

# Ddl Capitali, una riforma che rispetti equilibri e tutele esistenti

Diritto societario/1

Luca Enriques

**I**l Parlamento ha approvato in via definitiva il ddl Capitali senza rivedere le norme in tema di lista del consiglio e azioni a voto maggiorato introdotte dal Senato e oggetto di numerose critiche.

Ciò che ha reso più accettabile questa scelta è una delega al Governo a rivedere il testo unico della finanza (la legge Draghi), che riaprirà i giochi anche sui temi più spinosi. Lasciando da parte questi ultimi, la delega consente al Governo spazi di intervento potenzialmente amplissimi, sia per l'oggetto sia per la genericità dei criteri direttivi.

Questi possono riassumersi nell'obiettivo della semplificazione e riduzione degli obblighi e degli oneri, compatibilmente con quello di «rendere le imprese maggiormente attrattive per gli investitori internazionali».

Se è vero che vi sono ampi spazi per razionalizzare e semplificare la disciplina delle società quotate, non è facile conciliare deregolamentazione e attrattività delle imprese per gli investitori. Per le società già quotate, ridurre gli obblighi implica di incidere su quelli che, nel linguaggio pensionistico, si chiamano diritti quesiti: posizioni di vantaggio garantite dalla legge a favore di determinati soggetti, in questo caso i soci di minoranza.

Com'è intuitivo, le azioni valgono di più se incorporano dei diritti di *governance* (di voto, di convocazione dell'assemblea, di rappresentanza in consiglio d'amministrazione etc.) e strumenti di controllo sull'operato degli amministratori e dei soci di controllo, di meno in caso contrario.

Come si possono ridurre gli obblighi e gli oneri per le società quotate preservando i diritti quesiti dei soci e dunque il valore delle loro azioni? Chiaramente, la strada non può essere quella,

spesso da più parti suggerita, di eliminare quanto non imposto dal diritto europeo delle società. Quest'ultimo, tra l'altro, è spesso frutto di compromessi al ribasso, non tocca proprio varie materie importanti e non tiene conto delle caratteristiche peculiari dei singoli mercati azionari nazionali.

L'alternativa consiste nel trasformare le norme a tutela delle minoranze in regole opzionali, ossia regole a cui le società, con i propri statuti, possono scegliere di derogare; e nel rendere più o meno facile la deroga a seconda del valore che si può presumere che i soci di minoranza diano alle varie tutele ma, in ogni caso, prevedendo meccanismi tali da tutelarne gli interessi.

Secondo questo criterio, alcune norme potrebbero essere giudicate così importanti per chi è già azionista di società quotate da giustificare l'opzionalità solo per le società di futura quotazione. In altri casi, invece, si potrebbe ammettere la deroga statutaria ma subordinandola, congiuntamente o meno a seconda dei casi:

1. al diritto di recesso a favore dei dissenzienti (come fa lo stesso ddl capitali per la maggiorazione del voto più che doppia), anche previa rivisitazione al rialzo dei criteri di determinazione del prezzo di rimborso delle azioni;
2. a una maggioranza qualificata dei tre quarti delle azioni emesse ovvero a una doppia maggioranza: dell'assemblea nel suo insieme e dei soli soci non collegati all'azionista di controllo (il cosiddetto *whitewash*);
3. all'attribuzione di un solo voto anche al titolare di voto plurimo o maggiorato (questo dovrebbe essere senza dubbio il caso qualora una società che già preveda il voto maggiorato volesse giovare della facoltà concessa dal ddl capitali di

dare fino a dieci voti ai soci stabili);  
4. alla soggezione a un regime alternativo che garantisca in altro modo i diritti delle minoranze;  
5. alla qualifica di piccola o media impresa (dopo l'entrata in vigore del ddl Capitali, circa i tre quinti delle società quotate) ovvero limitando la derogabilità ai soli primi tre anni di quotazione;  
6. considerato che gli azionisti di minoranza potrebbero a ragione pentirsi della rinuncia (collettiva) a un loro diritto quesito, anche alla luce del comportamento successivo del socio di controllo, alla previsione che la tutela "resusciti" se lo richiede una minoranza qualificata (ad esempio, 20%) dei soci.

L'autonomia statutaria potrebbe essere valorizzata anche per bilanciare eventuali scelte del legislatore delegato che incidessero negativamente sui diritti quesiti, rafforzando viceversa talune regole a protezione degli investitori, salvo che, con le maggioranze di legge, lo statuto preveda diversamente; ad esempio, si potrebbe prevedere il *whitewash* per operazioni con parti correlate di eccezionale rilevanza o abbassare la soglia per esercitare l'azione sociale di responsabilità, presentare proposte all'assemblea o denunciare gravi irregolarità nella gestione. Analogamente, si potrebbe dichiarare inapplicabile alle società quotate, sempre salvo diversa scelta statutaria, la disciplina della direzione e coordinamento di società, che legittima operazioni dannose per le società parti appartenenti a un gruppo ed è sostanzialmente ignota al mondo anglosassone. Come decidere a quali delle tutele oggi esistenti si dovrebbe poter derogare con maggiore o minore difficoltà?

Un criterio potrebbe essere quello della "familiarità": rendere opzionali tutele di cui gli investitori istituzionali, per la maggior parte stranieri, godono a casa propria susciterebbe una più forte avversione, rendendo le nostre società meno attraenti per tali investitori. Viceversa, è improbabile che gli investitori istituzionali diano lo stesso valore a strumenti di tutela non presenti altrove, perlomeno qualora non possano essere visti come funzionalmente equivalenti ad altri che siano loro familiari.

In conclusione, il Parlamento sta per dare al Governo il potere di fare la più ampia riforma del diritto delle società quotate degli ultimi vent'anni. È auspicabile che ci si muova con equilibrio e nel rispetto dei diritti quesiti. Un modo per farlo è di rimettere alle singole società la scelta se ridurre alcune delle tutele esistenti, rendendo le deroghe più o meno facili a seconda del valore che esse hanno per i loro destinatari.

Professor of Corporate Law, University of Oxford