

INFORMAZIONE SOCIETARIA E CORPORATE GOVERNANCE: IL DIALOGO TRA L'ORGANO DI GESTIONE E IL SOCIO DI CONTROLLO

Andrea Zoppini

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. Natura e forma del dialogo con il socio di controllo. – 3. Tipologie di soci di controllo. – 4. Natura lecita del dialogo. – 5. Perché è un tema oggi discusso. – 6. Il dovere di consultare selettivamente i soci. – 7. *Segue*. – 8. La necessaria sussistenza dell'interesse sociale. – 9. Considerazioni conclusive.

1. Introduzione

Il dialogo e lo scambio di informazione fra l'organo di gestione e il socio di controllo ha acquistato, nei tempi recenti, una centralità e un'attenzione in precedenza ignoti, almeno nella letteratura italiana.

Sempre più di sovente, infatti, i consigli di amministrazione delle società quotate s'interrogano se sia legittimo che gli amministratori intrattengano rapporti privilegiati e selettivi con il socio di controllo.

Il dubbio nasce dal fatto che lo scambio di informazioni tra gli amministratori e i(l) soci(o) di maggioranza (o, per altro verso, di minoranza), non trova espressa ed esplicita disciplina nelle norme di legge, né nelle disposizioni regolamentari.

Esso inoltre appare, *prima facie*, violare il principio di eguaglianza e di parità di trattamento tra gli azionisti.

Dal fatto che il tema non abbia conosciuto una frequentazione scientifica significativa, traggio ragioni a che queste pagine si prefiggano d'impostare il tema e non d'offrire soluzioni.

Proverò, pertanto, a operare una ricognizione sul piano fattuale del fenomeno; poi a identificare quelle che mi sembrano le domande fon-

damentali a cui si deve rispondere; infine, indicherò quelli che mi sembrano gl'indici normativi che possono orientarci verso un possibile approdo.

2. Natura e forma del dialogo con il socio di controllo

Iniziamo dall'anatomia del fenomeno: in che modo si realizzano i dialoghi fra l'organo di gestione e il socio di controllo.

Se diamo credito al vocabolario Treccani, per *dialogo* s'intende una discussione aperta tra persone disposte a ragionare "serenamente", che si pongono sullo stesso piano, che sono alla pari.

I dialoghi tra l'organo di gestione e il socio di controllo sicuramente non hanno queste caratteristiche: non sono comunicazioni tra persone che vogliono eliminare dissensi attraverso la reciproca comprensione delle altrui ragioni.

Per solito, hanno un carattere molto ruvido e talora abrasivo. E questo non lo dico per la pochissima esperienza pratica che posso portare a questa ricognizione; lo si legge, in modo molto chiaro, negli atti ispettivi della Consob che riguardano le interlocuzioni, per lo più veicolate via posta elettronica, tra amministratori e soci.

Da esse traiamo la prova che non parliamo solo – come dice il Codice di Autodisciplina al Commento dell'art. 1 – di scelte gestionali preventivamente *vagliate*, *indirizzate* o *influenzate* dal socio di controllo, ma frequentemente ci troviamo di fronte a decisioni formate integralmente fuori della società, e certamente non nel dibattito degli organi consiliari, e poi imposte dal socio di controllo, con modalità talora molto invasive.

Peraltro, come mi è già capitato di constatare, l'esistenza di un 'dialogo' con un soggetto esterno alla società costituisce un *test* elementare alla stregua del quale un amministratore può verificare se è *effettivamente* indipendente o non (in quanto vaglia e soppesa personalmente, eventualmente con il concorso degli altri amministratori indipendenti, le informazioni ricevute dalla società e segnatamente dagli organi delegati).

Il test si risolve nel chiedere e indagare se l'amministratore ha ricevuto prima del consiglio di amministrazione una telefonata per orientarne la decisione.

Da chi?

