

Normativa





La rappresentanza nei cda dei soci di MINORANZA

Il caso italiano e l'inefficienza del mercato. Nel 2015, come evidenzia Assonime, meno del 36% delle Pmi quotate avevano un amministratore rappresentativo della minoranza. Situazione simile per i sindaci

La protezione degli azionisti di minoranza rappresenta un tema cruciale nella corporate governance delle società quotate all'interno dei mercati regolamentati. In tale contesto, il legislatore e la Consob hanno, nel tempo, predisposto diversi strumenti per controbilanciare il potere degli azionisti di controllo. Tra questi, il diritto degli azionisti di minoranza a nominare almeno un membro del consiglio di amministrazione e il presidente del collegio sindacale rappresenta, senza dubbio, uno strumento fondamentale per prevenire comportamenti potenzialmente abusivi da parte dei soci di controllo.



20 MINUTI



INTERMEDIO



A cura di Francesco Dagnino

A causa della mancata presentazione di liste di minoranza, nel 2015, come risulta dai dati forniti da Assonime, meno del 36% delle Pmi quotate avevano un amministratore rappresentativo della minoranza. E il quadro è sostanzialmente analogo per quanto riguarda i sindaci di minoranza. L'assenza di esponenti delle mi-

noranze può facilmente determinare, oltre ai richiamati comportamenti potenzialmente abusivi da parte dei gruppi di controllo, altresì una diminuzione del valore dell'emittente e un deprezzamento del titolo.

Azionisti di minoranza e soci di controllo

Per azionisti di minoranza si intendono tutti gli azionisti (istituzionali, industriali, finanziari o retail) diversi dai soci di controllo.

Nel 2015, come risulta dai dati forniti da Assonime, meno del 36% delle Pmi quotate avevano un amministratore rappresentativo della minoranza

Questi ultimi sono, invece, i titolari di una partecipazione di maggioranza nel capitale dell'emittente (controllo di diritto), oppure quegli azionisti o gruppi di azionisti che hanno presentato o sono comunque collegati, direttamente o indirettamente, alla lista che ha nominato la maggioranza degli esponenti del consiglio di amministrazione e del collegio sindacale (direttamente o, ad esempio, attraverso la partecipazione a patto parasociali o ad azioni di concerto).

Nelle società quotate, si assiste spesso a una netta separazione tra proprietà e controllo, in cui gli azionisti di minoranza, nonostante unitamente considerati rappresentino la maggioranza o un'importante quota delle azioni in circolazione, non sono in alcun modo rappresentati negli organi di amministrazione e di controllo dell'emittente. Questa situazione può facilmente determinare comportamenti potenzialmente abusivi da parte dei gruppi di controllo e in ultima istanza una diminuzione del valore dell'emittente e un deprezzamento del titolo.

Coesistono quindi due gruppi di soci con interessi – e quindi comportamenti – contrapposti: gli azionisti di maggioranza partecipano attivamente alla vita della società, influenzandone le sorti at-

traverso i loro rappresentanti nei cda ed esercitando ampiamente i loro diritti amministrativi; viceversa, gli azionisti di minoranza non esprimono alcuna voce nella gestione dell'emittente e non esercitano i propri diritti amministrativi, né alcun controllo sull'operato degli azionisti di controllo e dei loro rappresentanti. Non partecipano all'assemblea, non presentano liste di minoranza né proposte di deliberazione o di integrazione dell'ordine del giorno, non impugnano le deliberazioni potenzialmente illegittime, non presentano denunce al verificarsi dei presup-

Nelle società quotate si assiste spesso a una netta separazione tra proprietà e controllo, in cui gli azionisti di minoranza non sono in alcun modo rappresentati negli organi di amministrazione e di controllo dell'emittente

posti, ecc. Tali azionisti esprimono la propria insoddisfazione per la gestione della società, al più, vendendo le azioni di cui sono titolari.

La predetta contrapposizione rischia di mettere in crisi le normali

dinamiche capitalistiche della società per azioni, che presuppongono la partecipazione attiva di tutti i soci alle assemblee e un'effettiva dialettica fra maggioranza e minoranza: la prima dovrebbe esercitare il controllo della società, mentre la seconda dovrebbe vigilare ed esercitare, in caso di abusi, gli strumenti di reazione previsti dal sistema.

La predisposizione di adeguati strumenti di protezione delle minoranze e il concreto esercizio di tali diritti da parte degli azionisti di minoranza costituiscono, dunque, elementi fondamentali per una buona governance degli emittenti e per un efficiente funzionamento del mercato dei capitali.

