



Commissione 2[^] (Giustizia)
Commissione 6[^] (Finanze e Tesoro)
Senato della Repubblica

Disegno di legge n. 1624
“Delega del Governo in materia di controllo delle società quotate
e di contrasto al fenomeno delle cosiddette scatole cinesi”

AUDIZIONE DEL VICE DIRETTORE GENERALE DELLA CONSOB
Antonio Rosati

Roma 25 ottobre 2007

1. IL DISEGNO DI LEGGE: ELEMENTI COSTITUTIVI

Il DDL trae spunto dal recente acquisto, da parte del consorzio formato da Telefonica, Mediobanca, Generali e Benetton, della partecipazione in Telecom detenuta da Olimpia (Pirelli e Benetton) e si propone di porre rimedio ad una serie di elementi critici emersi nel contesto di quella operazione:

- la circostanza che la cessione della partecipazione, pur comportando il versamento di un premio di controllo agli azionisti venditori, non ha comportato un'OPA a favore di tutti gli azionisti di minoranza in quanto la partecipazione ceduta è inferiore al 30% del capitale;
- l'ingente indebitamento della società dovuto in gran parte al trasferimento sulla Telecom del debito accumulato dai soggetti controllanti in precedenti operazioni di trasferimento del controllo.

Secondo i proponenti, tali elementi sono strettamente legati alla particolare struttura proprietaria e di controllo di Telecom, come si è venuta determinando a seguito delle diverse operazioni che hanno riguardato il controllo della società dopo la sua privatizzazione. In particolare, alla base delle criticità ci sarebbe il fatto che la società holding (Olimpia), che ha detenuto negli ultimi anni e detiene tuttora una quota di diritti di voto che si è rivelata in grado di determinare il controllo sulla società, avesse a monte un complesso sistema di catene societarie (definito gruppo piramidale) che consentiva di amplificare enormemente il rapporto tra reale potere gestorio sulla società quotata e capitale investito da parte dei soggetti posti al vertice di tale sistema.

Seguendo questa linea di ragionamento, per evitare che i fenomeni critici emersi nel caso Telecom possano ripresentarsi in futuro, il DDL individua esplicitamente come obiettivo degli interventi normativi proposti quello di contrastare il ricorso alla creazione di gruppi piramidali finalizzati a ridurre il capitale necessario per esercitare il controllo sulle società quotate. Sulla base di queste premesse vengono individuate nel DDL una serie di modifiche normative alla disciplina delle società quotate riguardanti, da un lato, la normativa societaria, dall'altro il regime fiscale.

In questa audizione verranno esaminate soltanto le materie di specifica competenza istituzionale della Consob. Pertanto le osservazioni che seguono riguardano esclusivamente le principali modifiche proposte alla normativa societaria, che hanno ad oggetto fondamentalmente:

- 1) l'estensione dell'ambito di applicazione della disciplina dell'opa obbligatoria;
- 2) l'introduzione di una nuova disciplina dell'esercizio del diritto di voto nelle assemblee come disincentivo al fenomeno del gruppo piramidale;
- 3) l'introduzione di una disciplina sull'indebitamento delle società quotate.

2. OSSERVAZIONI IN TEMA DI SEPARAZIONE TRA PROPRIETA' E CONTROLLO

Prima di esaminare nel dettaglio le singole proposte contenute nel DDL, si ritiene opportuno svolgere alcune considerazioni preliminari che consentano di definire e di qualificare, anche sul piano quantitativo, i problemi generali che il DDL intende affrontare. Obiettivo dichiarato del DDL è contrastare il ricorso alla creazione di gruppi piramidali finalizzati a ridurre il capitale necessario per esercitare il controllo sulle società quotate. L'enfasi viene posta sul ruolo che i gruppi piramidali possono svolgere nell'amplificare i fenomeni di separazione tra proprietà e controllo.

In merito a tale obiettivo si rendono necessarie alcune precisazioni:

- la separazione tra proprietà e controllo è un fenomeno strutturale per le società che ricorrono al mercato dei capitali per raccogliere capitale di rischio;
- la separazione può essere realizzata secondo due modelli generali:
 - separazione soggettiva delle funzioni (controllo affidato ai manager non proprietari);
 - separazione qualitativa delle funzioni (controllo esercitato da azionisti di riferimento).

L'orientamento verso uno dei due modelli può dipendere, da un lato, da una serie complessa di fattori di natura storica, istituzionale, politica, dall'altro, da fattori legati alla struttura e allo sviluppo del mercato finanziario. Il primo modello, che ha trovato piena applicazione nei mercati anglosassoni, è quello della cosiddetta *public company* in cui la proprietà è estremamente frammentata (spesso non esiste alcun azionista rilevante che superi la soglia minima di

comunicazione) mentre il controllo è esercitato dai manager. In questo modello, la separazione tra proprietà e controllo è massima, perché i manager, che generalmente non detengono alcuna partecipazione significativa al capitale della società, non solo esercitano la funzione di gestione delle società ma spesso influenzano in modo significativo la composizione complessiva degli organi di amministrazione e controllo attraverso meccanismi di cooptazione basati, soprattutto negli Stati Uniti, sulla raccolta di deleghe da parte dei manager stessi.