Tutti i consigli di amministrazione hanno un organizzatore del processo di formazione del consenso, che non è gestito direttamente dal socio di controllo; talora lo è da uno degli amministratori, talora è un professionista, talora è chi ha suggerito l'inserimento del nome di quella persona nella lista.

Lo studio anche fattuale del processo di creazione del consenso all'interno dei consigli di amministrazione sicuramente è un'ottima cartina di tornasole – in chiave di teoria delle organizzazioni – per capire come avvengono nella realtà gli scambi informativi e come essi incidono sui processi decisionali. (Ma, giova chiarirlo, sto parlando di fatto e non di qualificazione giuridica dei fatti).

Nella indicazione dell'area tematica si fa riferimento all'*organo di gestione*. Normalmente, il socio di controllo dialoga, così come fisiologicamente dovrebbe accadere, con il presidente del consiglio di amministrazione, che per il solito in una società quotata è incaricato delle relazioni con i soci, o con l'amministratore delegato, specie quando si tratta di scelte gestionali.

Accade non infrequentemente, però, che il socio di controllo abbia un'interlocuzione diretta con i singoli amministratori non esecutivi e pure con quanti tra essi dichiarano di essere indipendenti ai sensi della legge o dell'autodisciplina.

Quando ciò accade, il socio di controllo intende sovente 'contenere' il potere dell'amministratore delegato, magari per limitarne o condizionarne la discrezionalità, talora anche per minacciare o direttamente operare la revoca delle deleghe gestorie.

Per quanto siamo fuori dall'area che mi è stato chiesto d'indagare, un qualche interesse lo suscita, in termini di corretta *corporate governance*, anche il caso in cui il socio di controllo ha un'interazione diretta con i primi riporti o i secondi riporti dell'amministratore delegato (e poi, conseguentemente, s'interessa fattivamente delle loro promozioni o rimozioni).

Parlo di casi nei quali il socio di controllo chiama direttamente al telefono il *manager* preposto ad una specifica funzione aziendale o scrive una *e-mail* o un *sms*, insomma utilizza uno di quegli strumenti di comunicazione che oggi sono abbondantemente tracciabili (e di cui troviamo evidenza nei vari fascicoli di cui professionalmente siamo chiamati a occuparci).

Il caso che come dicevo merita qualche attenzione in questa sede, atteso che pone un problema di legittimità ulteriore rispetto a quello considerato appena dianzi, concerne la natura esclusiva della relazione tra l'amministratore delegato e le funzioni aziendali da esso(/a) dipendenti.

Un modello molto perspicuo di soluzione si trae dalla disciplina che un intermediario ha adottato, accogliendo la sollecitazione a migliorare la *governance* della Banca Centrale Europea: si tratta di un regolamento sulle modalità d'interazione tra i membri non esecutivi del consiglio di amministrazione e il *management*.

In esso, si legge infatti che “[n]el caso in cui i Consiglieri non esecutivi intendessero relazionarsi con il management su [informazioni relative al business della Banca ... che non sono state o non sono sottoposte all'esame del Consiglio di amministrazione] si rivolgeranno all'Amministratore Delegato, o a persona da quest'ultimo delegata, il quale ove necessario, provvederà a fornire gli eventuali riscontri attraverso la mail aziendale”.

Da questa norma regolamentare, si trae in modo sufficientemente chiara la conclusione che i *manager* non possano e non debbono interagire direttamente con il socio; né i componenti non esecutivi del consiglio possono farsi portatori di istanze che derivano o provengono dai soci; che, in ogni caso, tutto deve essere tracciabile e ricostruibile *ex post*, dando congrua informazione all'organo delegato.

3. Tipologie di soci di controllo

Infine, sempre in questa ricognizione fattuale del tema, guardiamo al socio di controllo, perché a seconda di *chi* è il socio di controllo, l'interlocuzione a me sembra profondamente diversa.

Nel caso del controllo solitario, da parte di un unico socio, talora capita che l'esponente di vertice del socio di controllo occupa fisicamente l'ufficio accanto a quello all'amministratore delegato della società quotata partecipata.