Il quadro legislativo e regolamentare di riferimento (in particolare il D. Lgs. 27 gennaio 2010, n. 27, di attuazione della direttiva 2007/36/CE - cd Shareholder

rights directive) riconosce tali profili, attribuendo agli azionisti di minoranza importanti strumenti per controbilanciare il potere dei gruppi di controllo. Ciò che lascia, invece, ampiamente insoddisfatti è il non esercizio in concreto di



DIVERSI TIPI DI AZIONISTI

Per azionisti di minoranza si intendono tutti gli azionisti (istituzionali, industriali, finanziari o retail) diversi dai soci di controllo. Questi ultimi sono, invece, i titolari di una partecipazione di maggioranza nel capitale dell'emittente (controllo di diritto), oppure quegli azionisti o gruppi di azionisti che hanno presentato o sono comunque collegati, direttamente o indirettamente, alla lista che ha nominato la maggioranza degli esponenti del cda e del collegio sindacale.

tali diritti da parte degli azionisti di minoranza.

La rappresentanza nelle Pmi quotate

Uno dei diritti più incisivi attribuiti alle minoranze azionarie è senza dubbio quello di nominare un membro del consiglio di amministrazione e il presidente del collegio sindacale. In particolare, gli azionisti di minoranza che rappresentino determinate soglie del capitale sociale (stabilite ogni anno dalla Consob per ciascun emittente sulla base di determinati parametri e oscillanti tra lo 0,5% il 4,5%), possono presentare liste di candidati per la nomina dei predetti componenti degli organi sociali. All'elezione di tali organi si procede quindi secondo le norme statutarie, le quali devono comunque garantire – nell'ipotesi in cui siano presentate liste di minoranza – che almeno un membro del

consiglio di amministrazione e il presidente del collegio sindacale siano tratti dalla lista di minoranza che ha ottenuto il maggior numero di voti e che non sia collegata in alcun modo, direttamente o indirettamente, ai soci che hanno presentato o votato la lista di maggioranza. In altre parole, gli azionisti di minoranza, se presentano una lista di candidati, hanno diritto a essere rappresentati negli organi di gestione e controllo; se invece, non presentano alcuna lista, si avrà un consiglio di amministrazione e un collegio sindacale espressione dei soli soci di controllo.

Ciononostante - come si diceva in apertura - nel 2015, meno del 36% delle Pmi quotate nei mercati regolamentati italiani aveva un esponente della minoranza nel consiglio di amministrazione, a causa della mancata presentazione di liste di minoranza. Il quadro è sostanzialmente analogo con riferimento ai sindaci di minoranza. L'attivismo degli azionisti di minoranza in sede di presentazione di liste di candidati per l'elezione dei componenti di minoranza indipendenti degli organi sociali potrebbe essere promosso e incoraggiato attraverso la cosiddetta sollecitazione di deleghe (proxy fight), strumento fino a oggi so-

stanzialmente non utilizzato dagli azionisti di minoranza e poco utilizzato anche dagli stessi gruppi di controllo. Un ruolo fondamentale nel rilascio di deleghe potrebbe essere giocato, oltre che dagli investitori istituzionali, dai gestori di fondi, dai private banker e dagli altri gestori patrimoniali, anche attraverso il coinvolgimento della propria clientela (retail e non). La nomina di un esponente di minoranza consentirebbe, infatti, a tali soggetti una maggiore capacità di controllo e consapevolezza dell'investimento.

La disciplina delle sollecitazioni di deleghe è stata oggetto di importanti semplificazioni in sede di recepimento della Shareholder rights directive. L'istituto si sostanzia nella richiesta di rilascio di delega di voto rivolta da uno o più soggetti (promotori), anche non azionisti, a più di duecento azionisti o a un numero indefinito di azionisti, su specifiche proposte di voto ovvero accompagnata da raccomandazioni, dichiarazioni o altre indicazioni idonee a influenzare il voto stesso. Il promotore effettua la sollecitazione mediante la diffusione di un prospetto e di un modulo di delega, nonché di un avviso di sollecitazione, che devono contenere informazioni

Gli azionisti di minoranza che rappresentano determinate soglie del capitale sociale possono presentare liste di candidati per la nomina dei predetti componenti degli organi sociali

L'attivismo degli azionisti di minoranza potrebbe essere promosso e incoraggiato attraverso la cosiddetta sollecitazione di deleghe (proxy fight)

idonee a consentire all'azionista di assumere una decisione consapevole in merito all'esercizio del diritto di voto. Le semplificazioni cui sopra si è fatto accenno derivano tra l'altro dal fatto che non è ora più richiesto che il promotore sia in possesso di requisiti soggettivi specifici, né che lo stesso effettui la sollecitazione tramite intermediari qualificati.

