

Il “nuovo” ruolo dell’assemblea nelle società quotate

Il dibattito sul ruolo dell’assemblea nelle società quotate continua a essere vivo e attuale soprattutto per ciò che riguarda la reale ed effettiva funzione degli azionisti all’interno delle dinamiche endosocietarie. Ne rendono testimonianza, anche a livello normativo, l’evoluzione della disciplina delle società per azioni nelle diverse esperienze giuridiche e le iniziative proposte negli ultimi anni a livello internazionale volte a fornire ai regolatori un quadro di riferimento in materia di governo societario (si pensi, ad esempio, ai Principi *OECD* in materia di *corporate governance* da ultimo modificati nel 2015).

Negli ordinamenti giuridici dei paesi a economia avanzata, la constatazione del progressivo ridimensionamento del ruolo dell’assemblea nelle società per azioni a vantaggio dell’organo amministrativo non segna più la fine del dibattito. Certamente, l’assetto della ripartizione di poteri tra soci e amministratori è profondamente mutato nel tempo passando da un modello contraddistinto da un’attribuzione piena del potere gestorio in capo ai soci e dal riconoscimento degli amministratori come semplici mandatari dell’assemblea degli azionisti a un modello, diametralmente opposto, dove l’organo amministrativo è deputato alla gestione dell’impresa mentre ai soci sono attribuite specifiche prerogative definite per legge.

Il progressivo ridimensionamento del ruolo dell’assemblea nelle società azionarie è per molti versi legato allo sviluppo della grande impresa e alla frammentazione del capitale sociale tra una moltitudine di soci-investitori che, detenendo solo un esiguo numero di partecipazioni azionarie, non sono interessati alle vicende sociali ma solo a ottenere una remunerazione dal capitale investito.

Nella grande impresa azionaria caratterizzata da una separazione – più o meno accentuata – tra *ownership and control* il principale problema risiede

nella difficoltà per i piccoli soci risparmiatori di monitorare l'operato dei *manager* professionisti che gestiscono i loro investimenti. A ben vedere, infatti, il naturale disinteresse della massa degli azionisti investitori titolari del rischio d'impresa favorisce il dominio da parte dei soggetti che sono investiti del potere di gestione sui quali, però, non grava il rischio imprenditoriale (nelle società con assetti proprietari diffusi) o del socio di controllo (nelle società con assetti proprietari concentrati) che molto spesso decide le sorti della società pur detenendo una quota minoritaria. Tale deroga al principio di correlazione tra rischio e potere – posto a presidio di un'oculata gestione dell'impresa – fa emergere una forte esigenza di tutela dei piccoli azionisti contro gli abusi dei *manager* o del socio di controllo.

Nell'ordinamento italiano, l'abbandono del principio di sovranità assembleare si è avuto con il passaggio al codice civile del '42 che ha limitato il potere di intervento dell'assemblea in materia gestoria ai casi espressamente previsti dalla legge e agli «oggetti riservati alla sua competenza dall'atto costitutivo o sottoposti al suo esame dagli amministratori» (art. 2364, n. 4 c.c.). Il codice civile del '42, però, pur segnando il definitivo abbandono dell'idea di “sovranità assembleare”, lasciava un più o meno ampio margine di intervento dei soci nelle vicende gestorie.

È con la riforma del diritto societario del 2003 che il legislatore sancisce un definitivo allottamento dei soci dalla gestione dell'impresa attraverso l'attribuzione in via esclusiva del potere di gestione in capo agli amministratori (art. 2380-*bis* c.c.) e la possibilità per lo statuto di prevedere solo un intervento “autorizzativo” degli azionisti per il compimento di atti degli amministratori, dei quali questi restano responsabili (art. 2364, n. 5, c.c.).

La scelta del legislatore del 2003 di puntare sull'*exit* (si pensi, ad esempio, all'ampliamento delle ipotesi di recesso e alla modifica della relativa disciplina) riducendo la *voice* dei soci, giustificata da ragioni di efficienza e

rapidità delle decisioni, asseconda una tendenza generalizzata a considerare gli azionisti come meri investitori disinteressati alle vicende sociali e prende atto della conformazione tipica del capitalismo italiano tradizionalmente caratterizzato dalla presenza di un socio di controllo nelle società aperte e da una ristretta compagine azionaria e una tendenziale coincidenza tra soci e amministratori nelle società chiuse.

Nondimeno, la disciplina codicistica dell'assemblea delle società per azioni è stata nel corso degli anni più volte integrata da molteplici disposizioni relative alle società aperte che, ispirate all'esigenza di tutelare gli investitori, hanno introdotto strumenti di eterotutela della massa dei piccoli azionisti "incompetenti" e "disinteressati", fornito mezzi di autotutela dei soci di minoranza e, infine, incoraggiato l'attivismo degli azionisti. Si pensi alla riforma introdotta con il d.lgs. n. 58/1998 (Testo Unico della finanza), alla legge sulla tutela del risparmio del 2005 nonché al d.lgs. n. 27/2010 che ha recepito in Italia la direttiva 2007/36/CE sui diritti degli azionisti.