In una siffatta situazione, non è difficile immaginare che l'interlocuzione sia quotidiana e magari ripetuta nelle occasioni di incontro e sui temi che via via emergono.

Quando, invece, il controllo deriva da una coalizione di soci (siamo intorno, all'incirca, al 20% del numero totale delle società quotate) l'in-

terlocuzione è necessariamente proceduralmente organizzata e passa attraverso talune figure di riferimento.

Ancora diverso, sul piano fattuale, il caso dell'interlocuzione con il socio di controllo pubblico, che nell'esperienza nelle società quotate italiane costituisce un fenomeno di sicuro rilievo (: è più di un terzo dell'intera capitalizzazione di borsa).

Ciò, ad esempio, perché l'esponente di vertice dell'amministrazione pubblica, pur potendo esercitare l'indirizzo politico, normalmente è sfornito dei poteri di esercizio dei diritti sociali inerenti alla partecipazione azionaria.

Vi sono stati, in questo ambito, casi accentuatamente patologici: si pensi al sindaco principale azionista della società municipalizzata quotata che interloquisce con gli amministratori attraverso comunicati stampa, convoca a mezzo dei medesimi l'amministratore delegato, quasi fosse un funzionario comunale da lui dipendente, e pone così un problema di *selective disclosure* che tracima evidentemente nella comunicazione politica.

4. Natura lecita del dialogo

Quanto ho appena detto mi pare dimostri che parliamo di un fenomeno molto ampio e variegato.

Rispetto ad esso credo che sia opportuna una premessa: ritengo che il dialogo degli amministratori con il socio di controllo – nelle forme evidentemente previste dalle deleghe societarie e sempre nel rispetto della disciplina applicabile, prima fra tutte evidentemente la *Market Abuse Regulation* – è un fatto *fisiologico* e *opportuno*: come scrive la letteratura gius-economica, esso ha l'effetto positivo di stabilizzare il corso del titolo azionario a beneficio del mercato.

Pur non essendo espressamente affermato, vi sono una serie di indici che confermano quanto appena detto.

Un primo indice rivelatore può desumersi dal, già sopra ricordato, passo del Codice di Autodisciplina delle società quotate, secondo il quale l'amministratore è tenuto a deliberare in autonomia "anche quando le scelte gestionali siano state preventivamente vagliate, indirizzate o comunque influenzate, nei limiti e nel rispetto delle norme di legge applicabili, da chi esercita attività di direzione e coordinamento o dai soggetti che partecipano a un patto di sindacato".

Ancor più incisive sono le indicazioni dettate dallo *Stewardship Code* inglese elaborato dal *Financial Reporting Council*, il quale si esprime a favore del “coinvolgimento” dei soci in materie quali “strategy, performance, risk, capital structure, and corporate governance, including culture and remuneration”, al fine di incentivare il dialogo e la conoscenza preventiva degli orientamenti di voto.

Un’ulteriore indicazione dell’ammissibilità di colloqui riservati e informali tra gli amministratori e i soci può trarsi dalla legislazione statunitense e, segnatamente, dalla *Rule 10b-10* della *Regulation Fair Disclosure*, ai sensi della quale la comunicazione selettiva è ammissibile se non è utilizzata dal socio per compiere operazioni vietate sui titoli.

5. Perché è un tema oggi discusso

Ci si può allora chiedere perché questo tema appaia sempre più centrale e sempre più all’attenzione sia sul piano scientifico-teorico, sia sul piano pratico.

A questa domanda mi provo ad offrire talune risposte (senz’altro opinabili oltre che scarse, me ne rendo conto).

La prima è strettamente legata alla tendenza a ridurre l’immedesimazione organica tra socio e società partecipata e segnatamente a evitare la presenza di soggetti apicali del socio di controllo nel consiglio di amministrazione della società controllata.

