contro i soci di maggioranza. Molti studi sociologici ritengono che l'evoluzione dei corpi sociali verso forme di organizzazione sempre più "orizzontali" sia una tendenza irreversibile. Se tale fenomeno si affermasse anche nel campo del diritto delle società di capitali, potremmo assistere in futuro a significativi ed inaspettati cambiamenti nella *corporate governance*.

Parole chiave: Società di capitali; Società quotate; Protezione della minoranza; Categorie speciali di azioni; Diritti di voto multiplo; Assemblea; Società orizzontale.

ABSTRACT: Protecting minority shareholders of listed companies means to protect the financial market itself. This paper presents an overview of the legal development in minority shareholders' protection in Italian listed companies. It is argued that the level of minority protection established by Italian law is adequate and in line with the best international standards. Some even say that minority shareholders are too much protected by Italian law and that minority protection should be harmonized with the need of implementing control efficiency and protection of the company against hostile take over. In this regard, the paper considers critically the recent introduction (summer 2014) in Italian law of new control enhancing mechanisms, like special shares with multiple voting rights. The paper considers then the future outlook of minority shareholders' protection in listed companies. There are

some points that urgently need for a legislative intervention and some trends that should be stressed: 1) the need for a simplification of law; 2) enhancing self regulation and best practices codes; 3) a more active role of shareholders' meeting; 4) enhancing the use of internet and information technologies in corporate governance. There are strong evidences in the last years of a new activism of minority shareholders in the general meeting. This can be viewed as a part of a more general evolution of the civil societies towards forms of "horizontal society". That is the tendency of people to form allegiances and groups on a base of equality to promote their own interests and goals, using new tools of modern technology like Internet and social networks. Internet could eventually give to minority shareholders the way of better organizing the protection of their interest against the majority. Many sociological studies point out that the trend towards a more and more "horizontal" organization of social bodies is irretrievable. If this evolution will be established also in the field of corporate law, we may assist in the future to a great and unexpected change in corporate governance.

KEY WORDS: Corporations; Listed companies; Minority protection; Special shares; Multiple voting rights; Shareholders' meeting; Horizontal society.

Sommario: *

1. Perché dovremmo tutelare la minoranza nelle società quotate?
2. Chi è la minoranza? Presenta il concetto di minoranza specificità nelle società quotate?
3. Sono i soci di minoranza di una società quotata italiana sufficientemente tutelati?
4. Sono le minoranze di società quotate *troppo* tutelate? Dovremmo rendere la tutela della minoranza più compatibile con l'esigenza di stabilità del controllo e della gestione della società ?
5. Quali prospettive per lo sviluppo della tutela della minoranza?
 - 5.1. Necessità di semplificazione.
 - 5.2. Il problema delle fonti. Con quali strumenti normativi implementare la tutela delle minoranze?
 - 5.3. L'assemblea ritrovata. Verso una società per azioni orizzontale?

Bibliografia

* Il testo rielabora, con integrazioni, la relazione tenuta al convegno in onore di Alberto Mazzone *La tutela delle minoranze nel diritto della società di capitali dopo la riforma*, Pisa 24 ottobre 2014. Lo scritto è dedicato con affetto all'illustre Maestro celebrato nell'occasione.

1. Perché dovremmo tutelare la minoranza nelle società quotate?

Domandarsi quali specificità presenti la tutela delle minoranze nelle società quotate è come interrogarsi sulla ragione stessa di uno statuto speciale delle società quotate e che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio. Si può dire che non vi sia istituto proprio delle società quotate il quale non abbia finalità, diretta o indiretta, di tutelare la minoranza. Perché tutelare gli azionisti di minoranza nelle società quotate è tutelare il mercato. Quando è scoppiato l'*affaire* Ligresti/Fondiaria-Sai, domandava Luigi Zingales: «Se Ligresti fa scuola chi mai investirà in Italia?», invitando gli amministratori indipendenti a vigilare sui conflitti di interesse a tutela della minoranza¹. Ma Alberto Mazzoni questo lo aveva detto già da molto tempo: nelle società quotate gli azionisti di minoranza «trovano esclusivamente nel mercato il *mezzo* e il *fine* della corretta valorizzazione del loro investimento», in contrapposizione agli azionisti di maggioranza che possono trarre, come va di moda dire oggi, «benefici privati dal controllo»². E dunque in questo campo le finalità del *company law* convergono con quelle del *securities law*.

2. Chi è la minoranza? Presenta il concetto di minoranza specificità nelle società quotate?

“La minoranza” come fattispecie generale non esiste, insegna ancora A. Mazzoni: non esiste un concetto unico, “ipostatizzato” di minoranza, valido in assoluto³. Esistono piuttosto molte tipologie di “minoranza” (l’azionista investitore di minoranza, l’azionariato disperso, gli investitori istituzionali ecc.). L’evoluzione della disciplina delle società c.d. “aperte” segue di pari passo l’emersione di tale fenomeno ed i suoi cambiamenti nel tempo in conseguenza delle evoluzioni del sistema economico e sociale.

Di strada ne è stata fatta molta.

Chi si fosse domandato all’indomani dell’emanazione del codice civile del ’42 quale differenza vi fosse al livello normativo fra una società per azioni quotata ed una non quotata, fino al 1974 avrebbe trovato *una sola* norma. È la disposizione che stabilisce i criteri di calcolo del valore della quota di recesso (art. 2437, 1° comma, c.c. vecchia versione, oggi art. 2437-ter c.c.). Per il resto il codice del ’42 non faceva distinzione fra una piccola società a base familiare e un’impresa multinazionale. La disciplina era uguale per tutte.

¹ ZINGALES, *Il «modello» parti correlate*, in *Il Sole 24 Ore*, 3-4-2012, 15. Per chi non fosse pratico delle vicende italiane, basterà ricordare che nella circostanza era emerso un giro di operazioni volto a trasferire risorse dalla società Fondiaria-Sai s.p.a. – impresa assicurativa *leader* in Italia nel ramo danni – a vantaggio di altre società facenti capo allo stesso gruppo di comando (la famiglia Ligresti, appunto) oppure direttamente ai componenti della famiglia. La società Fondiaria-Sai, travolta dalle perdite, è stata poi salvata nel 2012 grazie all’intervento di salvataggio del gruppo bancario Unipol, che ne ha rilevato il controllo, dando vita per fusione al nuovo soggetto UnipolSai Assicurazioni s.p.a. Quanto alla famiglia Ligresti, un membro è riuscito a patteggiare una lieve pena, per gli altri i procedimenti penali non sono stati ancora definiti.

² MAZZONI, *Gli azionisti di minoranza nella riforma delle società quotate*, in *Giur. comm.*, 1998, I, 486 ss.

³ MAZZONI, *Le minoranze nella tipologia della realtà*, in *La tutela delle minoranze nelle società quotate*. Studi in memoria di Alessandro Cerri, a cura di A. Piras, Pisa, 2004, 16 s.

A partire dal 1974 (Legge 7-6-1974, n. 216) le cose cambiano. Si creano due modelli all'interno dell'unico tipo società per azioni, la disciplina delle società quotate e quella delle società non quotate, che col tempo tenderanno a differenziarsi sempre più, tanto che adesso vi è persino chi dubita che sia opportuno, sul piano conoscitivo, trattare unitariamente le due figure o "sottotipi".

Nel 1974 il legislatore interviene su un fenomeno noto da tempo: il c.d. "controllo minoritario"⁴. Nelle società quotate una parte consistente del capitale risulta disperso in miriadi di partecipazioni percentualmente infinitesimali di cui sono titolari una massa di investitori disinteressati ad esercitare i diritti amministrativi: non partecipano all'assemblea, non ne impugnano le deliberazioni, non presentano denunce. Se non sono soddisfatti della gestione, come dicono gli americani, "votano con i piedi" («*They vote with their feet*»): cioè vendono le azioni.

In breve, nelle società quotate convivono due categorie di azionisti: da una parte, i c.d. *azionisti imprenditori* (di maggioranza o di minoranza), che partecipano attivamente alla vita della società. Dall'altra, i c.d. *soci risparmiatori* o *soci investitori*, assenteisti ed esclusivamente interessati a conseguire un rendimento dal capitale investito; del resto costoro sono titolari di investimenti di scarso valore che rendono del tutto improduttivo e diseconomico interessarsi della vita della società: il loro – come si dice - è un atteggiamento di "apatia razionale".

Tutto ciò mette però in crisi le normali dinamiche di funzionamento capitalistiche della società per azioni dettate dal codice civile. Il modello classico della società per azioni presuppone la partecipazione attiva dei soci alle assemblee ed un'effettiva dialettica fra maggioranza e minoranza: la maggioranza esercita il controllo della società e nomina l'organo gestorio; la minoranza vigila ed esercita in caso di possibili abusi strumenti di reazione, quale l'impugnativa dei bilanci e delle altre delibere assembleari.

Di fronte a questo scenario, la riforma del 1974 prende atto che il disinteresse di larga fascia del capitale è irreversibile ed opta decisamente per forme di *eterotutela* dei soci di minoranza nelle società quotate.

Con la riforma del 1974, fra l'altro, viene creata la Consob con la funzione di garantire la completezza e la veridicità delle informazioni diffuse dalla società al mercato; nascono le azioni di risparmio; si introduce la certificazione dei bilanci (oggi revisione legale dei conti); viene modificata in senso restrittivo la disciplina delle deleghe di voto con una serie di limiti quantitativi e qualitativi alla raccolta di deleghe; si impone la comunicazione delle

⁴ Il classico saggio di BERLE e MEANS, *The modern corporation and private property*, del 1932, viene tradotto in italiano e pubblicato da Einaudi nel 1966 (*Società per azioni e proprietà privata*). Ma già Ascarelli, negli anni '50, aveva segnalato il problema in importanti contributi, cfr. ASCARELLI, *In margine alla tutela delle minoranze nelle società per azioni*, in *Studi in tema di società*, Milano, 1952, 139 ss.; *Ib.*, *Rappresentanza assembleare dell'azionista da parte della stessa società o di una banca*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1956, II, 243 ss. In Italia il fenomeno del controllo minoritario delle società quotate è forse meno sviluppato che negli Stati Uniti, ma è presente e tende ad accentuarsi: nel 2013 solo 121 società quotate su 247 – 49% del totale – erano soggette a controllo di diritto (il socio di controllo possiede oltre il 50% del capitale). Nel 1998 invece era il 56 %: cfr. CONSOB, 2013 *Report on corporate governance of italian listed companies*, 4, disponibile sul sito www.consob.it.

partecipazioni rilevanti nelle società quotate; sono limitati quantitativamente gli incroci azionari che coinvolgono società quotate.