In tale modello, l'allineamento degli interessi tra chi detiene il controllo (i manager) e chi detiene la proprietà (la totalità degli azionisti) viene affidato a meccanismi disciplinanti esterni, tra i quali il principale è rappresentato dalla possibilità di acquistare sul mercato la maggioranza delle azioni al fine di rimuovere il manager inefficiente o che non gestisce la società nell'interesse degli azionisti. L'esperienza mostra come in tale modello l'efficacia dei meccanismi di disciplina esterni possa essere limitata e come quindi restino margini per comportamenti opportunistici da parte di chi controlla la società a danno degli azionisti.

Il modello prevalente in Italia, così come nella maggior parte dei paesi non anglosassoni è il secondo, nel quale uno o più azionisti sono in grado di esercitare stabilmente nell'assemblea un numero di voti sufficienti per eleggere la maggioranza del *board* e per prendere le altre decisioni rilevanti di competenza assembleare.

Il modo più diretto e sicuro per ottenere questo obiettivo è di detenere almeno il 51% del capitale in una situazione in cui ad ogni azione corrisponda un voto. Anche in questa condizione si determina una certa misura di separazione tra proprietà e controllo, perché gli azionisti di minoranza che detengono il 49% della proprietà non sono in grado di influire sul controllo, ma tale separazione è quantitativamente limitata. Il problema è che il mantenimento di questa condizione limita la possibilità di aumentare il capitale, e quindi di far sviluppare la società, in quanto l'aumento di capitale dovrebbe essere sempre sottoscritto pro-quota (quindi per il 51%) dall'azionista di controllo che ha inevitabilmente un patrimonio limitato.

Il mantenimento del controllo, in presenza di un disallineamento tra esigenze di crescita della società e mezzi patrimoniali dell'azionista di controllo, può essere garantito ricorrendo a tecniche che consentano di moltiplicare il potere di voto esercitabile dall'azionista di controllo per ogni unità di capitale posseduto.

L'esempio più immediato è quello delle azioni con voto multiplo (assai diffuso nei paesi scandinavi, in Francia nella forma del voto doppio e disponibile, sebbene di uso limitato, anche nei paesi anglosassoni, ma attualmente non consentito in Italia), dove l'azionista di controllo detiene azioni che hanno diritti patrimoniali uguali alle altre ma un potere di voto maggiorato. All'opposto, ma con analogo risultato, si pone il caso delle azioni senza diritto di voto o con diritto di voto limitato a determinate questioni che escludono la nomina degli amministratori (come rispettivamente le azioni di risparmio e le azioni privilegiate in Italia) che solitamente vengono offerte agli azionisti di minoranza in cambio di qualche privilegio sui diritti patrimoniali. Una tecnica ulteriore che può essere utilizzata per moltiplicare il potere di voto dell'azionista di controllo è quella di costruire una catena di società, l'ultima delle quali detiene le azioni della società quotata, e di coinvolgere azionisti di minoranza nelle società interposte. In tal modo l'azionista di controllo può mantenere il controllo sulla società quotata detenendo la maggioranza dei diritti di voto in ogni società che compone la catena, riducendo il suo impegno finanziario complessivo. Si tratta del cosiddetto fenomeno delle piramidi societarie, così definite perché un impiego "puro" di questa tecnica porta ad avere una distribuzione del valore del gruppo prevalentemente concentrato alla base, dove si trova la società quotata operativa, mentre la struttura a monte del gruppo tende a ridursi di valore man mano che ci si avvicina al vertice, in quanto ogni livello superiore serve solo a controllare il 51% del livello inferiore.

Il gruppo piramidale è quindi solo uno degli strumenti per realizzare la separazione tra proprietà e controllo che caratterizza tutte le società quotate.

Un chiarimento sul punto è però indispensabile. Il gruppo piramidale per esercitare tale funzione deve presentare due specifiche caratteristiche:

- le società interposte non devono essere tutte possedute al 100% dalla società posta al livello superiore (altrimenti non si avrebbe l'effetto di diluizione della proprietà);
- le società interposte nella catena devono essere a loro volta società che ricorrono al mercato per raccogliere capitale di rischio, siano cioè società quotate. Solo in questo caso infatti il gruppo piramidale svolge la funzione di superare i limiti patrimoniali degli azionisti di controllo coinvolgendo risparmio diffuso ai vari livelli della catena. Se le società interposte sono non quotate, l'eventuale partecipazione di azionisti di minoranza al loro capitale è da

considerare più come un fenomeno coalizionale che come un meccanismo di separazione tra proprietà e controllo¹.

La qualificazione di questi elementi è essenziale per identificare precisamente il fenomeno cui il disegno di legge intende riferirsi; qualificazione che presuppone una separazione tra proprietà (che viene in buona parte diffusa sul mercato) e controllo (che resta nelle mani dell'azionista o di una coalizione di azionisti di riferimento).

Il fenomeno rilevante è pertanto quello dei gruppi costituiti da almeno due società quotate, legate da rapporti di controllo verticale, che definiamo “gruppi piramidali in senso stretto”, in cui almeno una società quotata ne controlli almeno un'altra. Esulano da questa definizione i gruppi piramidali che comprendano una sola società quotata e i gruppi costituiti da più società quotate sottoposte a comune controllo ma non legate tra loro da relazioni di controllo, che possiamo definire gruppi orizzontali.

Una volta definito correttamente il fenomeno, un primo passo dell'analisi consiste nel valutarne l'effettiva rilevanza sul mercato italiano e la sua evoluzione.