Questo si deve a varie concause:

a) è conseguenza, innanzitutto, di quanto prevede l’art. 36 del d.l. 6 dicembre 2011, n. 201, sul divieto di *interlocking* nei settori in cui tale norma si applica;

b) è poi dovuto alla scelta di mitigare l’applicazione della disciplina delle operazioni con parti correlate e, prima, alla diagnosi del rapporto di correlazione per il fatto della presenza di esponenti apicali nel Consiglio di amministrazione della società partecipata;

c) infine, si deve alla scelta compiuta dal socio pubblico di non autorizzare la partecipazione di propri funzionari nelle società quotate partecipate (scelta confermata dal Decreto Madia, ma prima operata ad esempio per le società partecipate dal Ministero dell’Economia e, oggi, in via di ripensamento).

L'assenza di soggetti qualificati che possano parlare nel consiglio per conto direttamente del socio di controllo, anche senza evocarlo direttamente, ha accentuato l'esigenza di formalizzare un dialogo.

Per altro verso, la natura composita dei consigli e la presenza di amministratori espressi dalle liste di minoranza ha determinato una dialettica in ordine a scelte che, in modo esplicito, assecondino forme di informazione selettiva.

Non è, tuttavia, solo la presenza di amministratori eletti da liste di minoranza che induce a contestare l'informazione selettiva; un altro elemento di non poco momento è legato all'attività ispettiva della Consob, che ha portato alla luce, e posto all'ordine del giorno del dibattito consiliare, l'evidenza di scambi di informazione rispetto ai quali il consiglio era rimasto del tutto ignaro.

6. Il dovere di consultare selettivamente i soci

Provo a questo punto a identificare quella che (mi) sembra la domanda intorno alla quale costruire l'analisi; poi, seppure con una sintesi della quale sin d'ora chiedo scusa, mi provo a segnalare quelli che appaiono gl'indici rilevanti capaci di orientare le possibili risposte.

La domanda dalla quale ritengo l'analisi debba muovere è se, e allora a quali condizioni e limiti, gli amministratori abbiano il *dovere* di consultare selettivamente i soci, e segnatamente il socio di maggioranza.

Qualora effettivamente sussista un dovere giuridico in capo agli amministratori di consultare esclusivamente il socio di controllo, ci si può chiedere quali limiti sussistono e quale sia la disciplina applicabile a tale rapporto: ossia, quali sono le modalità, in termini di corretta organizzazione della società e dell'impresa, nelle quali tale scambio informativo binario deve avvenire.

Quindi, al di là delle regole imperative che si traggono in modo particolare dalla MAR, qual è il modo corretto di gestire e di tracciare questi scambi informativi.

In termini generali, la disciplina del gruppo diffusamente richiama l'interlocuzione selettiva tra socio di controllo e gli amministratori della società controllata; potrebbe in effetti dirsi che tutta la disciplina del gruppo è improntata a regolare gli effetti e le conseguenze di questa condotta.

Per altro verso, in termini fattuali, l'esistenza di questo dialogo può essere l'indice inequivoco della direzione e coordinamento, appunto non dichiarata e tuttavia nei fatti esistente.

Per quanto si tratta di un problema tipico per le società pubbliche non quotate, c'è un solo caso – a mia conoscenza – nel quale il problema si è posto per una società con azioni negoziate nei mercati di borsa: la Procura della Corte di Conti, quando va alla ricerca del controllo analogo al fine di radicare la propria competenza, fattualmente ha indagato i dialoghi con il socio di controllo e tenta di costruire un rapporto di servizio sulla base del tenore di quelle interlocuzioni.

7. *Segue*

È allora possibile e, se sì, da quali indici argomentare l'esistenza di un dovere giuridico?

Una prima regola a mio parere che ha una valenza organizzativa rilevante è quella che disciplina il bilancio consolidato e l'obbligo delle imprese controllate, come si legge all'art. 43 del d.lgs. n. 127/1991, di trasmettere tempestivamente all'impresa controllante le informazioni da questa richieste, ai fini della redazione del bilancio consolidato.