Da allora gli interventi legislativi si susseguono, anche se spesso in maniera disorganica. Un momento cruciale di questo flusso di riforme è certamente segnato dall'introduzione, nel 1998, del Testo Unico della Finanza, d.lgs. 24-2-1998, n. 58 (Tuf, o "Legge Draghi", dal nome del Direttore generale del Ministero del Tesoro che coordinava la commissione di riforma, destinato a più alte fortune). Rispetto alla disciplina del 1974, le modifiche del Tuf sono ispirate da una nuova e diversa filosofia in tema di tutela della minoranza nelle società quotate: con il Tuf si passa dall'eterotutela all'*autotutela*. Il Tuf apre nuovi spazi all'autonomia statutaria, rimodella alcuni istituti preesistenti e ne introduce di nuovi che consentono ai soci di minoranza di far valere la propria voce ed agire a tutela dei propri diritti. Emblematico il caso delle azioni di risparmio: azioni speciali senza voto e privilegiate sotto il profilo patrimoniale emesse da società quotate. Nel 1974 il privilegio patrimoniale minimo da riservare agli azionisti risparmiatori era analiticamente determinato con norme imperative e scarsamente tutelanti, perché facilmente aggirabili⁵. Nel '98 si mantiene il principio che le azioni di risparmio sono azioni senza voto privilegiate sul piano patrimoniale, ma la misura e natura del privilegio è interamente affidata alle determinazioni statutarie.

Altrettanto significativa è la nuova disciplina delle maggioranze dell'assemblea straordinaria, con la diversificazione dei *quorum* fra società quotate e non quotate. Il meccanismo introdotto nel 1998 per le società quotate è altamente sofisticato: in caso di bassa partecipazione dei soci all'assemblea riduce le maggioranze richieste per l'approvazione della delibera rispetto alle società chiuse, mentre in presenza di un'elevata partecipazione le incrementa⁶.

Con la riforma del 1998, viene potenziato l'obbligo degli emittenti di comunicare al mercato le informazioni *price sensitive* (art. 114 Tuf). Vengono disciplinati i sindacati di voto, per dare pubblicità ai reali assetti di potere nella compagine sociale (art. 122 Tuf). Si introduce l'azione sociale di responsabilità esercitata dalla minoranza (*shareholders' suit*) traendo

⁵ Ad esempio era stabilito con norma imperativa che le azioni di risparmio assicuravano un dividendo minimo garantito pari al 5% del valore nominale. Ma questa disposizione poteva essere facilmente elusa mediante l'emissione delle azioni con soprapprezzo in modo da diluire l'entità effettiva del privilegio rispetto al prezzo complessivo di emissione.

⁶ Ad esempio, nelle società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, nell'assemblea straordinaria di prima convocazione è richiesto il voto favorevole di oltre la metà del capitale, mentre nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio il *quorum* costitutivo è fissato al 50% del capitale e quello deliberativo è 2/3 del capitale rappresentato in assemblea (art. 2368 c.c.). In questo modo, ipotizzando che la società abbia emesso 100 azioni, nelle società "chiuse" con 51 voti favorevoli la delibera è sempre approvata. Invece, nelle società "aperte" gli stessi voti potrebbero non bastare; dipende dalla partecipazione concreta all'assemblea: se nell'adunanza sono rappresentate 50 azioni (*quorum* costitutivo minimo), la delibera è approvata con solo 34 voti favorevoli (2/3 di 50); ma se per ipotesi fosse presente in assemblea l'intero capitale, sarebbero necessari invece 67 voti favorevoli (2/3 di 100).

Il buon funzionamento di questo sistema, che valorizza la partecipazione assembleare dei soci di minoranza, ha indotto il legislatore ad estenderne l'applicazione nel 2003 all'assemblea straordinaria di seconda o successiva convocazione delle società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, con *quorum* costitutivi più ridotti (oltre 1/3 del capitale). A partire dal 2012 inoltre è stato stabilito che, se lo statuto non prevede diversamente, le assemblee delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio tengono l'assemblea in unica convocazione con *quorum* ulteriormente ribassati: *quorum* costitutivo, 20% del capitale, *quorum* deliberativo 2/3 del capitale rappresentato in assemblea (art. 2369, 1° comma, c.c., modificato dal d. lgs. 18-6-2012, n. 91).

spunto dal diritto nordamericano, poi estesa nel 2003 a tutte le società per azioni⁷. Si riducono le percentuali di capitale necessarie nelle società quotate per l'esercizio di alcuni diritti della minoranza, come la denuncia al tribunale di gravi irregolarità (5% invece di 10%: art. 128 Tuf, oggi sostituito dall'art 2409 c.c.); il diritto di ottenere un'indagine dell'organo di controllo su fatti censurabili (2% invece di 5%, art. 128, 1° comma, Tuf oggi sostituito dall'art. 2408 c.c.); il diritto di chiedere la convocazione dell'assemblea (10% invece che 20%, art. 125, 1° comma, Tuf abr. oggi sostituito dall'art. 2367 c.c., modificato dal d.lgs. 27/2010, che ha ulteriormente ribassato le percentuali). Per quanto riguarda la partecipazione all'assemblea, sono introdotti (sia pur inizialmente senza molto successo pratico, come vedremo oltre) il voto per corrispondenza e semplificazioni nella disciplina delle deleghe di voto con gli istituti della raccolta e della sollecitazione delle deleghe voto. Viene semplificata la disciplina delle offerte pubbliche di acquisto, che consente ai soci di minoranza il disinvestimento in caso di cambio del controllo sulla società.

Questo nuovo orientamento di politica legislativa, questo rivalutare gli strumenti di autotutela dei soci, corrisponde ad un cambiamento della realtà. Dal '74 al '98 è cambiato il mondo economico, sono mutati gli attori che operano sul mercato dei capitali e nel sistema delle società quotate. Accanto alle tradizionali figure dell'azionista imprenditore e dell'azionista piccolo risparmiatore si afferma, partire dagli anni '80, una nuova categoria di azionista investitore: gli investitori istituzionali. I fondi comuni aperti nascono in Italia nel 1983 (legge 23-3-1983, n. 77), le società di investimento a capitale variabile nel 1992 (d.lgs. 25-1-1992, n. 84), i fondi pensione nel 1993 (d.lgs. 21-4-1993, n. 124), i fondi comuni chiusi nel 1994 (legge 25-1-1994, n. 86), nel frattempo gli investitori istituzionali stranieri iniziano sempre più ad investire nelle nostre società. Questa categoria di soggetti è composta di investitori professionali, i quali, pur essendo di solito titolari di quote di minoranza, tendono a partecipare alla vita della società; fanno sentire la propria voce dentro e fuori dalle assemblee; si pongono talvolta in contrasto con le politiche del gruppo di comando⁸.

La riforma del '98 prende atto che ormai il mondo degli azionisti investitori è fatto di due categorie: gli investitori minimi e gli investitori istituzionali. Così si capisce che i tempi sono maturi per iniziare a rafforzare la posizione di questi ultimi investitori con strumenti di autotutela.

E questa nuova linea di tendenza è stata confermata anche dalle successive riforme che hanno inciso sugli istituti della tutela della minoranza, fra cui in particolare la riforma organica delle società di capitali del 2003 (d.lgs. 17-1-2003, n. 6) e la legge sulla tutela del risparmio del 2005 (Legge 28-1-2005, n. 262)⁹.

⁷ Attualmente l'istituto è disciplinato dall'art. 2393-*bis* c.c. Possono proporre l'azione sociale di responsabilità i soci che rappresentano il 20% del capitale nelle società "chiuse" e il 2,5% nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio. In caso di accoglimento della domanda, il risarcimento spetta alla società, che è tenuta soltanto a rimborsare i soci attori delle spese processuali.

⁸ Nel 2013 gli investitori istituzionali erano presenti in 92 società quotate italiane (37% del totale) con una partecipazione media del 7%. Cfr. CONSOB, 2013 *Report on corporate governance of italian listed companies*, III, disponibile sul sito www.consob.it.

⁹ Per maggiori dettagli sull'evoluzione della disciplina delle società per azioni sia consentito rinviare a G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale, 2, Diritto delle società*, 8ª ed. a cura di M. Campobasso, Torino, 2012, 142 ss.

3. Sono i soci di minoranza di una società quotata italiana sufficientemente tutelati?

Premetto subito che casi come Parmalat o Madoff in cui la malversazione del patrimonio sociale ed il dissesto sono stati celati con inganno e raggiri ci sono stati e, probabilmente, ci saranno sempre, al di là delle responsabilità individuali nei singoli casi. Non c'è sistema di controlli, per quanto rigido, che tenga di fronte ad un disegno criminale architettato con premeditazione.

Ciò nonostante, se si guarda all'attuale situazione normativa senza pregiudizi o preconcetti, credo non si possa negare che in questi anni siano stati fatti notevoli progressi e almeno in astratto i soci di minoranza di una società quotata italiana godono di strumenti di tutela comparabili con gli ordinamenti più avanzati. Lo si può constatare con una rassegna anche sommaria ed incompleta delle aree fondamentali in cui si articola la tutela delle minoranze: l'informazione societaria, il potere di *voice* ed il diritto di *exit*.

In Italia abbiamo introdotto il diritto al disinvestimento quando la società entra o esce dal perimetro di un gruppo¹⁰. Abbiamo introdotto una disciplina della responsabilità della capogruppo che abusa della controllata nell'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento¹¹. Abbiamo dato pubblicità alle partecipazioni rilevanti ed ai patti parasociali¹². Abbiamo introdotto l'azione sociale di responsabilità esercitata dalla minoranza (art. 2393-*bis* c.c.). La minoranza ha diritto di nominare almeno un amministratore col sistema del voto di lista ed un componente dell'organo di controllo che funge da presidente¹³. La minoranza può denunciare al tribunale gravi irregolarità ed ottenere che i sindaci indaghino su fatti censurabili¹⁴. Le relazioni finanziarie ed i bilanci sono soggetti a revisione

¹⁰ In base all'art. 2497-*quater* c.c. (inserito nel codice civile dal d.lgs. 6/2003) il diritto di recesso spetta all'inizio o alla cessazione della soggezione della società all'altrui attività di direzione e coordinamento, quando ne deriva una significativa alterazione delle condizioni di rischio dell'investimento ed non venga promossa un'opa. Ulteriori cause di recesso sono riconosciute quando la capogruppo è condannata per abuso dell'attività di direzione e coordinamento sulla società controllata, oppure quando la stessa capogruppo ha mutato scopo o oggetto sociale.