Considerando la situazione alla fine del 2006, il fenomeno dei gruppi piramidali in senso stretto coinvolge circa un quarto delle società quotate, il cui valore è pari a poco meno della metà della capitalizzazione complessiva del mercato. Le società per le quali il gruppo piramidale rappresenta uno strumento di separazione tra proprietà e controllo, che sono le società controllate da un'altra società quotata, sono però solo 42 (pari al 15% circa del numero totale di società quotate) per un valore pari anch'esso a circa il 15% della capitalizzazione complessiva. Gran parte del valore complessivo dei gruppi piramidali (pari al 35% circa della capitalizzazione del mercato) si concentra infatti nelle 28 società quotate che si trovano al vertice della catena, per le quali non si determina l'effetto di diluizione dell'impegno finanziario del soggetto capogruppo. Per le società controllate da un'altra società quotata, la misura della separazione tra proprietà e controllo è in media abbastanza contenuta: per ogni unità di capitale investito dalla capogruppo, il

¹ Data una certa situazione in cui il socio A detiene una partecipazione del 51% in una società quotata, mentre il socio B detiene l'altro 49%; supposto altresì che tale società detenga il 51% di una altra società quotata, mentre la quota residua del capitale è diffusa sul mercato; non sembra lecito ritenere che il socio B (in quanto detentore del 49%) abbia un “bisogno di protezione” come un azionista di minoranza di una società quotata. Ma la sua situazione sembra piuttosto assimilabile a quella di un partecipante ad un patto che, pur in una posizione di minoranza, trae il proprio vantaggio dal contemperamento degli interessi che il patto comunque realizza.

numero di diritti di voto esercitabili in media dal gruppo di controllo (definita leva azionaria) è pari a 1,8 (1,9 se si considerano i dati ponderati per la capitalizzazione, indicando un modesto incremento dell'effetto nelle società più grandi). Per il complesso di tali società la separazione tra proprietà e controllo ottenuta attraverso il ricorso al gruppo piramidale è in media sostanzialmente analoga a quella che si otterrebbe utilizzando appieno la facoltà di emettere azioni senza diritto di voto in assemblea ordinaria (che possono raggiungere il 50% del capitale complessivo determinando una misura della separazione pari a 2).

Ovviamente il valore medio riflette una pluralità di situazioni dove l'intensità della separazione tra proprietà e controllo assume valori molto diversi: per 26 società la misura della separazione è inferiore a 2, per 11 società è compresa tra 2 e 5, solo per 5 società la misura delle leva è superiore a 5.

Il fenomeno del gruppo piramidale assume quindi una rilevanza specifica per 16 società, quelle per cui la separazione tra proprietà e controllo ottenuta è superiore a quella ottenibile attraverso l'emissione di azioni senza voto in assemblea ordinaria, che rappresentano complessivamente circa il 10% della capitalizzazione complessiva del mercato. La situazione attuale riflette un'evoluzione che ha visto una progressiva attenuazione della rilevanza del fenomeno dei gruppi piramidali. Uno studio realizzato dalla Consob sugli effetti della presenza di gruppi piramidali sulla separazione tra proprietà e controllo per i primi 10 gruppi privati non finanziari nel periodo 1990-2006 mostra come tale fenomeno si sia notevolmente ridotto negli ultimi 15 anni, giungendo a livelli sostanzialmente analoghi a quelli degli altri paesi europei che presentano caratteristiche simili a quelle del mercato italiano in termini di struttura del sistema finanziario e di sistemi di governo societario².

Il numero di società quotate appartenenti ai 10 gruppi non finanziari a maggiore capitalizzazione si è ridotto da 68 nel 1990 a 25 nel 2006. Il numero massimo di società quotate appartenenti allo stesso gruppo era pari a 21 nel 1990 e a 4 nel 2006. Anche la lunghezza della

² Una recente ricerca effettuata per conto della Commissione Europea, che dichiara una presenza delle piramidi societarie maggiore in Italia che negli altri paesi europei, utilizza una definizione di "piramide" che non considera l'aspetto qualificante ai fini di una compiuta rappresentazione del fenomeno, cioè la presenza di più di una società quotata ai diversi livelli della catena partecipativa. Una volta adottato questo criterio, la presenza di piramidi nel campione di società italiane quotate considerate nello studio si riduce dal 45 al 25 per cento, valore in linea con quello degli altri principali paesi europei considerati (25% in Francia, 17% in Spagna e in Olanda, 15% in Germania, 65% in Svezia) .

catena di controllo si è ridotta: nei 10 gruppi non finanziari a maggiore capitalizzazione, il numero medio di livelli in cui è presente una società quotata è ridotto da 2,6 nel 1990 a 1,6 nel 2006. La misura della separazione tra proprietà e controllo si è ridotta da 3 nel 1990 a 2 nel 2006 (rispettivamente da 2,7 a 1,7 se si considerano i dati ponderati per la capitalizzazione).

E' interessante notare che alla riduzione del fenomeno dei gruppi piramidali si è accompagnata parallelamente una riduzione anche dell'uso delle azioni senza diritto di voto in assemblea ordinaria (azioni privilegiate e di risparmio) che hanno storicamente rappresentato l'altro meccanismo utilizzato nelle società quotate italiane per conseguire più elevati livelli di separazione tra proprietà e controllo. Il numero di società con azioni di risparmio si è quasi dimezzato negli ultimi dieci anni. Alla fine del 2006 solo l'11,6 per cento delle società aveva azioni di risparmio a fronte del 26 % del 1997. Il peso medio delle azioni di risparmio sul capitale delle società che le hanno emesse è diminuito dal 19,3 per cento del 1997 all'11,1 del 2006.