La norma appena ricordata pone un problema interpretativo che mi limito qui solo ad evocare: se nella perifrasi “*da questa richieste* [i.e. dalla controllante]” consenta alla controllata di legittimamente opporsi alla trasmissione di informazioni ovvero se il vaglio in ordine a quali siano le informazioni rilevanti debba essere rimesso esclusivamente alla controllante.

Un'indicazione a mio parere più significativa quanto ai doveri giuridici di consultazione selettiva sussistenti in capo agli amministratori è quella che si legge ed è desumibile dallo schema di “Relazione illustrativa dell'organo amministrativo per l'assemblea straordinaria chiamata a deliberare operazioni di modifica del capitale sociale e/o di emissione di obbligazioni” contenuto nell'allegato 3A del regolamento Consob n. 11971/1999 concernente la disciplina degli emittenti. In esso è previsto, infatti, che la relazione indichi, tra l'altro, “gli azionisti che hanno manifestato la disponibilità a sottoscrivere, in proporzione alla quota posseduta, le azioni e/o le obbligazioni convertibili di nuova emissione, nonché gli eventuali diritti di opzione non esercitati”.

Tale previsione attesta, dunque, espressamente che in caso di aumento di capitale gli amministratori *debbono* avere colloqui con il socio di maggioranza, nella fase preassembleare, per conoscere la disponibilità a sottoscrivere le azioni o le obbligazioni convertibili di nuova emissione.

Da questa previsione si desume che esiste non solo la possibilità e/o la facoltà, ma un vero e proprio dovere degli amministratori di consultare selettivamente i soci, ed in particolare i soci che esprimono la maggioranza dei voti in assemblea, per assicurare o ragionevolmente consentire di vagliare il successo dell'operazione.

Ciò, fondamentalmente, perché è un'informazione rilevante che deve essere prima considerata e vagliata dagli amministratori che propongono una operazione sul capitale e che poi deve essere trasmessa al mercato onde orientare le scelte di investimento, quella inerente al verosimile successo, o insuccesso, dell'operazione proposta al mercato.

Ecco che la funzione di stabilizzazione del titolo, che al dialogo selettivo con il socio di controllo si ascrive, si manifesta compiutamente.

La previsione normativa del regolamento emittenti, apparentemente limitata e periferica, autorizza una riflessione di carattere più generale.

Deve, infatti, considerarsi ammissibile la *selective disclosure* di informazioni a favore di uno o più soci, ad esempio, in merito ad operazioni che coinvolgano il consenso del socio di controllo manifestato in assemblea, quali tipicamente quelle che sottendono una modifica statutaria, quali una fusione o una scissione.

Pertanto, per le materie assembleari, a mio parere, sussiste un vero e proprio obbligo giuridico di consultare il socio di controllo o comunque i principali soci stabili. Troppo grave sarebbero gli effetti, sul corso dei titoli, di una bocciatura della proposta da parte del socio di controllo.

Se questo è vero, sarei propenso, ma il condizionale mi pare d'obbligo, a leggere qualcosa di più in questo indice normativo.

Tutte le operazioni in cui una società quotata lega, come dire, il successo della propria attività al consenso dell'assemblea giustificano un confronto selettivo con i soci di controllo. Questo perché evidentemente il dialogo con il socio che esprime la maggioranza dei voti assembleari ha la funzione di normalizzare il corso titolo, il che è nell'interesse della società e del mercato.

Un indizio *a contrario* – che proprio per la natura di eccezione giustifica le conclusioni appena argomentate – si trae dal regolamento delegato UE n. 24/2014, che attiene alla regolamentazione sui requisiti di fondi propri operati dalle banche.

In esso all'art. 28 si legge che “i riacquisti integrali o parziali e i rimborsi degli strumenti di fondi propri *non sono annunciati ai possessori degli strumenti prima che l'ente abbia ottenuto l'approvazione preventiva dell'autorità competente*”.