Non sembrano, infatti, esservi limitazioni particolari affinché la richiesta di delega possa avere a oggetto non soltanto il voto in favore della lista di minoranza presentata dal promotore della sollecitazione, ma addirittura la presentazione e il deposito stesso della lista, nonché il rilascio da parte dell'intermediario della comunicazione attestante la legittimazione all'intervento in assemblea e all'esercizio del diritto di voto relativamente alle azioni detenute (biglietto assembleare).

La disciplina regolamentare attribuisce poi ai promotori di una sollecitazione di deleghe il diritto di identificare gli azionisti, richiedendo:

(i) alla società di gestione accentrata (Monte Titoli) la comunicazione, entro un giorno lavorativo dal ricevimento della richiesta, dei dati identificativi degli intermediari partecipanti sui conti dei quali sono

registrate le azioni dell'emittente, nonché la relativa quantità di azioni;

(ii) agli intermediari la comunicazione, entro tre giorni lavorativi dal ricevimento della richiesta: a) dei dati identificativi dei soggetti, cui spetta il diritto di voto - che non abbiano espressamente vietato la comunicazione dei propri dati -, in relazione ai quali essi operino come ultimi intermediari nonché il numero di azioni della società emittente registrate sui rispettivi conti; b) dei dati identificativi dei soggetti che abbiano aperto conti in qualità di intermediari e la quantità di azioni dell'emittente rispettivamente registrata su tali conti;

(iii) all'emittente di mettere a disposizione, entro tre giorni lavorativi dal ricevimento della richiesta, i dati identificativi dei soci e le altre risultanze del libro soci e delle altre comunicazioni ricevute in forza di disposizioni di legge o di regolamento.

La concreta possibilità di avviare una sollecitazione di deleghe e l'efficacia della stessa potrebbe trovare tuttavia due importanti ostacoli. In primo luogo, l'attuale disciplina della sollecitazione di deleghe non stabilisce alcuna re-

gola in merito alle commissioni che possono essere richieste dagli intermediari per fornire ai promotori i dati identificativi degli azionisti, con la conseguenza che i costi oscillano da zero a svariati euro per la consegna di ciascun nominativo. La mancanza di una disciplina dei costi commissionari consente alle banche e agli altri intermediari di disincentivare, a propria discrezione, lo strumento della sollecitazione di deleghe imponendo costi proibitivi ai promotori. Sotto questo profilo, sarebbe opportuno che il legislatore introducesse l'obbligo delle banche e degli altri intermediari di fornire gratuitamente le liste degli azionisti ai promotori di una sollecitazione di deleghe, trattandosi di un servizio che dovrebbe essere già remunerato nel contratto di deposito titoli.

In secondo luogo, nell'attuale contesto regolamentare, i dati identificativi che devono essere forniti dagli intermediari non com-

SOLLECITAZIONI DI DELEGHE

Questa disciplina è stata oggetto di importanti semplificazioni in sede di recepimento della Shareholder rights directive. L'istituto si sostanzia nella richiesta di rilascio di delega di voto rivolta da uno o più soggetti (promotori), anche non azionisti, a più di duecento azionisti o a un numero indefinito di azionisti, su specifiche proposte di voto ovvero accompagnata da raccomandazioni, dichiarazioni o altre indicazioni idonee a influenzare il voto stesso.



prendono – per ragioni presumibilmente legate alla disciplina in materia di privacy – i recapiti telefonici ed e-mail, neppure nei casi in cui l'azionista intenda espressamente autorizzare la consegna di tali dati. Sarebbe, invece, al riguardo opportuno che il legislatore introducesse l'obbligo degli intermediari di richiedere ai titolari dei conti titoli l'autorizzazione a fornire i recapiti telefonici ed e-mail ai promotori di una sollecitazione di deleghe.

riva tale conflitto e purché vi siano specifiche istruzioni di voto per ciascuna delibera in relazione alla quale il rappresentante dovrà votare per conto del socio.