Dal complesso di questi dati emerge una chiara e spontanea tendenza del mercato verso un'attenuazione dei fenomeni di separazione tra proprietà e controllo, su cui ha probabilmente inciso in modo significativo la pressione degli investitori istituzionali soprattutto internazionali verso una semplificazione delle strutture di controllo.

3. OSSERVAZIONI SPECIFICHE SULLE MISURE PROPOSTE DAL DDL

Passando ad analizzare le specifiche proposte contenute nel DDL, una prima osservazione di carattere generale riguarda il fatto che esse non sembrano riferirsi al fenomeno dei gruppi piramidali in senso stretto, come sono stati sopra definiti, cioè ai gruppi composti da almeno due società quotate legate da rapporti di controllo, ma ai gruppi piramidali in senso lato, indipendentemente dalla loro struttura. Questo comporta un notevole ampliamento dell'area di applicazione delle misure, estendendole anche a situazioni nelle quali non si verifica in misura sostanziale l'effetto di "ridurre il capitale necessario per esercitare il controllo"³.

³ Un esempio di tale situazione si ha nel caso della previsione in materia di opa obbligatoria (contenuta nell'art.2 comma 1 lettera a) caso 2)) che impone di lanciare l'opa in caso di detenzione della quota di controllo da parte di due o più società appartenenti alla medesima catena di controllo. Si ritiene di interpretare che questo caso configuri una situazione aggiuntiva rispetto a quelle già prevista dall'ordinamento attuale in quanto che verrebbe a disciplinare i casi in cui, pur senza superare la soglia del 30%, venga acquisita da parte di due società di uno stesso gruppo piramidale una partecipazione che consente di esercitare un controllo di fatto. Analogo obbligo non sussisterebbe, se

A prescindere da tale problema di identificazione dell'area di applicazione delle misure previste dal DDL, che per essere più coerenti con gli obiettivi perseguiti dovrebbero concentrarsi sul fenomeno del gruppo piramidale formato da almeno due società quotate, si rilevano alcune criticità che deriverebbero dalla loro applicazione.

3.1 LE MODIFICHE PROPOSTE ALLA DISCIPLINA DELL'OPA OBBLIGATORIA

Le modifiche proposte alla disciplina dell'opa obbligatoria hanno il fine di estenderne l'ambito di applicazione prevedendo:

- l'obbligo di opa in caso di acquisizione del controllo di una quotata tramite due o più società appartenenti alla medesima catena di controllo ovvero in caso di superamento della soglia del 30% da parte di più soggetti che si presumano agire di concerto;
- la creazione presso la Consob di un collegio indipendente di esperti chiamato a verificare la sussistenza delle condizioni sopra indicate ed a monitorare i passaggi di proprietà e di controllo ed i processi di acquisizione e fusione delle società quotate;
- l'attribuzione alla Consob del potere di indicare con proprio regolamento una soglia OPA inferiore al 30%, ma non inferiore al 15% per le società ad elevata capitalizzazione ed azionariato particolarmente diffuso.

A tale riguardo si osserva preliminarmente come la disciplina delle offerte pubbliche d'acquisto, sia attualmente oggetto di revisione per il recepimento della direttiva europea. Tale direttiva, pur con i limiti di una armonizzazione ampiamente imperfetta, rappresenta comunque il quadro di riferimento essenziale per le discipline dei paesi europei.

Il sistema disegnato dalla direttiva in materia di opa obbligatoria si basa sull'individuazione di una soglia fissa, il cui superamento determina le condizioni per l'obbligo di offerta. Le scelte effettuate nei principali paesi, con la sola eccezione della Spagna, e quella configurata nella bozza del decreto legislativo attualmente all'esame del Parlamento Italiano confermano questa impostazione, prevedendo una soglia unica per tutte le società quotate.

l'interpretazione è corretta, qualora il controllo di fatto fosse acquisito da un soggetto singolo non appartenente ad un gruppo. Questa distinzione, che sembra voler esplicitamente disincentivare le operazioni di acquisizione compiute da un gruppo piramidale che può beneficiare di una elevata leva azionaria, non avrebbe però motivo di essere nel caso in cui, per fare l'esempio estremo, le società della catena che acquisiscono il controllo di fatto siano tutte partecipate al 100%, in quanto in tale situazione non si determina alcun effetto di separazione tra proprietà e controllo.

Il DDL prevede invece un sistema complesso secondo il quale:

- per le società ad elevata capitalizzazione ed azionariato particolarmente diffuso la soglia sia determinata *ex ante* dalla Consob in un intervallo compreso tra il 15% e il 30%;
- per le altre società la soglia sia il 30%
- per tutte le società, come si è già accennato, l'obbligo di opa scatti, anche al di sotto delle soglie individuate *ex ante*, qualora un acquisto effettuato da società appartenenti ad un gruppo piramidale consenta di esercitare un controllo di fatto.

E' evidente che tale sistema, di cui si comprendono le finalità di coprire diverse caratteristiche soggettive delle società e diverse modalità di acquisizione del controllo, comporti tuttavia minori condizioni di certezza e di trasparenza del mercato del controllo societario. Inoltre, sia la previsione di diversificare il sistema di soglie sia quella di verifica *ex post* dell'acquisizione del controllo di fatto comportano notevoli difficoltà applicative.