8. La necessaria sussistenza dell'interesse sociale

Si può andare oltre e trarre da queste riflessioni un argomento per sostenere un dovere degli amministratori di consultare il socio di controllo anche in relazione ad operazioni per le quali l'approvazione assembleare non è richiesta?

Stregua alla luce della quale costruire la risposta è l'interesse sociale: è sempre l'interesse sociale, come interpretato e attuato dagli amministratori, il criterio che deve guidare questa scelta.

Si pensi, per provare a fare un esempio concreto, al caso di una società quotata che decida di uscire da un mercato strategico europeo (ad esempio decida di vendere la controllata tedesca che operava in quel mercato geografico), modificando la qualità e quantità delle proprie partecipazioni, per dirla con i termini dell'art. 2361, 2° comma, c.c.

Sicuramente l'alienazione di una partecipata non costituisce una determinazione che necessiti un'approvazione assembleare, eppur tuttavia è una di quelle operazioni rispetto alle quali potrebbe non essere irragionevole verificare il consenso e la reazione prospettica del socio di controllo.

9. Considerazioni conclusive

Provo a questo punto a verificare quali sono i limiti che le norme ci impongono e poi svolgerò qualche considerazione anche in termini di mera opportunità.

Il punto è già stato richiamato nella relazione introduttiva: il criterio fondamentale e i limiti fondamentali derivano dalla disciplina degli abusi di mercato.

Se guardiamo alle cautele che gli amministratori devono intraprendere quando operano un dialogo selettivo con i soci, sicuramente ciò può sottendere l'attivazione della procedura di ritardo, perché in una situazione quasi pacifica ci troviamo di fronte ad informazioni privilegiate, così come esige la sottoscrizione di accordi di riservatezza che consentono di tracciare e definire il perimetro.

Questo mi pare l'ambito nel quale – nel rispetto di quanto previsto dalla *market abuse* – il dialogo selettivo deve avvenire.

Segnatamente, oggi un parametro di riferimento è offerto all'interno della MAR dall'art. 11 e dalla disciplina del *market sounding*, che propone una disciplina di riferimento e individua una procedura molto precisa con riguardo ai sondaggi sui comportamenti del socio di controllo.

Un'ultima considerazione attiene al modo nel quale l'amministratore delegato tipicamente deve interagire quando si tratti di rapporti con i soci.

Io ritengo, traendo spunto proprio dalla lettura dell'art. 11 della MAR, che la tracciabilità del processo di interazione acquisti un rilievo, a mio parere, decisivo, al di là delle ipotesi nelle quali è espressamente richiesto.

In particolare, mi pare che dalla lettura di questa norma derivi in capo all'amministratore delegato un obbligo di tracciabilità nel trattamento delle informazioni, prima, e, poi, un obbligo di informazione al consiglio.

Lo dico anche perché ripeto, anche qui avendo buona memoria dell'attività ispettiva e poi sanzionatoria dell'autorità che vigila sui mercati di borsa, la Consob – se non mi inganno – è propensa a diagnosticare un indice di patologia nel fatto stesso che una determinazione operazione sia stata sostanzialmente suggerita dal socio di controllo, ma sia formalmente presentata dall'amministratore delegato al consiglio di amministrazione come una propria autonoma creazione intellettuale.

Al contrario, la tracciabilità anche di questi scambi informativi e la corretta informazione al consiglio, e aggiungerei anche la tempestiva attivazione ove richiesto del Comitato per le Operazioni Parti Correlate.

te, a mio parere serve a rimuovere la, talvolta ingiustificata ma immediatamente fondata, possibile obiezione sulla scorretta modalità di informazione al consiglio, sulla natura occulta di questi dialoghi, che ripeto sul piano formale non sono solo fisiologici, ma sono anche portatori di elementi positivi non solo per la società ma anche per il mercato stesso.