¹¹ L'art. 2497 c.c. (introdotto anch'esso dal d.lgs. 6/2003) sancisce la responsabilità della capogruppo che esercita il potere di direzione e coordinamento in violazione dei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale, cagionando alla controllata un danno nell'interesse proprio o altrui. La responsabilità è prevista direttamente nei confronti dei creditori e dei soci della controllata.

¹² In base all'art. 122 Tuf i patti parasociali come sindacati di voto o di blocco che riguardano una società quotata devono essere comunicati alla società stessa, alla Consob, pubblicati sulla stampa quotidiana e depositati presso il registro delle imprese. In mancanza il patto è nullo ed il diritto di voto delle azioni sindacate è sospeso.

¹³ La legge per la tutela del risparmio (262/2005) ha stabilito che almeno un componente del consiglio di amministrazione debba essere eletto dalla minoranza (art. 147-*ter* Tuf). Inoltre almeno un componente del consiglio di amministrazione (due, se il consiglio è composto da più di sette membri) deve essere un amministratore indipendente. Quanto al collegio sindacale, l'art. 148 Tuf decreta che almeno un componente sia nominato dalla minoranza con il sistema del voto di lista. Il presidente del collegio è nominato fra i sindaci eletti dalla minoranza. Regole analoghe sono previste per i corrispondenti organi di controllo del sistema monistico e dualistico.

¹⁴ La denuncia al tribunale di gravi irregolarità può essere presentata dai soci che possiedono il decimo del capitale, o il ventesimo nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio (art. 2409 c.c.). In base all'art. 2408 c.c., inoltre, ogni socio può denunciare fatti censurabili al collegio sindacale. L'organo di controllo è tenuto ad indagare senza ritardo quando la denuncia provenga da soci che rappresentano la

legale secondo una disciplina particolarmente attenta ad assicurare l'indipendenza del revisore (d.lgs. 27-1-2010, n. 39). La minoranza può chiedere la convocazione dell'assemblea, oppure l'integrazione dell'ordine del giorno, e presentare domande sulle materie all'o.d.g. alle quali gli amministratori sono tenuti a rispondere per iscritto pubblicamente oppure durante l'assemblea¹⁵. La disciplina dell'opa garantisce la possibilità di disinvestimento a prezzi equi o vantaggiosi quando passa di mano il controllo della società (art. 106 Tuf).

Certo, altro è – come si dice - la *law in the books*, altro è la *law in action*. Se si va a vedere l'effettivo impiego di questi istituti, ci si rende conto che alcuni di questi sono poco o nulla utilizzati. L'esercizio dell'azione sociale di responsabilità da parte della minoranza è in Italia un fenomeno rarissimo, diversamente che negli Stati Uniti, soprattutto perché in Italia non è consentito il c.d. *patto di quota lite*: sicché il socio agente deve sopportare i costi legali dell'azione in caso di soccombenza, mentre in caso di vittoria il risarcimento spetta alla società, tenuta soltanto a rifondere le spese processuali. Ma forse l'efficacia deterrente di alcuni istituti non sta nel numero di volte in cui sono utilizzati, bensì semplicemente nel fatto di esserci e di poter essere teoricamente azionati¹⁶.

Certo, attribuire alla minoranza il diritto di nominare una parte delle cariche sociali non serve a nulla se poi l'amministratore indipendente o di minoranza, o il sindaco di minoranza si lasciano "catturare", come dicono gli economisti: perdono la loro indipendenza di giudizio e si appiattiscono, più o meno disinteressatamente, sull'orientamento e sulle modalità operative della maggioranza dei componenti dell'organo di cui fanno parte. Bisognerà sviluppare, ed in parte già lo si sta facendo, una nuova cultura professionale di questi amministratori e controllori indipendenti¹⁷.

ventesima parte del capitale, o un cinquantesimo nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio.

¹⁵ Il diritto di chiedere la convocazione dell'assemblea spetta ai soci che rappresentano un decimo del capitale sociale, o un ventesimo nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio (art. 2367 c.c.). Invece, l'integrazione dell'ordine del giorno di un'assemblea già convocata può essere richiesta (solo nelle società quotate) dalla minoranza che rappresenta un quarantesimo del capitale (art. 126-bis Tuf introdotto dalla legge 262/2005). La convocazione dell'assemblea o l'integrazione dell'ordine del giorno non possono essere chiesti per argomenti sui quali l'assemblea delibera per legge su proposte o atti di competenza degli amministratori.

¹⁶ Lo rilevava, all'indomani della riforma del 1998, G.F. CAMPOBASSO, *Art. 129. Azione sociale di responsabilità*, in *Testo unico della finanza*, commentario diretto da G.F. Campobasso, Vol. II, Torino, Utet, 1067 s. Sul punto si veda anche l'ampia indagine di LATELLA, *L'azione sociale di responsabilità esercitata dalla minoranza*, Torino, 2007, 26 ss.

Quanto al "patto di quota lite", vale a dire il patto con cui si stabilisce che l'avvocato percepirà un compenso solo in caso di vittoria ed in proporzione al risultato utile conseguito, esso si riteneva tradizionalmente vietato dai principi deontologici e dall'art. 2233, 4° comma, c.c. il quale stabiliva il divieto per gli avvocati «di stipulare con i loro clienti alcun patto relativo ai beni che forma oggetto delle controversie». Dopo la riforma della norma codicistica in senso più permissivo ad opera del d.l. 4-7-2006, n. 223, conv. in legge 248/2006 (sono leciti i patti sui compensi degli avvocati purché redatti in forma scritta) è intervenuto ulteriormente l'art. 13, 4° comma, legge 31-12-2012, n. 247 a disporre «la nullità degli accordi i quali l'avvocato percepisca come compenso in tutto o in parte una quota del bene oggetto della prestazione o della ragione litigiosa». Il divieto è stato da ultimo ribadito anche dall'art. 25, 2° comma, del nuovo codice deontologico forense, approvato nel 2014, e dalla decisione disciplinare del CONSIGLIO NAZIONALE FORENSE, 30.12.2012 (n. 124/2012).

¹⁷ È comunque significativo che, in base ad un'indagine di Assonime riferita al 2012, gli amministratori indipendenti e quelli di minoranza risultano i componenti di gran lunga meno pagati del consiglio di amministrazione: cfr. ASSONIME, *La Corporate Governance in Italia: autodisciplina e remunerazioni (Anno 2012)*, 96 ss., reperibile sul sito www.assonime.it. Per ulteriori riferimenti, rinvio a M. CAMPOBASSO, *I compensi degli amministratori di società quotate: l'esperienza italiana*, in *Riv. soc.*, 2011, 706 ss.

Certo ancora tutto questo quadro di tutele va inserito nel contesto, ben più sconcertante, del sistema-Italia. Nel 2005 abbiamo fortemente rafforzato i poteri di indagine della Consob per accertare abusi e manipolazioni di mercato (legge 18-4-2005, n. 62 in attuazione della direttiva 2003/6/CE), consentendo persino alla Commissione di avvalersi della Guardia di finanza per svolgere gli accertamenti (art. 187-*octies* tuf) come un vero organo inquirente. Non avremmo fatto male, però, a rafforzare in maniera congrua anche le risorse umane che la commissione può dedicare a questi compiti fondamentali per la tutela del mercato. Soprattutto, poi, vi è il problema della lentezza della giustizia civile che diluisce, talvolta fino a concentrazioni omeopatiche, l'efficacia di qualsiasi diritto sia attribuito dalla legge.

Ma insomma, sia pur in un quadro non privo di ombre e di margini di miglioramento, ritengo che gli strumenti di (auto- ed etero-) tutela offerti dal nostro ordinamento ci siano e siano di un certo peso.

4. Sono le minoranze di società quotate *troppo* tutelate ? Dovremmo rendere la tutela della minoranza più compatibile con l'esigenza di stabilità del controllo e della gestione della società?

Periodicamente torna a galla, in modo più o meno esplicito, il tema che l'eccessiva tutela delle minoranze sia responsabile del nanismo della borsa italiana: scoraggerebbe le imprese a quotarsi, contribuendo a mantenere il sistema produttivo italiano vincolato ad una sola fonte di approvvigionamento di capitale, il credito bancario; una fonte mai troppo generosa e soggetta a rinsecchirsi (*credit crunch*) durante le crisi finanziarie generali, quando più vi sarebbe bisogno di erogare liquidità alle imprese. Per contro - si ripete - nei Paesi anglosassoni, le imprese trovano direttamente sul mercato le risorse per effettuare gli investimenti e per questo sono più grandi e capaci di meglio competere sui mercati internazionali. E se poi l'impresa italiana si quota - si aggiunge - essa è esposta alle molestie di investitori poco raccomandabili: fondi "locusta", interessati ad assumere il controllo di realtà produttive per smembrarle e guadagnare vendendone le spoglie; grandi gruppi imprenditoriali stranieri, pronti a conquistare i marchi "gioielli" dello stile italiano; fondi sovrani facenti capo a Stati poco democratici e talvolta torbidamente legati a gruppi terroristici¹⁸. È davvero così ? È chiaro che su questo punto ognuno ha le sue idee.

¹⁸ Significative le affermazioni del Presidente della Consob, Giovanni Vegas, il quale in occasione di una *lectio magistralis* tenuta presso l'Università "La sapienza" di Roma il 18-5-2011, ebbe a dire, a proposito della scalata effettuata da Lactalis su Parmalat e delle controverse misure d'urgenza varate *ad hoc* dal Governo per ostacolare la calata dello straniero (d.l. 25-5-2011, n. 26, conv. in legge 73/2011): «Anche in economia ci sono periodi di intensa pioggia in cui serve aprire l'ombrello, per poi richiuderlo quando torna il sole e non è un'operazione anti-mercato. Serve a evitare strappi che porterebbero a operazioni di mercato nocive per i risparmiatori e i consumatori [...] l'Opa non è dettato del vangelo» (la notizia è stata ampiamente riportata dalla stampa: cfr. C. Tucci, *Vegas (Consob): un default del debito potrebbe avere gli stessi effetti del crack Lehman*, in *Il sole 24 Ore*, 18-5-2011, disponibile sul sito www.ilsole24ore.it). Lo stesso Vegas, nel suo primo incontro annuale con il mercato finanziario da presidente della Consob, aveva affermato: «Da sempre la legislazione italiana ha privilegiato fortemente la contendibilità, limitando le possibilità di difesa delle società a fronte di scalate ostili. L'effetto indesiderato è stato quello di accentuare la chiusura degli assetti proprietari delle

Faccio notare solo che è emblematico l'intervento realizzato da ultimo con il d.l. 24-6-2014, n. 91, convertito in legge 116/2014. È stato consentito al gruppo di comando di una società che intende procedere verso la quotazione di blindare preventivamente la propria posizione di potere mediante l'emissione di azioni a voto plurimo prima dell'ammissione alle negoziazioni di borsa¹⁹. Intervenuta la quotazione non si possono più emettere nuove azioni a voto plurimo, ma quelle già emesse conservano il loro privilegio, così rendendo definitiva e permanente la posizione di predominio preconstituita.