Inoltre la legge prevede, salva la possibilità di deroga statutaria, che gli emittenti designino, per ciascuna assemblea, un soggetto al quale i soci possono conferire una delega con istruzioni di voto su tutte o alcune delle proposte all'ordine del giorno (rappresentante designato).

Il legislatore - nell'ottica di favorire la partecipazione alle adunanze assembleari del maggior numero di azionisti - ha rimosso per gli emittenti quotati le limitazioni soggettive e quantitative al rilascio di deleghe. Conseguentemente, la delega può essere rilasciata anche a soggetti espressione del gruppo di controllo o sotto l'influenza, diretta o indiretta, dello stesso. E cioè: amministratori, sindaci e dipendenti della società, nonché società controllate e membri degli organi amministrativi o di controllo o dipendenti di queste ultime.

Quanto al secondo profilo, non sono previste limitazioni al numero di azionisti che il delegato può rappresentare.

Un ruolo fondamentale nel rilascio di deleghe potrebbe essere giocato, oltre che dagli investitori istituzionali, dai gestori di fondi, dai private banker e dagli altri gestori patrimoniali

Le deleghe di voto nelle società quotate

Nelle società quotate, la delega di voto deve essere conferita per iscritto, riportando il nominativo del soggetto delegato (non sono ammissibili deleghe "in bianco") ed è sempre revocabile, nonostante ogni patto contrario. Il rappresentante, a sua volta, può farsi sostituire solo da chi è espressamente indicato nella delega, salva la possibilità di farsi sostituire da un soggetto di propria scelta, ove la delega lo preveda. La delega può essere conferita soltanto per singole assemblee.

Il conferimento di una delega a un rappresentante in conflitto di interessi è consentito purché il rappresentante comunichi per iscritto al socio le circostanze da cui de-

Tale delega ha effetto per le sole proposte in relazione alle quali siano conferite istruzioni di voto, e va espressa, senza alcuna spesa per il socio, mediante la sottoscrizione di un modulo di delega il cui contenuto è stabilito dalla Consob.

Altri diritti degli azionisti di minoranza nelle società quotate

Tra gli altri diritti che la legge attribuisce agli azionisti di minoranza nelle società quotate, si possono menzionare i seguenti:

- il diritto dei soci che rappresentino il 5% del capitale sociale di richiedere e ottenere dagli amministratori la convocazione dell'assemblea. Lo statuto non può innalzare tale quorum, ma solamente prevedere, per non vanificare il di-

La mancanza di una disciplina dei costi commissionali consente alle banche e agli altri intermediari di disincentivare, a propria discrezione, lo strumento della sollecitazione di deleghe imponendo costi proibitivi ai promotori

ritto in questione, percentuali inferiori rispetto a quelle legalmente stabilite. Trattasi di una prerogativa fortemente tutelata, atteso che in caso di rifiuto ingiustificato da parte dell'organo amministrativo (o da parte dell'organo di controllo in sua vece) a provvedere alla convocazione, la stessa può addirittura essere ordinata dal tribunale;

- il diritto in capo a ciascun socio di visionare gli atti depositati presso la sede sociale in vista dell'assemblea, e di poter effettuare una copia degli atti stessi a proprie spese;
- il diritto di ogni azionista a presentare domande sulle materie all'ordine del giorno, anche prima l'assemblea. La società può prevedere un termine entro il quale le domande devono pervenire alla stessa, che non può essere anteriore a tre giorni precedenti la data dell'assemblea (ovvero a cinque giorni, ma in tal caso la risposta deve essere fornita almeno due giorni pri-

LEXIA
A V V O C A T I



NUOVE INIZIATIVE, NASCE UN'ASSOCIAZIONE PER DARE VOCE AGLI AZIONISTI DI MINORANZA

Un'associazione che dà voce agli azionisti di minoranza. Si tratta di Aieda, nuovo istituto nato con l'intento di promuovere e incoraggiare l'attivismo degli azionisti delle società quotate italiane e la presentazione di liste di candidati per l'elezione di componenti di minoranza indipendenti degli organi

dell'emittente). In tutti gli altri casi (assenza del termine, o termine inferiore ai tre giorni), la società è tenuta a fornire una risposta al più tardi durante l'adunanza medesima;

- il diritto degli azionisti che

sociali, anche attraverso la sollecitazione di deleghe, strumento fino a oggi sostanzialmente non usato dai soci di minoranza e poco utilizzato dagli stessi gruppi di controllo. In particolare, Aieda svolge l'attività di sollecitazione di deleghe di voto in qualità di promotore, per la presentazione di liste di candidati indipendenti selezionati da un comitato scientifico, costituito all'interno della stessa associazione, sulla base di criteri che garantiscano il rispetto di elevati requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza, con particolare attenzione al grado di competenza rispetto al ruolo per il quale ogni candidatura è presentata.