Riguardo al primo aspetto, se è indubbio che esiste una relazione tra la dimensione della società e la sua struttura proprietaria, da un lato, e la quota necessaria per esercitare il controllo, dall'altro, è molto difficile identificare i parametri quantitativi di tale relazione che consentano di collegare ai diversi livelli di capitalizzazione e di diffusione dell'azionariato una specifica soglia. Si tratta di elementi che tendono a variare senza soluzione di continuità nel tempo e che richiederebbero un continuo adeguamento delle soglie aumentando l'incertezza del mercato. Peraltro vanno attentamente considerati gli effetti che soglie particolarmente basse per l'insorgere dell'obbligo di opa potrebbero avere sulla contendibilità del controllo delle società quotate. La conseguenza potrebbe infatti essere quella di cristallizzare gli assetti di controllo esistenti, laddove essi siano basati su partecipazioni che si collochino a ridosso delle soglie individuate, la cui posizione sarebbe "protetta" dall'obbligo di lanciare l'opa a carico di chiunque volesse insidiare la posizione di controllo esistente.

Riguardo al problema della verifica *ex post* delle situazioni di controllo di fatto, oltre agli elementi di discrezionalità che inevitabilmente tale valutazione comporta e da cui potrebbero derivare anche eventuali contenziosi, è da considerare che i tempi di accertamento potrebbero essere non brevi e sono comunque successivi rispetto al passaggio del pacchetto del controllo.

Nelle situazioni di incertezza e di discrezionalità c'è la possibilità effettiva che a decidere sia un tribunale amministrativo sulla base di norme e di regole che nulla hanno a che fare con il mercato.

Inoltre il fatto che la verifica *ex post* sarebbe limitata ai casi di acquisto da parte di un gruppo piramidale introduce un elemento di differenziazione della disciplina in funzione di un parametro, legato alla natura del soggetto acquirente, che non sembra rilevante per la finalità dei diritti degli azionisti di minoranza che richiede invece un trattamento omogeneo.

Tra le misure previste dal DDL, vi è anche l'introduzione di un collegio indipendente di esperti costituito presso la Consob che dovrebbe effettuare, per conto della Consob stessa, una verifica periodica dell'applicazione degli obblighi di opa nei casi di acquisti di concerto e di acquisto del controllo di fatto da parte di un gruppo piramidale. Pur riconoscendo l'importanza di assicurare un adeguato monitoraggio dei passaggi di proprietà e di controllo e i processi di acquisizione riguardanti le società quotate, non appare sufficientemente chiaro il ruolo di tale collegio di esperti che non sembra poter svolgere una funzione diversa da quella di consulenza nei confronti della Consob, che resterebbe titolare di ogni responsabilità decisoria. Peraltro il fatto che l'analisi debba essere svolta periodicamente sembra escludere che il Collegio indipendente di esperti possa fornire consulenza nei singoli casi al momento in cui si presentano. Si tratta pertanto di una funzione del tutto diversa da quella del Takeover Panel inglese che è un organismo dotato di completa autonomia e che svolge la funzione di autorità competente in materia di opa, assumendo tutte le relative funzioni decisorie.

3.2 LE MISURE VOLTE A SCORAGGIARE DIRETTAMENTE IL FENOMENO DEI GRUPPI PIRAMIDALI

Le misure volte a scoraggiare direttamente il fenomeno dei gruppi piramidali prevedono:

- la sterilizzazione del diritto di voto della società che controlla una quotata in misura proporzionale alla percentuale con la quale tale società controllante è a sua volta controllata da altra società, prevedendosi inoltre ulteriori riduzioni del diritto di voto per ogni successivo livello di controllo;
- l'applicazione della sterilizzazione anche al caso in cui la società quotata sia controllata attraverso un sindacato di voto.

La previsione della sterilizzazione del diritto di voto costituisce una misura particolarmente innovativa che comporterebbe un'alterazione profonda della disciplina del diritto di voto in assemblea, la cui misura, per l'azionista di controllo non sarebbe più determinata dal numero di azioni con diritto di voto possedute bensì dall'impegno finanziario a lui effettivamente riferibile attraverso la catena partecipativa.

Si tratta di un cambiamento radicale, che non trova riscontro nell'esperienza dei principali paesi e che sostituirebbe al principio giuridico che fa corrispondere ad ogni azione ordinaria un diritto di voto, un principio economico-finanziario secondo il quale un voto corrisponde ad una unità effettiva di capitale impegnato.

Sul piano generale, questo mutamento di prospettiva comporterebbe in primo luogo una variabilità del diritto di esercizio del voto, la cui misura verrebbe a modificarsi in funzione della struttura della catena partecipativa cui appartiene la società che detiene il controllo della società quotata. Ad esempio, un eventuale aumento dell'effetto di separazione tra proprietà e controllo a monte della catena partecipativa comporterebbe una riduzione dei diritti di voto esercitabili dall'azionista di controllo e viceversa, alterando parallelamente il peso relativo degli altri azionisti della società quotata, che vedrebbero aumentare il loro peso nel primo caso, ridursi nel secondo. A fronte dell'attuale invarianza dei diritti voto connessi ad una partecipazione si avrebbe pertanto una variabilità che potrebbe introdurre elementi di incertezza sul mercato, in particolare per i pacchetti che possono avere un ruolo rilevante per il controllo.