Si è sussurrato che la Fiat sia emigrata in Olanda perché il nostro ordinamento non consentiva l'emissione di azioni a voto plurimo; se allora fossimo stati più flessibili, forse FCA avrebbe ancora sede a Torino²⁰. Altri hanno fatto presente che le azioni a voto plurimo sono presenti negli USA in società come Google, Facebook, LinkedIn, Groupon senza creare sfracelli per il corretto funzionamento del mercato²¹.

Magari potremmo domandarci se la scarsa attrattività della piazza italiana per l'insediamento di attività imprenditoriali dipenda soltanto dalla mancanza, ora rimediata, delle azioni a voto plurimo; o se possano influire anche altri fattori come livello di tassazione, burocrazia, corruzione, criminalità, lentezza della giustizia civile, scarsa propensione delle banche a fare credito ecc.

D'altra parte, il funzionamento di uno strumento come le azioni a voto plurimo va anche contestualizzato nell'ambiente in cui si inserisce. Gli Stati uniti non hanno nulla da invidiarci quanto a scandali finanziari, però, sono anche il Paese che ha condannato Bernie Madoff a

imprese» (CONSOB, *Relazione per l'anno 2010, Discorso del presidente della Consob al mercato finanziario*, 9-5-2011, 12 disponibile sul sito www.consob.it). Va notato che, dopo aver ottenuto le auspiccate riforme volte ad rafforzare le difese della società bersaglio contro opa ostili, il presidente della Consob ha anche plaudito alla recente introduzione di strumenti che consentono l'ulteriore chiusura dell'assetto proprietario delle società quotate come le azioni a voto plurimo e la maggioranza del diritto di voto: cfr. *Audizione del presidente della Consob davanti alle commissioni 10a e 13a del senato, del 2-7-2014*, sul sito www.consob.it.

¹⁹ In base al nuovo art. 2351, 4° comma, c.c. le società non quotate possono emettere azioni speciali a voto plurimo che attribuiscono fino ad un massimo di *tre voti* per ciascuna azione, anche per particolari argomenti o subordinatamente al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative. Per le società costituite anteriormente al 31-8-2014 è però necessario che la relativa deliberazione sia assunta, in ogni convocazione, con il voto favorevole dei due terzi del capitale rappresentato in assemblea (art. 212 disp. att. c.c.).

Per contro, gli statuti delle società quotate possono riconoscere una *maggiorazione del voto* ai soci titolari di azioni da non meno di ventiquattro mesi, fino ad un massimo di *due* voti per ciascuna azione continuativamente posseduta per il periodo richiesto (art. 127-*quinquies* Tuf, introdotto dal d.l. 91/2014). Le azioni a cui si applica la maggioranza del voto non costituiscono una categoria speciale e perciò, se il socio aliena le sue azioni a titolo oneroso o gratuito, il privilegio si perde senza trasmettersi all'acquirente. La maggioranza di voto non può però essere prevista dalle società quotate che hanno conservato azioni a voto plurimo emesse prima dell'emissione (art. 127-*sexies*, 3° comma, Tuf).

²⁰ Come noto, Fiat s.p.a. e Chrysler Group LLC si sono fuse con effetto dal 12 ottobre 2014 dando vita a Fiat Chrysler Automobile n.v., società con sede in Olanda, domicilio fiscale nel Regno Unito e quotata a New York e alla Borsa italiana. Lo statuto di FCA contiene meccanismi di maggioranza del diritto di voto, mediante l'emissione di azioni aggiuntive a voto speciale, a favore dei soci di lungo periodo: i principali documenti della fusione sono pubblicati in *Riv. soc.*, 2014, 1124 ss. (in particolare per le azioni a voto speciale, 1171 ss.) con commento di P. MARCHETTI, *Le fusioni transfrontaliere del gruppo Fiat - Chrysler*.

Per inciso rilevo che, se Fiat non è più una società italiana, Chrysler non è più una società statunitense, ma non mi risulta che gli americani ne abbiano fatto per questo un dramma nazionale. A loro interessa di più sapere dove verranno sviluppate e prodotte le autovetture e quali investimenti l'impresa intende fare. Pragmatismo anglosassone.

²¹ Cfr. *Audizione del presidente della Consob davanti alle commissioni 10a e 13a del senato, del 2-7-2014*, reperibile sul sito www.consob.it. Ivi si fa presente che in Italia sono da tempo presenti meccanismi di rafforzamento del controllo (*control enhancing mechanisms*) perché in base all'art. 2351 c.c. è possibile emettere azioni senza voto, o a voto limitato, fino alla metà del capitale: se di cento azioni emesse, cinquanta non votano, è come se ciascuna azione ordinaria disponesse di due voti. Ma il punto è che la concentrazione del potere realizzabile con le azioni a voto plurimo è incomparabilmente superiore in quanto è possibile attribuire a ciascuna azione speciale fino ad un massimo di *tre* voti ed emetterne senza limiti.

150 anni di carcere l'anno dopo il suo arresto per la nota truffa finanziaria. L'Italia invece ha impiegato sette anni per revocare a Callisto Tanzi l'onorificenza di cavaliere del lavoro ed il processo per la bancarotta di Parmalat si è concluso in Cassazione dopo 11 anni (7-3-2014) con una condanna a 17 anni e 5 mesi di reclusione. Non nego che in un sistema come il nostro avrei qualche perplessità ad investire i miei risparmi in una società quotata il cui gruppo di comando avesse la garanzia statutaria di assoluta inamovibilità, qualsiasi cosa succeda²².

Analogo discorso si potrebbe fare per le modifiche introdotte nella disciplina dell'offerta pubblica di acquisto obbligatoria. L'opa è un fondamentale istituto di tutela delle minoranze nelle società quotate, perché consente di disinvestire a prezzo equo o vantaggioso in caso di cambio del controllo sulla società. Le innovazioni estive (d.l. 24-6-2014, n. 91, conv. in legge 116/2014) formalmente sono state presentate come norme di flessibilizzazione, perché consentono alle *piccole e medie imprese* (PMI) di modificare, tramite una clausola statutaria, la soglia che fa scattare l'obbligo di lanciare un'offerta pubblica di acquisto, fissata dalla legge al 30%, sia in aumento (fino al 40%) che in diminuzione (fino al 25%): in teoria quindi la singola società potrebbe rendere tanto più rigoroso, tanto più debole l'obbligo di opa²³. Potrei sbagliare, ma mi pare che la sostanza di queste regole è invece consentire al gruppo di controllo di una PMI di rafforzarsi fino al 40% del capitale senza dover lanciare l'opa.

Questo intervento è solo l'ultimo di una serie di modifiche recentemente operate sulla disciplina dell'opa per aumentare le possibilità di difesa della società bersaglio. Così la *regola di neutralizzazione* (art. 104-*bis* Tuf), introdotta nel 2007 con l'attuazione della XIII direttiva (d.lgs. 19-11-2007, n. 229), è diventata facoltativa nel 2008 (d.l. 29-11-2008, n. 185, convertito con legge 2/2009): opera solo se lo statuto della singola società prevede che si debba applicare. Il divieto di attuare misure di difesa successive (*passivity rule*, art. 104 Tuf) è stato mantenuto, ma in base alle modifiche introdotte nel 2009 (d.lgs. 25-9-2009, n. 146) lo statuto può escluderne l'applicazione: e comunque è diventato più facile (d.l. 29-11-2008, n. 185, convertito con legge 2/2009) per l'assemblea approvare misure in deroga al divieto perché il *quorum* assembleare non è più quello fisso del 30% del capitale bensì quello normalmente necessario in base all'oggetto della deliberazione. Nel 2009 è stato incrementato dal 3 al 5% il passo della c.d. "opa incrementale o da consolidamento" (art. 106, 3° comma, lett. *b*, modificato dal d.l. 10-2-2009, n. 5, conv. con legge 33/2009): cioè, chi è già in possesso di una partecipazione superiore a quella che fa scattare l'obbligo di opa può poi aumentare la propria partecipazione del 5% ogni anno, sempre senza lanciare l'opa, fino a raggiungere il 50% del capitale. Dopodiché può liberamente acquistare tutte le azioni che vuole finquando non raggiunge le soglie previste per l'obbligo di acquisto residuale (90 e 95%, art. 108 Tuf). Ed è significativo anzi che nel 2014 si sia stabilito che lo statuto delle

²² Intanto, però, mentre il legislatore si ingegna ad introdurre nuovi e sofisticati meccanismi di rafforzamento del controllo, il mercato sembra andare in tutt'altra direzione sotto la pressione esercitata sugli emittenti dagli investitori istituzionali: il numero di società emittenti azioni senza voto è precipitato da 104 nel 1992 a sole 31 nel 2012 (CONSOB, 2013 *Report* cit., 10).

²³ Cfr. *Audizione del presidente Vegas davanti alle commissioni 10a e 13a del senato, del 2-7-2014*, sul sito www.consob.it.

PMI può escludere del tutto l'obbligo di opa da consolidamento fino all'approvazione del bilancio relativo al quinto esercizio successivo alla quotazione (art. 106, comma 3-*quater*, Tuf introdotto dal d.l. 91/2014): perciò chi già detiene una percentuale superiore alla soglia che fa scattare l'obbligo di opa può riservarsi il diritto, con apposita clausola statutaria, di incrementare liberamente la propria partecipazione nei primi anni successivi alla quotazione.