In particolare, per quanto riguarda le società quotate nei mercati regola-

terie all'ordine del giorno (ovvero a formulare proposte di deliberazione sulle materie già all'ordine del giorno) entro 10 giorni dalla pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea. Anche tale diritto è fortemente tutelato, dal momento che anche in caso di rifiuto ingiustificato dell'organo amministrativo, l'integrazione dell'ordine del giorno può essere disposta dal tribunale. Peraltro, ulteriori proposte di voto sulle materie all'ordine del giorno possono sempre essere presentate, anche da un solo socio e senza necessità di alcuna quota minima di partecipazione, durante lo svolgimento dei lavori assembleari;

- il diritto di ogni socio a denunciare al collegio sindacale i fatti da egli stesso ritenuti censurabili. Nelle società quotate,

Nelle società quotate, la delega di voto deve essere conferita per iscritto, riportando il nominativo del soggetto delegato (non sono ammissibili deleghe "in bianco") ed è sempre revocabile, nonostante ogni patto contrario

ma dell'assemblea anche mediante pubblicazione in un'apposita sezione del sito internet

rappresentino almeno il 2,5% del capitale sociale a richiedere l'integrazione delle ma-



mentati italiani, gli azionisti di minoranza che rappresentano determinate soglie del capitale sociale - comprese tra lo 0,5% e il 4,5%, secondo quanto stabilito annualmente dalla Consob con riguardo a ciascun emittente - hanno il diritto di presentare liste per la nomina di almeno un membro del cda e del presidente del collegio sindacale.

Ciononostante, ad oggi, oltre il 64% delle Pmi quotate comunica di non aver esponenti delle minoranze nel consiglio di amministrazione (dati Assonime) a causa della mancata presentazione di liste da parte degli azionisti di minoranza, e il quadro è sostanzialmente analogo per il collegio sindacale.

quando la denuncia sia effettuata da tanti soci che rappresentano il 2% del capitale sociale, sorge in capo al collegio sindacale un vero e proprio dovere di indagare senza ritardo e, ove rilevi fatti censurabili di rilevante gravità, di convocare l'assemblea dei soci per

le conseguenti deliberazioni. Anche in tal caso, per non compromettere tale diritto della minoranza, è previsto che lo statuto non possa modificare in eccesso le soglie partecipative richieste dalla legge;

- il diritto degli azionisti rappresentanti il 5% del capitale nelle società quotate (quorum sempre non innalzabile dallo statuto), i quali abbiano fondato sospetto che gli amministratori, in violazione dei propri doveri, abbiano compiuto gravi irregolarità nella gestione che possano arrecare un danno alla società o a più società da questa controllate, a denunciare tali fatti al tribunale;
- il diritto a esperire l'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori quando gli stessi, non operando con la diligenza richiesta dalla natura dell'incarico e in violazione dei doveri loro imposti dalla legge e dallo statuto, abbiano causato un danno alla società. Il quorum minimo necessario per l'esercizio dell'a-



**Francesco
DAGNINO**



Socio fondatore di Lexia Avvocati, è esperto di diritto societario (con un particolare focus sulla disciplina degli emittenti quotati) e nella regolamentazione degli intermediari finanziari, bancari e assicurativi. Ha conseguito un master (LL.M) in Corporation Law presso la New York University School of Law e possiede un'ampia esperienza in materia di fusioni e acquisizioni, private equity, real estate e venture capital.

zione di responsabilità è stabilito per le società quotate nel 2,5% del capitale sociale, derogabile dallo statuto - nella già richiamata ratio di favore per i piccoli investitori - solamente in diminuzione.

PF Academy

Formazione significa crescita,
non solo personale.
La tua crescita è
la crescita di tutti.

Corsi proposti sulla tematica

- Riforme pensionistiche e consulenza: la pianificazione degli investimenti ai fini previdenziali
- La psicologia degli investitori e le scelte d'investimento in ambito previdenziale

Per iscrizioni e maggiori informazioni:

info@PFAcademy.it

FORMAZIONE
DA UTILIZZARE