Un altro elemento che merita considerazione riguarda il fatto che l'effetto della sterilizzazione colpirebbe non solo il soggetto al vertice della catena di controllo, ma anche tutti gli azionisti di minoranza coinvolti nella catena partecipativa: la probabile riduzione del valore della partecipazione di controllo in conseguenza della sterilizzazione del suo potere di voto verrebbe infatti sopportato anche dagli azionisti di minoranza della catena partecipativa in quanto si ridurrebbe il valore delle società in cui detengono le partecipazioni. Anzi, gli azionisti di minoranza della catena partecipativa sopporterebbero la parte preponderante di tale riduzione di valore: essi infatti proprio in funzione dell'effetto di diluizione dell'impegno finanziario del soggetto al vertice della catena, che il gruppo piramidale consente e che la sterilizzazione vuole penalizzare, detengono la maggioranza del capitale complessivo del gruppo e quindi sono maggiormente penalizzati da eventuali perdite di valore.

Sul piano specifico della proposta del DDL, vi è un ulteriore elemento che altera significativamente il “potere di voto” delle partecipazioni, in quanto la prospettata sterilizzazione si applicherebbe soltanto all’azionista di controllo, e agli eventuali partecipanti ad un sindacato di voto che eserciti il controllo, ma non agli altri azionisti. In realtà, anche per altri azionisti è possibile che la partecipazione sia detenuta da una società che sia alla base di una catena di controllo attraverso la quale si verifica una diluizione dell’impegno finanziario del soggetto al vertice della catena, ma in questo caso l’esercizio del diritto di voto non verrebbe sterilizzato. Pertanto, mentre per l’azionista di controllo si applicherebbe il nuovo principio “un voto per ogni unità di capitale investito”, per gli altri azionisti si applicherebbe il principio tradizionale “un’azione un voto”, con possibili effetti distorsivi anche paradossali: l’asimmetria di applicazione del principio di sterilizzazione potrebbe infatti consentire ad un azionista non di controllo di poter esercitare un numero di diritti di voto maggiore di quello esercitabile dall’azionista di controllo anche qualora avesse investito un capitale effettivo inferiore.

Ne potrebbe derivare una “mobilità” del controllo la cui allocazione verrebbe ad essere in buona misura arbitraria e dove verrebbe sistematicamente svantaggiato il detentore della partecipazione di maggioranza.

3. 3 LE MODIFICHE ALLA DISCIPLINA SUI LIMITI ALL’INDEBITAMENTO DELLE SOCIETÀ QUOTATE

Le modifiche alla disciplina sui limiti all’indebitamento delle società quotate prevedono:

- l’attribuzione alla Consob del potere di imporre limiti all’indebitamento delle quotate per un periodo non superiore a tre anni e su richiesta motivata di azionisti che rappresentino almeno il 2% del capitale in caso di OPA ovvero di passaggio di proprietà di una partecipazione superiore al 15% del capitale;
- l’obbligo per le società quotate di inserire apposita clausola statutaria che preveda l’indebitamento massimo in rapporto al patrimonio netto (con esclusione del debito verso fornitori);

L’introduzione di specifiche disposizioni riguardanti i limiti all’indebitamento delle società quotate risulta fondata, nella Relazione introduttiva al Disegno di Legge, su due ordini di

problemi legati all'utilizzo, da parte dei soggetti che controllano o acquisiscono il controllo di una società quotata, dello strumento della leva finanziaria.

Un primo problema riguarda il rischio che una società quotata, anche in assenza di un'operazione di acquisizione, sia indotta a fare un eccessivo ricorso al debito per finanziare le proprie politiche di investimento e di sviluppo, a causa dei vincoli finanziari del soggetto controllante il quale non vuole diluire la propria quota di partecipazione. A fronte di tale rischio, si propone l'introduzione per le società quotate di un limite statutario all'indebitamento, misurato in una determinata percentuale del patrimonio netto.

La scelta delle forme di finanziamento degli investimenti rappresenta in realtà una tipica scelta di gestione della società che non può che essere riservata agli organi sociali preposti. Eventuali limiti statutari a tale scelta possono rappresentare, da un lato, un fattore di eccessiva rigidità in merito alle politiche di finanziamento adottabili, dall'altro, una disposizione non in grado, di per sé, di eliminare il problema dell'abuso della leva finanziaria da parte del socio di controllo, ove ad esempio siano previsti statutariamente limiti di indebitamento assai elevati rispetto all'ammontare del patrimonio sociale.

Un secondo problema riguarda gli effetti delle operazioni di *leveraged buy out* (LBO) cioè delle operazioni in cui il controllo di una società (detta *target*) sia acquisito utilizzando prevalentemente capitale di debito che verrà successivamente garantito mediante le azioni o i beni della società acquisita e poi rimborsato attraverso il flusso di cassa proveniente da tale società.

Tali operazioni, che possono assumere varie forme, presentano quale comune denominatore la caratteristica che l'acquisizione delle azioni della società *target* avviene attraverso un ridotto apporto di capitali propri dell'acquirente ed un massiccio ricorso al capitale di debito, commisurato alla capacità di indebitamento della società oggetto di acquisizione. Secondo questo schema, il debito contratto dall'acquirente (normalmente una "scatola" priva di patrimonio) per l'acquisizione della *target* viene "portato" a valle e ripagato esclusivamente con i flussi di cassa generati da risorse interne (profitti, cessioni di *assets*) dell'azienda acquisita. Ciò può avvenire attraverso una fusione tra la società acquirente e la società *target* (cosiddetto *merger leverage buy out*), tramite la quale l'indebitamento contratto dall'acquirente per il compimento dell'operazione risulterà traslato sul patrimonio della società acquisita, ovvero attraverso gli strumenti di

distribuzione di utili o di patrimonio ai soci (ad es. incrementando i dividendi o distribuendo riserve disponibili).