La scelta del legislatore di rafforzare la tutela del risparmio e di agevolare la partecipazione degli azionisti alla vita delle società a capitale diffuso – che, a prima vista, pare in controtendenza con la filosofia sottesa alla disciplina civilistica – è certamente legata all'emersione della figura degli investitori professionali, ossia di soggetti dotati di competenze tecniche in materia di investimenti e in grado di svolgere un ruolo attivo nelle società attraverso l'esercizio dei diritti sociali.

In base all'attuale quadro normativo, gli azionisti delle società quotate, a differenza di quelli delle società chiuse, possono contare non solo su una serie di diritti procedurali di *voice* volti a facilitarne la partecipazione al processo decisionale e a rafforzare la trasparenza dell'informazione societaria (si pensi alle disposizioni introdotte a seguito del recepimento della direttiva 2007/36/CE), ma anche su un pacchetto di competenze sostanziali di non scarsa rilevanza che consente loro di incidere sugli assetti di governo societario e di "giudicare" pubblicamente l'operato degli

amministratori (tra i principali, il potere di nominare amministratori e sindaci di minoranza, le competenze autorizzative in materia di misure difensive in caso di OPA, quelle volte a consentire le partecipazioni reciproche in misura superiore al 2% ovvero a quelle concernenti l'eventuale *white wash* nel caso di operazioni con parti correlate di "maggiore rilevanza").

Il potenziamento dei diritti di *voice*, soprattutto procedurali, ha giocato un ruolo fondamentale nelle stagioni assembleari degli ultimi anni dove si è registrato un significativo incremento della partecipazione alle assemblee da parte degli azionisti, in particolare degli investitori istituzionali stranieri.

Dalla ricostruzione delle principali tappe dell'evoluzione normativa del rapporto soci-amministratori all'interno del nostro ordinamento emerge, dunque, un'apparente contraddizione tra gli interventi normativi sulle società a capitale diffuso, per lo più finalizzati a incrementare i diritti degli azionisti, e la riforma del diritto societario del 2003 che, al contrario, per garantire l'efficienza del governo dell'impresa, ha depotenziato il ruolo dell'assemblea (di tutte le s.p.a.) relativamente all'esercizio del potere gestorio.

In realtà, il legislatore del 2003, pur non puntando sulla *voice* e correlativamente rafforzando l'*exit* del socio, sembra che nella sostanza non abbia svalutato il ruolo dell'assemblea che, nel nostro ordinamento, resta di primaria importanza.

In virtù delle considerazioni che precedono è possibile sostenere che in un sistema finanziario concentrato come quello italiano, l'efficienza del modello manageriale non è incompatibile con un ruolo significativo dei soci, troppo spesso liquidato con la formula spregiativa di "democrazia azionaria".

Il potenziamento dei diritti sostanziali e procedurali degli azionisti delle società aperte non va associato alla volontà di far rivivere l'idea di "sovranità assembleare" ma va letto in coerenza con la scelta di estraniare

l'assemblea dall'attività di gestione "ordinaria" dell'impresa (o *day-to-day business*) operata dal legislatore del 2003 valida per tutte le società azionarie.

Pertanto, la partecipazione attiva dell'assemblea alla vita delle società quotate italiane va intesa in chiave di monitoraggio sull'operato degli amministratori e di intervento (eventualmente anche in materia gestoria) in caso di allarme o in circostanze patologiche – o, più in generale, anomale – nella vita della società. L'attività gestoria è, e resta, anche per le emittenti quotate prerogativa degli amministratori.

L'assemblea, invece, diventa un momento informativo sia per i soci sia per il mercato, di verifica dell'operato degli amministratori e di eventuale opposizione alle decisioni della maggioranza azionaria che, soprattutto nelle società a capitale concentrato, si forma al di fuori della stessa.

La valorizzazione degli strumenti informativi e il potenziamento della partecipazione degli azionisti alle dinamiche assembleari contribuiscono alla responsabilizzazione del comportamento del socio di maggioranza e degli amministratori il cui operato è valutato pubblicamente dai soci e dal mercato. Il beneficio per la *corporate governance* delle società quotate è evidente se si pensa alla riduzione dei costi derivanti dal disallineamento degli interessi degli azionisti di maggioranza e di quelli di minoranza.

In tal senso, si spiega la volontà del legislatore di incoraggiare lo *shareholder activism*, soprattutto degli investitori istituzionali, cercando di superare l'apatia razionale dei soci attraverso una riduzione dei costi e degli ostacoli operativi legati all'esercizio dei diritti che oggi, nell'era della digitalizzazione e di internet, è resa più agevole.