Ora mi domando: si è spesso ripetuto in questi anni che l'Italia dovrebbe essere capace di attrarre investimenti e capitali dall'estero per rilanciare la sua economia. Ma vogliamo davvero che arrivino questi capitali? Perché disseminare la *governance* delle società di trappole e di ostacoli alla contendibilità del controllo non è esattamente il modo di rendere attrattiva la piazza italiana per gli investitori esteri. Senza trascendere in discorsi di politica del diritto (ma è abbastanza chiaro come la penso), mi limito ad osservare che in questo campo il legislatore ha inviato segnali quanto meno contraddittori e che forse la prossima volta, prima di intervenire per decreto-legge sulla materia, dovrebbe chiarire a sé stesso i propri fini.

5. Quali prospettive per lo sviluppo della tutela della minoranza?

Quanto finora esposto non significa che la tutela della minoranza nelle società aperte abbia raggiunto risultati definitivi e che non si possa migliorare. Al contrario, è una materia in costante fermento sotto la spinta dell'evoluzione della realtà sociale e dei mercati. Gli argomenti a questo punto sarebbero tantissimi, ma mi limito ad indentificare almeno alcune linee di sviluppo che mi paiono più interessanti o bisognose di intervento.

5.1. Necessità di semplificazione

Nel 1974, come anticipato, abbiamo iniziato a creare due regimi differenziati per le società quotate e le società non quotate. Adesso l'insieme di modelli disciplinati sotto l'ombrello generale della società per azioni assomiglia piuttosto ad un arcipelago. Oltre alle figure della s.p.a. non quotata e della spa quotata abbiamo:

1) il modello delle *società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*: cioè l'insieme delle società quotate e di quelle (non quotate) che hanno azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante secondo i parametri fissati dalla Consob (art. 2325-*bis* c.c.). Abbiamo introdotto questo modello con la riforma del 2003 con l'obiettivo di "ridurre lo scalino normativo" fra società quotate e non quotate, nella convinzione che un passaggio più graduale potesse avvicinare alla quotazione le società che già presentano caratteri di

apertura al mercato²⁴. Ed infatti le società con azioni diffuse tra il pubblico sono in parte disciplinate dalla disciplina delle società quotate (*rectius*: le società quotate sono regolate dalle norme riferite alle “società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio” in mancanza di una disciplina specifica), in parte dalla disciplina delle società non quotate, in parte destinatarie di una disciplina loro propria con caratteri intermedi. In base all’ultimo censimento della Consob, le società non quotate che hanno azioni diffuse tra il pubblico sono solo 68²⁵. E in 10 anni di applicazione della riforma, abbiamo potuto constatare che il numero delle società quotate non è significativamente cresciuto²⁶.

2) In seguito è intervenuta la legge per la tutela del risparmio (legge 28-12-2005, n. 262) che ha introdotto una serie di misure per le società che hanno *strumenti finanziari diffusi tra il pubblico* in maniera rilevante: formula che comprende non solo gli emittenti di *azioni* diffuse in misura rilevante, ma anche gli emittenti di sole *obbligazioni* diffuse in misura rilevante tra il pubblico dei risparmiatori, sempre secondo i parametri quantitativi fissati dalla Consob (art. 2-*bis* reg. Consob 11971/1999). Ad esempio, si applica a questo insieme di società il limite al cumulo di incarichi per i sindaci (art. 148-*bis* Tuf), sorge l’obbligo di redigere il bilancio di esercizio secondo i principi contabili internazionali (art. 3 d.lgs. 28-2-2005, n. 38)²⁷. Erano i tempi degli scandali obbligazionari, e l’allora ministro Tremonti raccontava di utilizzare, sopra la scrivania di Quintino Sella alla quale siede il ministro dell’Economia italiano, un barattolo di pomodori Cirio come portapenne, per ricordarsi sempre la triste sorte dei risparmiatori acquirenti delle obbligazioni Cirio: anche la diffusione di titoli obbligazionari fra il pubblico può causare grave danno al risparmio. In base all’ultimo censimento Consob, le società non quotate che hanno solo le obbligazioni (e non anche le azioni) diffuse tra il pubblico sono solo *una*.

3) Per quanto riguarda la partecipazione in assemblea, la disciplina della *record date* si applica alle società che emettono strumenti finanziari ammessi alla negoziazione (col loro consenso) in un mercato regolamentato oppure anche solo in un sistema multilaterale di negoziazione (83-*sexies* Tuf, modificato dal d.lgs. 27-1-2010, n. 27, in attuazione della direttiva 2007/26/CE). Quindi si applica alle società quotate in borsa ed alle 57 società quotate sul sistema multilaterale di negoziazione *Aim Italia* di Borsa italiana²⁸.

²⁴ Cfr. PRESTI, *Riforma della s.p.a. e scalini normativi*, in *Società*, 2003, 24.

²⁵ L’elenco degli emittenti (non quotati) aventi titoli diffusi tra il pubblico è disponibile sul sito www.consob.it. I numeri indicati nel testo si riferiscono all’elenco approvato con delibera n. 18974 del 16 luglio 2014. Fra gli altri, si esprimono criticamente, sul regime delle società (non quotate) che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, data l’esiguità della categoria: MOSCO, *Le società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante fra definizione, norme imperative e autonomia privata. Uno scalino sbeccato, da riparare in fretta*, in *Riv. soc.*, 2004, 863 ss.; ABBADESSA e GINEVRA, *Commento all’art. 2325 bis*, in *Società di capitali*, commentario a cura di Niccolini e Stagno d’Alcontres, Napoli, 2004, 21.

²⁶ Nel 2003 erano quotate alla borsa italiana 219, nel 2013 sono state 247.

²⁷ Per gli emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico sarebbe prevista anche una disciplina riguardante i rapporti con società estere aventi sede legale in Stati che non garantiscono la trasparenza societaria (artt. 165-*ter* – 167-*septies* Tuf) che però non è mai diventata effettiva per mancata emanazione dei provvedimenti attuativi.

²⁸ In base al sistema della data di registrazione (o *record date*), la legittimazione ad intervenire in assemblea si determina *immodificabilmente* con riferimento alla situazione esistente «al termine della giornata contabile del settimo giorno di mercato aperto precedente la data fissata per l’assemblea». Dopo tale data, le azioni *restano alienabili*, però, l’acquirente non consegue il diritto di partecipare e di votare nella imminente assemblea. In suo luogo parteciperà e voterà chi risultava titolare del diritto di voto alla data di riferimento, anche se socio non è

4) Le nuove leggi sull'opa e sugli incroci azionari introdotti dal d.l. 24-6-2014, n. 91, conv. in legge 116/2014 si applicano alle "piccole e medie imprese" (PMI)²⁹.

Non contesto che ciascun istituto possa avere il suo perimetro di applicazione, in relazione al grado di tutela che il legislatore voglia di volta in volta offrire alla minoranza ed ai costi che la nuova misura impone alla società. In una certa misura ciò è anzi sicuramente auspicabile. Però anche la semplicità è un valore. Creare tutti questi insiemi disciplinari, che in parte si intersecano in parte si differenziano secondo logiche non sempre trasparenti, moltiplica i regimi normativi e certamente non rende semplicissimo per l'investitore capire a quali regole sarà soggetta la *governance* della società in cui intende collocare il proprio denaro. Vi sono Paesi in cui l'obiettivo della chiarezza normativa è tenuto in gran conto, come la Germania che redige il *German Corporate Governance Code (Deutscher Corporate Governance Kodex)* non solo per diffondere l'adozione di forme di buon governo societario, ma anche per spiegare in termini semplici e sintetici agli investitori interni ed internazionali i principali principi di funzionamento delle società quotate³⁰. Noi italiani forse potremmo cominciare a semplificare un po' il nostro diritto. Ad esempio, si potrebbe sopprimere la categoria delle società che fanno ricorso al mercato nel capitale di rischio (come si discute da tempo di fare) e quella delle società che emettono strumenti finanziari diffusi, nonché unificare (cosa in parte già avvenuta) la disciplina degli emittenti quotati in mercati regolamentati o in strumenti multilaterali di negoziazione, ferma restando la libertà per i regolamenti di borsa di prevedere requisiti meno rigorosi per l'ammissione al mercato l'AIM Italia³¹.

5.2. Il problema delle fonti. Con quali strumenti normativi implementare la tutela delle minoranze?

Una seconda linea evolutiva riguarda il sistema delle fonti normative. La legge 216/1974 ha delineato un sistema di tutela fondamentalmente incentrato su norme di legge imperative.

più. Essendo le azioni quotate italiane obbligatoriamente soggette al sistema di circolazione dematerializzata, la legittimazione a partecipare all'assemblea si dimostra mediante comunicazioni spedite all'emittente dalle banche o intermediari che tengono i conti dove è annotata la titolarità di strumenti finanziari (art. 83-*sexies* Tuf).

²⁹ Tali sono le società che hanno un fatturato fino a € 300.000.000, come risultante dal bilancio approvato relativo all'ultimo esercizio ed una capitalizzazione media di mercato nell'ultimo anno solare inferiore a € 500.000.000. La qualifica di PMI si perde quando si superano per tre volte consecutive entrambi i limiti (art. 1, comma 1°, lett. *w-quater*.1, Tuf).

³⁰ Afferma il preambolo del Codice che «The Code aims to make the German Corporate Governance system transparent and understandable. Its purpose is to promote the trust of international and national investors, customers, employees and the general public in the management and supervision of listed German stock corporations» (versione inglese originale pubblicata sul sito www.dcgk.de).

³¹ Allo stato, gli emittenti azioni negoziate (solo) in mercati non regolamentati sono soggetti alla disciplina della trasparenza informativa, alla vigilanza della Consob ed alla disciplina della *record date*. Non è invece applicabile alle società quotate presso l'AIM Italia la disciplina dell'Opa e quella sulla composizione degli organi sociali (amministratori indipendenti, amministratori di minoranza, parità di genere, sindaci di minoranza, requisiti soggettivi delle cariche sociali ecc.).

Il Tuf ha segnato il passaggio da un sistema di tutela quasi integralmente fondato su norme di rango primario, allo spazio sempre più ampio riconosciuto ai regolamenti attuativi della Consob ed alle previsioni statutarie.

A partire dagli anni '90 del secolo scorso si è andata affermando sempre di più però un'altra fonte: i codici di autoregolamentazione predisposti da società di gestione dei mercati ed associazioni di categoria con lo scopo di promuovere l'adozione su base volontaria delle migliori pratiche di governo nelle società quotate³².