L' intenso dibattito dottrinario e giurisprudenziale che si è sviluppato a partire dall'inizio degli anni '90 sulla liceità dell'istituto del *leverage buy out*, in particolare sulla sua idoneità a costituire violazione delle disposizioni codicistiche sul divieto di acquisto di azioni proprie (art. 2357 c.c.), ma soprattutto sul divieto di accordare prestiti o concedere garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione di azioni proprie (art. 2358, comma 1 c.c.), ha portato, con la riforma del diritto societario, ad una prima regolazione di tale fenomeno nella forma del *merger leverage buy out* (cfr. il nuovo art. 2501-bis rubricato "fusione a seguito di acquisizione con indebitamento"). La nuova norma, stabilendo l'ammissibilità in generale delle operazioni di LBO, prevede un procedimento speciale di fusione che comporta una più completa e dettagliata informativa da fornire ai soci ed agli investitori e maggiori garanzie in merito alla correttezza e veridicità dell'informativa fornita⁴, al fine di ridurre i rischi di tale operazione per gli equilibri finanziari della società *target*.

Sempre sotto questo profilo deve rilevarsi che la Direttiva 2006/68/CE, che modifica la seconda Direttiva (77/91/CE) in materia societaria, consente agli Stati membri di abolire il divieto assoluto di assistenza finanziaria per l'acquisto di azioni proprie, oggi stabilito dall'art. 2358 c.c.. Tale facoltà, che secondo quanto attualmente previsto dal disegno di Legge comunitaria per il 2007 approvato dal Senato della Repubblica sarà utilizzata dal legislatore italiano, è collegata dalla Direttiva ad una serie di garanzie: le condizioni di mercato eque a cui deve avvenire sia il finanziamento che l'acquisto delle azioni proprie; il limite degli utili distribuibili e delle riserve disponibili; la tutela del "miglior interesse della società".

Alla luce di tali interventi normativi e coerentemente con essi, l'obiettivo della regolamentazione non dovrebbe essere quello di scoraggiare *tout court* l'utilizzo dello strumento della leva finanziaria nelle acquisizioni, che anzi in alcune situazioni può facilitare la realizzazione di cambiamenti efficienti del controllo. Ciò che occorre disincentivare sono le

⁴ E' previsto l'obbligo di indicare nel progetto di fusione "le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione", nonché l'obbligo per gli amministratori delle società partecipanti alla fusione di predisporre un business plan comprendente: i) le motivazioni dell'operazione; ii) la fonte delle risorse finanziarie; iii) gli obiettivi da raggiungere attraverso l'operazione. È inoltre previsto il rilascio da parte degli esperti nominati dal tribunale di una attestazione in merito alla "ragionevolezza" delle indicazioni contenute nel progetto di fusione, nonché l'allegazione al progetto di fusione di una relazione della società di revisione incaricata.

operazioni di LBO che, senza creare alcun valore per la *target*, si risolvano in una acquisizione di benefici privati da parte del nuovo controllante.

In quest'ottica, mentre suscita perplessità l'ipotesi prospettata nel disegno di legge di attribuire alla Consob il potere di imporre un limite all'indebitamento della società *target*, in quanto configura un ruolo improprio dell'Autorità di vigilanza che verrebbe ad assumere funzioni tipiche della gestione delle società, si possono individuare in via del tutto preliminare due campi di intervento normativo.

In primo luogo, sarebbe auspicabile un coordinamento tra la disciplina delle fusioni a seguito di acquisizione con indebitamento (cfr. art. 2501-*bis*) e la introducenda disciplina di derivazione comunitaria sulle ipotesi di assistenza finanziaria delle società per l'acquisto di azioni proprie. In particolare, potrebbe valutarsi, ove ciò non risulti possibile già in via interpretativa, l'integrazione della disciplina di cui all'art. 2501-*bis* con le ulteriori garanzie che saranno previste per le ipotesi di assistenza finanziaria per l'acquisto di azioni proprie tra cui in particolare l'introduzione del concetto di "miglior interesse della società" quale presupposto necessario per il compimento dell'operazione. Tale modifica consentirebbe infatti di assicurare che nelle operazioni di *merger* LBO siano fornite agli investitori adeguate informazioni riguardanti non solo i rischi per la stabilità finanziaria della *target*, ma più in generale le capacità potenziali dell'operazione di LBO di creare valore per tutti gli azionisti della società, grazie alla gestione del management insediato dal nuovo azionista di controllo.

Un secondo ambito di intervento è rappresentato dalle norme in tema di recesso dei soci. Attualmente la facoltà di recesso del socio è prevista solo nel caso di fusioni che comportino il delisting della società quotata e dunque solo nella ipotesi in cui, in presenza di una operazione di LBO, il veicolo non quotato incorpori la società quotata *target*, mentre tale facoltà non si applica agli altri casi di fusione (fusione inversa o tra due società quotate), benché anche in questi casi gli effetti sulla posizione debitoria della società *target* siano analoghi.