Questo fenomeno di autoregolamentazione ha avuto un formale riconoscimento legislativo con la legge per la tutela del risparmio (Legge 262/2005) che ha introdotto un meccanismo di *comply or explain*: le società devono dichiarare se aderiscono ad un codice di autoregolamentazione, oppure motivare le ragioni della mancata adesione (art. 124-*bis* Tuf, introdotto dalla legge 262/2005, in base all'attuale disciplina, modificata dal d.lgs. 3-11-2008, n. 173, le relative informazioni devono essere contenute nella relazione sul governo societario prevista dall'art. 123-*bis* Tuf). Inoltre il collegio sindacale ha il dovere di vigilare sulle modalità di concreta attuazione delle regole dei codici di autodisciplina ai quali la società dichiara di attenersi (art. 149, 1° comma, lett. *c-bis*, Tuf).

A proposito di queste fonti normative si è usata l'espressione "soft law", perché sono prive di efficacia vincolante diretta. La loro adozione a livello statutario è su base volontaria e comunque la loro rilevanza giuridica è quella accordata alla clausola statutaria che di volta in volta ne recepisce il contenuto. Ma l'esperienza dimostra che l'efficacia concreta dei codici di autoregolamentazione non è affatto "soft" o irrilevante. Non solo perché una mendace dichiarazione di adesione ai codici può configurare una falsa informazione al mercato con tutte le conseguenze del caso³³, ma anche perché si è riscontrato che il codice elaborato da Borsa Italiana è adottato dalla stragrande maggioranza delle società quotate³⁴.

Né si può negare che le previsioni del codice abbiano effettivamente contribuito ad introdurre migliori standard qualitativi su molti aspetti del governo societario (ad esempio in tema di qualifica e ruolo degli amministratori indipendenti, organizzazione dei comitati interni al consiglio di amministrazione, gestione dei conflitti di interessi, remunerazione degli amministratori), e credo che in futuro, pur senza sostituire le norme statali, l'autodisciplina continuerà a costituire una fonte integrativa di fondamentale e crescente importanza per lo sviluppo dell'ordinamento delle società quotate e per incrementare il livello di tutela delle minoranze³⁵.

³² Per un quadro di sintesi sul sistema dei codici di autoregolamentazione, MANGANO, *La disciplina delle società quotate. Dalla gerarchia delle fonti al MAC*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, diretto da M. Campobasso, Cariello, Di Cataldo, Guerrera, Sciarrone Alibrandi, Vol. 1, Torino, 2014, 385. Il codice di autoregolamentazione promosso dalla borsa italiana è disponibile al sito www.borsaitaliana.it

³³ Ben delineate da SANFILIPPO, *I codici di autodisciplina societaria: nuovi profili di enforcement*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, I, 929.

³⁴ Nel 2012 dichiaravano espressamente di aderire al codice di autoregolamentazione della Borsa italiana 223 società quotate su 239: cfr. COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE, *Relazione annuale 2013, 1° rapporto sull'applicazione del codice di autodisciplina*, 7, disponibile sul sito www.borsaitaliana.it.

³⁵ Per una valutazione positiva del ruolo dei codici di autodisciplina, in combinazione con la disciplina di fonte statale, cfr. anche MONTALENTI, *Società quotate, mercati finanziari e tecniche di circolazione*, in *Società per azioni, Corporate governance e mercati finanziari*, Milano, 2011. 18 ss.; ; nonché ALVARO, PICCAGLIONI e

5.3. L'assemblea ritrovata. Verso una società per azioni "orizzontale"?

Un terzo profilo è il ruolo dell'assemblea. Le assemblee di oggi non sono più come quelle di qualche anno fa, se ne sono accorti negli ultimi anni gli amministratori di alcune società quotate³⁶. Sono lunghe, ricche di interventi e talvolta di contestazioni; e in qualche caso l'elezione delle cariche sociali ha riservato qualche sorpresa al gruppo di comando³⁷. Ciò non è dovuto solo al ruolo sempre più attivo che gli investitori istituzionali rivestono nella compagine sociale ma anche alle novità introdotte dal d.lgs. 27/2010: la *record date* ha fatto venire il mal di pancia a molti studiosi di diritto commerciale (e un po' anche a me), poco avvezzi all'idea che l'assemblea di una società possa comporsi di soggetti che per paradosso hanno già venduto tutti le loro azioni perdendo la qualità di socio³⁸. Ma è un dato di fatto inconfutabile che da quando è stata introdotta questa regola la partecipazione alle assemblee è molto aumentata³⁹.

Il d.lgs. 27/2010 ha anche riformato la disciplina delle deleghe di voto, fra l'altro con una robusta semplificazione della sollecitazione delle deleghe, rivitalizzando un istituto prima sconosciuto nella prassi⁴⁰.

SICILIANO, *L'autodisciplina in materia di corporate governance. Un'analisi dell'esperienza italiana, Quaderni giuridici Consob*, Roma, 2013, *passim*, disponibile sul sito www.consob.it.

³⁶ L'assemblea di Banca Intesa tenutasi il 10-5-2011 per varare, fra l'altro, un aumento di capitale di 5 miliardi di euro è durata 8 ore e 40 minuti. Nel corso di questa assemblea il presidente del consiglio di sorveglianza della banca, Giovanni Bazoli, ha dichiarato che « Il tema della valorizzazione delle minoranze suggerirebbe di distinguere il diverso spazio da accordare nelle assemblee alle voci delle vere minoranze rispetto a quelle azionisti minimi». L'assemblea ordinaria di Telecom Italia del 16-4-2014 è durata addirittura 11 ore e 20 minuti.

³⁷ Nell'affollata assemblea Telecom Italia del 16-4-2014 (56% del capitale presente), convocata fra l'altro per il rinnovo del consiglio di amministrazione, la lista più votata è stata quella presentata da Assogestioni (lista SGR e investitori istituzionali: 50,28% dei voti), mentre quella del socio di maggioranza Telco si è fermata al 45,5%. Il risultato deve aver evidentemente sorpreso gli stessi promotori della lista vincente, visto che quest'ultima non presentava nemmeno un numero di candidati sufficiente a coprire i posti conquistati: in base allo statuto Telecom, la lista più votata avrebbe avuto diritto di eleggere 10 consiglieri su 13, mentre la lista di Assogestioni era composta di tre soli nominativi!

³⁸ Si riscontrino, ad esempio, le preoccupate considerazioni di SACCHI e GAMBINO nell'incontro su *"Il recepimento della Direttiva 2007/36/CE sui diritti degli azionisti"*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 955 ss.; e più ampiamente SACCHI, *Voto in base alla data di registrazione e voto per delega dopo l'attuazione della Direttiva azionisti*, in *Giur. comm.*, 2012, I, 31; nonché PORTALE, *Proprietà ed organizzazione dell'impresa (per gli ottant'anni di Guido Rossi)*, in *Banca e borsa*, 2011, I, 415; EREDE, *L'esercizio del diritto di intervento e voto in assemblea di società con titoli quotati: alcune riflessioni in tema di legittimazione e titolarità in seguito all'introduzione della record date*, in *Banca e borsa*, 2012, I, 84 ss. (il quale si spinge, poco convincentemente, a sostenere che l'esercizio di voto da parte di un soggetto privo dello *status* di socio integra di per sé un presupposto sufficiente per individuare una posizione di conflitto di interessi del votante). Sull'argomento si veda anche l'approfondita indagine di GARGANTINI, *Identificazione dell'azionista e legittimazione all'esercizio del voto nelle s.p.a. quotate*, Torino, 2012.

³⁹ Riferisce Luca ENRIQUES che nelle assemblee del 2011 (le prime ad utilizzare le nuove regole introdotte dal d.lgs. 27/2010) la partecipazione media è stata del 60%, rispetto al 51% dell'anno precedente, e che l'aumento è dovuto soprattutto ad una maggior presenza degli investitori istituzionali (passati dal 10% al 20% del capitale rappresentato in assemblea): ENRIQUES, *L'azionista riscopre l'assemblea*, in *Il sole 24 ore*, 7-7-2011, 20. Il trend è continuato anche negli anni successivi: nel 2012 e nel 2013 la partecipazione media in assemblea è stata circa del 66% (CONSOB, *2013 report on corporate governance*, cit., 22).

⁴⁰ La *sollecitazione* delle deleghe di voto (cioè la richiesta di rilascio della delega di voto per votare nel senso desiderato dal promotore della sollecitazione, rivolta a più di 200 azionisti) è stata introdotta in Italia dal d.lgs. 58/1998 (art. 136-144 Tuf) e per tredici anni non ne è mai stata effettuata alcuna – che io sappia – in parte anche a causa degli elevati requisiti richiesti dalla legge per il promotore (doveva trattarsi di soggetto in possesso di una partecipazione pari ad almeno l'1% del capitale da almeno sei mesi e doveva realizzare la

Il ruolo dell'assemblea si va rivalutando anche sul piano delle competenze. In effetti, sotto questo aspetto l'assemblea era uscita un po' malconca dalla riforma del 2003, secondo cui la gestione dell'impresa rientra nei compiti esclusivi degli amministratori (art. 2380-*bis* c.c.); e con l'occasione è anche stato soppresso il previgente n. 4 dell'art. 2364 c.c. che consentiva all'assemblea di deliberare «sugli altri oggetti attinenti alla gestione delle società riservati alla sua competenza dall'atto costitutivo o sottoposti al suo esame dagli amministratori».

Molto si è detto sulla logica efficientistica sottesa a questa scelta, ribadita anche a costo di un irrigidimento dei rapporti fra gli organi sociali. Tuttavia, negli ultimi tempi si sono moltiplicati i tentativi di recuperare un ruolo all'assemblea nella sfera delle scelte gestorie, vuoi affermando che gli amministratori possano tuttora sottoporre talune decisioni alla stessa in funzione consultiva, ed anzi siano tenuti a farlo per le scelte strategiche di maggiore importanza ("decisioni di interesse primordiale dei soci")⁴¹; vuoi affermando che esista una vera e propria competenza implicita dell'assemblea sull'assunzione di quelle decisioni che possono influenzare in maniera determinante la vita e l'andamento della società⁴². Sono tesi note, su cui è aperto il dibattito che qui non è consentito nemmeno accennare per sommi capi.

Il fenomeno che volevo segnalare è però un altro: è la rivalutazione delle competenze assembleari sulla gestione non solo in via interpretativa ma sulla base di espresse previsioni normative. Si pensi al voto che l'assemblea può essere chiamata a formulare sulle operazioni con parti correlate, quando il comitato di amministratori indipendenti ha espresso parere sfavorevole⁴³; oppure ad alcune ipotesi di esenzione dall'obbligo di opa disciplinate dai regolamenti Consob, fra i cui requisiti figura l'approvazione dell'operazione da parte dell'assemblea della società bersaglio⁴⁴. È il c.d. *whitewash*, in base al quale la delibera deve

sollecitazione attraverso un intermediario professionale). Tali ultimi requisiti sono stati soppressi dalla riforma del 2010, e da allora (con grande sorpresa dei giuristi ed anche di alcuni gruppi di comando troppo confidenti di sé) le sollecitazioni si sono moltiplicate, dando luogo persino a fenomeni di battaglie di deleghe (*proxy fights*) all'americana.

Ha fatto clamore in Italia la vicenda Impregilo. Impregilo è una società leader nel settore delle costruzioni. Nel 2007 il gruppo Gavio ne diventa socio di maggioranza relativa con una partecipazione del 29,6% posseduta tramite la controllata Igli s.p.a. Nel 2012 il gruppo Salini acquista una partecipazione paritetica e chiede la convocazione dell'assemblea per la sostituzione dei componenti del consiglio di amministrazione. Igli (Gavio) e Salini promuovono contrapposte sollecitazioni di deleghe a sostegno delle rispettive posizioni in assemblee. In assemblea ha prevalso la mozione di Salini con il 51% grazie all'appoggio di un fondo di investimento (Amber Capital, 8%) ed alle deleghe ricevute (1,9% del capitale). Nel 2013, Salini s.p.a. ha lanciato un'opa su Impregilo raggiungendo l'86% del capitale e a partire dal 2014 si è fusa con la stessa dando vita a Salini Impregilo s.p.a.

Sulla nuova stagione di sollecitazione di deleghe si veda anche ENRIQUES, *L'azionista riscopre l'assemblea*, op. loc. cit. il quale conclude che «almeno nelle grandi società, i risultati delle votazioni assembleari, da quest'anno, non possono più darsi per scontati».

⁴¹ Cfr. ABBADESSA e MIRONE, *Le competenze dell'assemblea nelle s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2010, 301 ss.

⁴² Cfr. PORTALE, *Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in *Il nuovo diritto societario. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da Portale e Abbadessa, Torino, 2006, Vol. II, 23 ss. il quale non si spinge tuttavia a sostenere che gli atti compiuti in violazione di tale competenza "non scritta" dell'assemblea siano inefficaci per difetto di rappresentanza degli amministratori.

⁴³ Il regolamento Consob sulle operazioni con parti correlate (reg. 12-3-2010, n. 17221) prevede che le operazioni di maggiori dimensioni (secondo i parametri quantitativi indicati dallo stesso regolamento) devono essere realizzate con il parere di un comitato formato da amministratori indipendenti e non correlati. Qualora il parere sia negativo, l'operazione può essere realizzata solo con l'approvazione dell'assemblea ordinaria, espresso senza il voto contrario della maggioranza dei soci non qualificabili come parti correlate della controparte o della società (art. 8, 2° comma).

⁴⁴ Il regolamento Consob sugli emittenti (reg. 14-5-1999, n. 11971) subordina l'esenzione dall'obbligo di opa in caso di operazioni dirette al salvataggio di imprese in crisi alla circostanza che l'intervento di salvataggio riguardi una impresa sottoposta a procedura concorsuale, o sia richiesto da un'autorità di vigilanza. In

essere approvata da una maggioranza di soci disinteressati nell'operazione. L'idea è semplice: poiché determinate operazioni possono pregiudicare gli interessi dei soci, chiediamo direttamente ad essi – o alla parte disinteressata di essi – di esprimersi sull'opportunità di darvi corso. E il *whitewash* non è il solo esempio: si pensi all'approvazione assembleare di misure di contrasto all'opa (art. 104 Tuf); all'autorizzazione per acquisto o vendita di azioni proprie (art. 2358 c.c.) e per la concessione di garanzie e finanziamenti finalizzati all'acquisto di azioni proprie (art. 2358 c.c.); al voto non vincolante che l'assemblea esprime sulle politiche delle remunerazioni elaborate dagli amministratori⁴⁵.

A me pare che questo nuovo ruolo dell'assemblea possa essere il segnale di un'evoluzione della struttura organizzativa della società per azioni in senso sempre più *orizzontale*: vale a dire che i titolari di interessi sostanziali coinvolti nella società (e nel caso specifico i soci) potrebbero essere sempre più spesso chiamati ad esprimere direttamente e senza intermediazione attraverso quali iniziative e con quali indirizzi realizzarli. Se così fosse, è possibile che in futuro gli amministratori troveranno vita sempre più dura nel proporsi come arbitri assoluti della scelta dell'interesse sociale e delle modalità di perseguirlo⁴⁶. Di fronte potrebbero trovarsi un'assemblea sempre più attiva ed imprevedibile; con competenze crescenti e decisa ad utilizzarle; sempre meno governabile attraverso i consueti strumenti dei patti parasociali e delle piramidi societarie (altri fenomeni di cui si inizia a percepire una evidente regressione negli ultimi anni⁴⁷) a fronte del crescente attivismo dei soci di minoranza.

Mi rendo conto che una simile evoluzione, anche solo a prospettarla, rinfocolerebbe il dibattito sul ruolo dell'assemblea, sulla presunta incompetenza e irresponsabilità del socio che vi partecipa, sull'esigenza di garantire l'efficienza della gestione imprenditoriale. Ma non voglio addentrarmi in queste tematiche, peraltro già ampiamente note e discusse nella dottrina⁴⁸.

mancanza è necessario che l'operazione sia approvata dall'assemblea senza il voto contrario dei soci di minoranza diversi dall'acquirente. Allo stesso modo l'esenzione da opa per operazioni di fusione e scissione richiede l'approvazione da parte dei soci di minoranza della società bersaglio (art. 49).

⁴⁵ Il d.lgs. 30-12-2010, n. 259 ha introdotto in Italia la c.d. regola "*Say-on-Pay*": ogni anno l'assemblea è chiamata a votare, sia pure con deliberazione non vincolante, su una relazione sulla remunerazione predisposta dal Consiglio di sorveglianza. Nella relazione è illustrata la politica della società in materia di remunerazione dei titolari di cariche sociali e degli alti dirigenti. L'esito della votazione è pubblicato sul sito internet della società (art. 123-ter Tuf). Maggiori riferimenti sul punto in M. CAMPOBASSO, *I compensi degli amministratori*, cit., 721 ss.

Incrementare il coinvolgimento degli azionisti nel governo societario, soprattutto per quanto riguarda le decisioni sulla politica di remunerazione e sulle operazioni con parti correlate, è anche uno degli obiettivi indicati nella Comunicazione della Commissione europea del 12 dicembre 2012, n. 740 "Piano d'azione: diritto europeo delle società e governo societario — una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili".

⁴⁶ Per la tesi che riconosce agli amministratori il compito di selezionare e graduare gli interessi rilevanti da perseguire nella gestione dell'impresa, con scelta sostanzialmente insindacabile perché coperta dalla *business judgement rule*, ANGELICI, *La società per azioni*, I. *Principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da Cicu e Messineo, Mengoni, e continuato da Schlesinger, Milano, Giuffrè, 2012, 409, ove anche una critica alla tesi di Portale sulle competenze "non scritte" dell'assemblea (356).

⁴⁷ Dal 1998 al 2012 il numero di società appartenenti a piramidi societarie o alla catena verticale di controllo di un gruppo misto si è dimezzato, passando dal 38,5 al 19,5%: CONSOB, 2013 *Report* cit. 2.

⁴⁸ Si v., comunque, per il superamento dell'argomento sull'azionista "incapace di gestire la società" ABBADESSA, *Competenza dell'assemblea: casistica e principi*, in *Trattato delle s.p.a.*, diretto da Colombo e Portale, Vol. 3*, Torino, 1994, 31 ss.; ed anche il dogma dell'azionista "irresponsabile" del proprio voto è ormai sempre più messo in crisi: cfr. in particolare GUERRERA, *La responsabilità "deliberativa" nelle società di capitali*, Torino, 2004.; nonché ANGELICI, *La società per azioni*, I. *Principi e problemi* cit., 343.

In questa sede vorrei limitarmi a svolgere il compito di osservatore. E se questo fenomeno di trasformazione in senso orizzontale dell'organizzazione societaria, che mi pare di scorgere, dovesse davvero affermarsi, esso non sarebbe che il riflesso di un'evoluzione molto più ampia della società civile. Da molto tempo gli studi sociologici mettono in rilievo il progressivo appiattimento dei livelli gerarchici nelle società, la tendenza alla disintermediazione degli interessi (basta guardare che cosa sta succedendo ai partiti politici...)⁴⁹. Piaccia o no, la trasformazione in senso orizzontale dei corpi sociali è un fenomeno generale, irreversibile ed inarrestabile, perché è conseguenza dello sviluppo delle tecnologie di comunicazione, informatiche ed anche della diffusione dei *social networks*: in breve, del diverso modo di vivere degli uomini rispetto anche a pochissimi anni fa.

Se tutto questo si dovesse materializzare, allora potremmo avere una sorpresa. Scoprire cioè nelle società quotate un nuovo attivismo non solo dei soci investitori di minoranza, non solo degli investitori istituzionali, ma anche degli azionisti minimi e dispersi. D'altra parte, abbiamo visto che tramite internet e *social networks* ormai si possono organizzare dal basso e con pochissimi mezzi le rivoluzioni. Siamo sicuri che un giorno non sarà possibile organizzare nello stesso modo un fronte di opinione per la partecipazione all'assemblea di una società?

5.4. Verso una tutela delle minoranze 2.0 ? L'uso di internet ed i suoi effetti sullo sviluppo di una società "orizzontale"

Connessa con quanto appena osservato è anche una quarta linea di evoluzione, la più recente ed a mio avviso la più intrigante: lo sviluppo delle tecnologie informatiche ed il suo impatto sul governo societario.

Con l'attuazione della direttiva sui diritti degli azionisti (d.lgs 27 gennaio 2010, n. 27, attuazione della direttiva 2007/36/CE) ha fatto ingresso nel sistema delle società quotate l'uso di internet.

Nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, l'avviso di convocazione di assemblea viene pubblicato sul sito internet della società (art. 2366 c.c. e 125-*bis* Tuf).

Nelle società quotate, i verbali sono pubblicati entro trenta giorni sul sito della società (art. 85 reg. emittenti); ivi sono pubblicati il bilancio e le relazioni finanziarie intermedie e più in generale tutte le informazioni regolamentate (art. 65 *septies* reg. emittenti): è consentito, se lo statuto lo prevede, l'intervento e il voto telematico secondo le modalità determinate dalla Consob con regolamento (127 Tuf)⁵⁰.