Per superare questa asimmetria di trattamento, può pensarsi ad una maggiore valorizzazione, nell'ambito delle società quotate del diritto di recesso quale strumento di protezione degli azionisti di minoranza. Tale strumento potrebbe infatti essere introdotto in tutti i casi in cui, anche a prescindere dall'esistenza di una operazione di LBO, si realizzi una fusione tra società (di cui

almeno una quotata) legate da rapporti di controllo. In tali casi, infatti è maggiore il rischio di abusi a danno della minoranza da parte del soggetto capogruppo.

Al fine di rendere maggiormente efficace lo strumento del recesso del socio, potrebbe essere inoltre oggetto di revisione la modalità di determinazione del prezzo da corrispondere agli azionisti che intendano esercitare il diritto di recesso, che attualmente è dato, per le società quotate, dalla media aritmetica del prezzo di borsa registrato nei sei mesi antecedenti l'avviso di convocazione dell'assemblea chiamata ad approvare la fusione. L'utilizzo della data di convocazione assembleare quale *dies a quo* per il calcolo della media ha portato in molti casi alla formazione di corrispettivi di recesso che hanno scoraggiato i soci dall'esercizio di tale diritto, in quanto il mercato aveva già scontato dal prezzo di mercato gli effetti della fusione già a partire dal momento, che può precedere anche di molto la data di convocazione dell'assemblea, in cui è stata data informazione al mercato su tale ipotesi. Potrebbe pertanto valutarsi la possibilità di attribuire alla Consob il compito di individuare il periodo di calcolo del corrispettivo di recesso avendo riferimento ai tempi dell'informazione al mercato sul progetto di fusione.

4. CONCLUSIONI

Il disegno di legge in esame ha il pregio di mettere a fuoco con precisione e incisività alcuni aspetti critici del funzionamento dei sistemi di governo societario delle società quotate legati alle caratteristiche dei loro assetti proprietari e di controllo ed in particolare all'uso dei gruppi piramidali come strumento di separazione tra proprietà e controllo.

Nell'individuare i possibili interventi normativi a tutela degli investitori, occorre però tenere conto che è in atto ormai da diversi anni una tendenza verso un'attenuazione della loro intensità, soprattutto in conseguenza della progressiva apertura dei mercati agli investitori internazionali e di una crescente consapevolezza dei loro potenziali aspetti critici.

All'evoluzione in atto, che vede mutare, almeno in parte, gli strumenti e l'articolazione delle modalità di esercizio del controllo, corrisponde la permanenza di un elevato valore attribuito al controllo stesso, che si riflette anche nella tradizionale riluttanza all'apertura della proprietà al mercato, solo parzialmente attenuata negli ultimi anni.

Resta pertanto aperto il problema di evitare che dal controllo delle società si traggano benefici privati a danno degli azionisti di minoranza. Un'area particolarmente critica riguarda le operazioni con parti correlate che presentano strutturalmente un rischio elevato di potenziali conflitti di interesse tra azionisti di controllo (ovvero manager) e azionisti di minoranza.

La Consob ha avviato, e sottoporrà presto al confronto con il mercato, l'elaborazione di ipotesi di regolamentazione (in attuazione del 2391 bis c.c.) che, oltre a garantire condizioni di adeguata trasparenza, incidano sulla correttezza sostanziale e procedurale di tali operazioni. Oggetto di regolamentazione saranno le competenze e i meccanismi decisionali degli organi sociali, nonché l'informazione da fornire agli azionisti e al mercato sulle caratteristiche e sugli effetti di determinate categorie di operazioni, potenziando la disciplina esistente della trasparenza di tali operazioni (Regolamento Emittenti art. 71bis). Nel definire il nuovo quadro regolamentare si terrà conto delle situazioni che presentano più elevati rischi di conflitto di interessi anche in funzione degli assetti proprietari e dell'articolazione delle attività del gruppo di appartenenza, tra i quali saranno attentamente considerate le catene societarie particolarmente complesse.

Un ruolo particolare dovrà essere svolto dai sistemi di governo societario. La riforma del risparmio ha introdotto alcune misure che rafforzano la dialettica societaria. È stato valorizzato il ruolo delle minoranze, attraverso la previsione di loro rappresentanti negli organi di gestione e di controllo, e il ruolo degli amministratori indipendenti. Sono state potenziate l'indipendenza e l'efficacia dei controlli interni. Ne derivano maggiori responsabilità per gli organi societari, ai quali sono attribuiti specifici poteri e connessi doveri.

Nella complessa fase di evoluzione normativa che sta interessando i mercati mobiliari non sembra opportuno introdurre nuove norme che limitino l'autonomia del mercato nel determinare gli assetti organizzativi e di controllo, intervenendo direttamente con misure che scoraggiano l'utilizzo di strumenti, quali i gruppi piramidali, che appaiono peraltro avviarsi spontaneamente verso dimensioni fisiologiche e comunque in linea con gli altri principali paesi europei.

Spazi di miglioramento del quadro normativo potrebbero piuttosto essere individuati per rafforzare ulteriormente l'efficacia dei sistemi di governo societario nelle situazioni più esposte al rischio di conflitto di interessi quali le società quotate controllate da altre società quotate. In

particolare, merita di essere valutata la possibilità di prevedere specifiche misure sulla composizione degli organi di amministrazione e controllo di tali società, ad esempio attraverso meccanismi potenziati di rappresentanza delle minoranze e di presenza di amministratori indipendenti, al fine di aumentare la dialettica societaria a fronte dei maggiori rischi di pratiche espropriative che si presentano in tali situazioni.