⁴⁹ Il riferimento è al classico saggio di L.M.FRIEDMAN, *La società orizzontale*, Il mulino, 2002 (*The Horizontal Society*, Yale University Press, 1999).

⁵⁰ Con atteggiamento di apertura verso le nuove tecnologie informatiche, la Consob ha stabilito che lo statuto possa prevedere: a) la trasmissione in tempo reale dell'assemblea; b) l'intervento in assemblea da altra località mediante sistemi di comunicazione in tempo reale a due vie; c) l'esercizio del diritto di voto prima

Sempre nelle società quotate, è stato previsto il conferimento della delega anche per via elettronica, secondo le modalità stabilite dallo statuto (art. 135-*novies*, 6° comma, Tuf modificato dal d.lgs. 18-6-2012, n. 91).

Le novità più dirompenti e potenzialmente eversive sono sicuramente le ultime due (deleghe telematiche e voto telematico). Il giorno in cui si potesse esercitare i diritti di voto da casa tramite internet, oppure dovunque si sia servendosi del proprio telefono cellulare, o conferire deleghe assembleari con la stessa facilità, potrebbero davvero rivoluzionarsi le dinamiche di potere all'interno delle assemblee: la vita per i gruppi di controllo minoritari potrebbe complicarsi parecchio. Ma purtroppo l'impiego di tali mezzi di partecipazione è rimesso ad una opzione statutaria: finora non sono molte le società che hanno deciso di avvalersi di questi strumenti informatici, al cui uso peraltro gli azionisti devono ancora abituarsi⁵¹. Ma le potenzialità sono enormi.

Se in futuro, nella società per azioni "orizzontale", l'assemblea sarà chiamata a svolgere un ruolo più attivo, è possibile che le adunanze a cui assisteremo non saranno quelle che siamo abituati a conoscere. È possibile che per alcune materie, come nella s.r.l., l'assemblea sia sostituibile con metodi di consultazione referendari o consultazioni telematiche⁵². Già oggi, in teoria, sarebbe possibile che l'assemblea si svolga mediante la partecipazione telematica di tutti i soci: al momento queste tecniche sono ancora poco diffuse. Ma domani? Chissà, magari domani i soci faranno l'assemblea su *WhatsApp*!

Bibliografia

AA.VV., *"Il recepimento della Direttiva 2007/36/CE sui diritti degli azionisti"*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 955 ss.

ABBADESSA, PIETRO / GINEVRA, ENRICO, *Commento all'art. 2325 bis*, in *Società di capitali*, commentario a cura di Niccolini e Stagno d'Alcontres, Napoli, Jovene, 2004, 7 ss.

dell'assemblea o durante il suo svolgimento, senza che sia necessario designare un rappresentante fisicamente presente alla stessa. Le società che consentono l'utilizzo dei mezzi elettronici possono condizionarlo unicamente alla sussistenza di requisiti per l'identificazione dei soggetti a cui spetta il diritto di voto e per la sicurezza delle comunicazioni, proporzionati al raggiungimento di tali obiettivi (art. 143-*bis* reg. emittenti).

⁵¹ Nella già citata assemblea di Telecom Italia del 16-4-2014 sono stati espressi telematicamente quasi 1,8 milioni di voti a fronte di un totale di oltre 2 miliardi di azioni votanti. Poco, ma già un inizio. Lo statuto dell'ENI s.p.a. consente invece il rilascio in via telematica delle deleghe di voto.

⁵² Gli Stati Uniti sono già molto avanti nello sperimentare simili processi decisionali. Come ricorda Serenella Rossi, il *Model Business Corporation Act* (§ 7.04) consente in particolari condizioni di sostituire la delibera assembleare con la consultazione dei soci per iscritto; inoltre, vari ordinamenti statali americani, ed in Europa la Danimarca, prevedono la possibilità di convocare assemblee virtuali, alle quali i soci possono partecipare solo telematicamente (*virtual shareholders' meeting* o *remote only meeting*). L'esperienza dei *virtual shareholders' meeting* è tuttora al centro di discussione, in dottrina e fra gli investitori, per la minore efficacia di interloquire a distanza nella discussione assembleare ed anche per il problema dei malfunzionamenti tecnici che spesso si verificano. Queste difficoltà materiali sono al momento piuttosto cospicue, tanto da rendere invise agli investitori istituzionali le assemblee "solo telematiche" negli ordinamenti che le prevedono (cfr. Rossi, *Diritti di partecipazione degli azionisti e collegialità nell'assemblea delle società quotate*, in *Società, banche e crisi d'impresa*. Liber amicorum *Pietro Abbadessa*, cit., 891 ss.). Ma che chiaro che su tali profili l'evoluzione delle tecnologie di telecomunicazione potrebbe incidere nel prossimo futuro determinando un sostanziale superamento di alcune criticità pratiche.

ABBADESSA, PIETRO / MIRONE, AURELIO, *Le competenze dell'assemblea nelle s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2010, 269 ss.

ABBADESSA, PIETRO, *Competenza dell'assemblea: casistica e principi*, in *Trattato delle s.p.a.*, diretto da Colombo e Portale, Vol. 3*, Torino, Utet, 1994, 3ss.

ALVARO, PICCAGLIONI e SICILIANO, *L'autodisciplina in materia di corporate governance. Un'analisi dell'esperienza italiana*, *Quaderni giuridici Consob*, Roma, 2013, *passim*, disponibile sul sito www.consob.it.

ANGELICI, CARLO, *La società per azioni, I. Principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da A. Cicu e F. Messineo, L. Mengoni, e continuato da P. Schlesinger, Milano, Giuffrè, 2012.

ASSONIME, *La Corporate Governance in Italia: autodisciplina e remunerazioni (Anno 2012)*, 96 ss., reperibile sul sito www.assonime.it.

Audizione del presidente della Consob davanti alle commissioni 10a e 13a del senato, del 2-7-2014, sul sito www.consob.it.

BERLE, ADOLF A. / MEANS GARDINER C., *The modern corporation and private property*, New York, Macmillan 1932, trad. it. *Società per azioni e proprietà privata*, Torino, Einaudi, 1966.

CAMPOBASSO, GIAN FRANCO, *Art. 129. Azione sociale di responsabilità*, in *Testo unico della finanza*, commentario diretto da G.F. Campobasso, Vol. II, Torino, Utet, 1067 s.

CAMPOBASSO, GIAN FRANCO, *Diritto commerciale, 2, Diritto delle società*, 8ª ed. a cura di M. Campobasso, Torino, 2012, 142 ss.

CAMPOBASSO, MARIO, *I compensi degli amministratori di società quotate: l'esperienza italiana*, in *Riv. soc.*, 2011, 702 ss.

COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE, *Relazione annuale 2013, 1° rapporto sull'applicazione del codice di autodisciplina, 7*, disponibile sul sito www.borsaitaliana.it.

CONSOB, *2013 Report on corporate governance of italian listed companies, 4*, disponibile sul sito www.consob.it.

CONSOB, *2013 Report on corporate governance of italian listed companies*, disponibile sul sito www.consob.it.

ENRIQUES, LUCA, *L'azionista riscopre l'assemblea*, in *Il sole 24 ore*, 7-7-2011, 20.

EREDE, MATTEO, *L'esercizio del diritto di intervento e voto in assemblea di società con titoli quotati: alcune riflessioni in tema di legittimazione e titolarità in seguito all'introduzione della record date*, in *Banca e borsa*, 2012, 1, 59 ss.

FRIEDMAN LAWRENCE M., *The Horizontal Society*, New Haven, Yale University Press, 1999 trad. it. *La società orizzontale*, Bologna, Il mulino, 2002.

GARGANTINI MATTEO, *Identificazione dell'azionista e legittimazione all'esercizio del voto nelle s.p.a. quotate*, Torino, Giappichelli, 2012

GUERRERA, FABRIZIO, *La responsabilità "deliberativa" nelle società di capitali*, Torino, 2004.

LATELLA, DARIO, *L'azione sociale di responsabilità esercitata dalla minoranza*, Torino, 2007.

MANGANO, RENATO, *La disciplina delle società quotate. Dalla gerarchia delle fonti al MAC*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, diretto da M. Campobasso, Cariello, Di Cataldo, Guerrera, Sciarrone Alibrandi, Vol. 1, Torino, Utet giuridica, 2014, 385.

MAZZONI, ALBERTO, *Gli azionisti di minoranza nella riforma delle società quotate*, in *Giur. comm.*, 1998, I, 485 ss.

MAZZONI, ALBERTO, *Le minoranze nella tipologia della realtà*, in *La tutela delle minoranze nelle società quotate*. Studi in memoria di Alessandro Cerrai, a cura di A. Piras, Pisa, Plus, 2004, 13 ss.

MONTALENTI, PAOLO, *Società quotate, mercati finanziari e tecniche di circolazione*, in *Società per azioni, Corporate governance e mercati finanziari*, Milano, 2011, 18 ss.

MOSCO, GIAN DOMENICO, *Le società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante fra definizione, norme imperative e autonomia privata. Uno scalino sbeccato, da riparare in fretta*, in *Riv. soc.*, 2004, 863.

PORTALE, GIUSEPPE B., *Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in *Il nuovo diritto societario. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da Portale e Abbadessa, Torino, Utet giuridica, 2006, Vol. II, 3 ss.

PORTALE, GIUSEPPE B., *Proprietà ed organizzazione dell'impresa (per gli ottant'anni di Guido Rossi)*, in *Banca e borsa*, 2011, I, 411 ss.

PRESTI, GAETANO, *Riforma della s.p.a. e scalini normativi*, in *Società*, 2003, 323 ss.

ROSSI, SERENELLA, *Diritti di partecipazione degli azionisti e collegialità nell'assemblea delle società quotate*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, diretto da M. Campobasso, Cariello, Di Cataldo, Guerrera, Sciarrone Alibrandi, Vol. 1, Torino, 2014.

SACCHI, ROBERTO, *Voto in base alla data di registrazione e voto per delega dopo l'attuazione della Direttiva azionisti*, in *Giur. comm.*, 2012, I, 31 ss.

SANFILIPPO, PIERPAOLO, *I codici di autodisciplina societaria: nuovi profili di enforcement*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, I, 929 ss.

ZINGALES, LUIGI, *Il «modello» parti correlate*, in *Il Sole 24 Ore*, 3-4-2012, 1-15.

