

CONFLITTI DI INTERESSI CARATTERISTICI DELLA S.P.A.

IL CONFLITTO DI INTERESSI TRA MAGGIORANZA E MINORANZA

Nel linguaggio attualmente più diffuso a livello internazionale, i problemi della S.p.A. vengono illustrati facendo ricorso alla nozione di "agency". Si parla perciò di "agency problems" relativi ai rapporti tra soci e gestori, tra soci e gestori, tra soci di maggioranza e soci di minoranza. Un problema di "agency" nasce in tutti i casi in cui esiste un soggetto che compie azioni in cui effetti si riverberano in misura rilevante su altri soggetti. In questi casi si verifica quasi inevitabilmente una disallineamento tra gli interessi dell'agente e quelli del principal, colui che beneficia dei risultati delle azioni dell'agente (nella più semplice delle ipotesi, l'interesse dell'agente è quello di avere il massimo stipendio con il minimo lavoro, mentre l'interesse del principal è quello di ottenere il massimo risultato pagando il minimo compenso).

La prima delle tre serie di conflitti di interessi è quella che nasce dalla presenza di soci di maggioranza e soci di minoranza (la seconda riguarda il conflitto tra soci amministratori e la terza tra soci e creditori). Nella S.p.A. vigono il principio maggioritario e la regola per cui il socio, in quanto tale, non può influire sulle decisioni relative all'amministrazione della società. La partecipazione di un numero potenzialmente elevato di investitori e richiede una divisione del lavoro che assegna i compiti amministrativi a chi è in grado di assolverli. Richiede inoltre un criterio che consenta di superare paralizzanti dissensi questo modulo organizzativo a segnare la maggioranza un ruolo centrale: essa da sola può incidere, attraverso la nomina degli amministratori, sulla gestione della società, e ad essa competono in via pressoché esclusiva tutte le decisioni più rilevanti. Viene in tal modo creato un potenziale conflitto di interesse tra i soci. La maggioranza assembleare può essere rappresentata da un singolo socio che dispone del 51% del capitale sociale o da più soci che, agendo in concerto, raccolgono analoga percentuale. Può anche essere rappresentata da soci che dispongono di percentuali molto inferiori, ma che sono tuttavia in grado di prevalere sistematicamente perché le altre azioni sono disperse tra un numero elevato di piccoli azionisti che non partecipano all'assemblea. A sua volta la minoranza può essere composta da pochi azionisti partecipazioni comunque ragguardevoli o da una moltitudine di piccoli azionisti ciascuno dei quali abbia compiuto un investimento di infima entità. È anche possibile, che i soci di minoranza, presi nel loro complesso possiedono molto più della maggioranza del capitale sociale. Spesso parleremo pertanto di gruppo di controllo ad indicare chi di fatto è in grado di avere la maggioranza nell'assemblea, anche se non possiede la maggioranza del capitale sociale.

LA RIPARTIZIONE DEI VANTAGGI

L'esistenza di un gruppo di controllo crea una dissimmetria che è fonte potenziale di gravi conflitti di interessi tra i soci il gruppo di controllo ha infatti la possibilità di assicurarsi legittimamente dei vantaggi dalla cui fruizione la minoranza è esclusa. Attraverso la scelta degli amministratori e la nomina dei dirigenti della società, e pone della maggioranza può assicurarsi una fonte di reddito (sotto forma di remunerazione degli incarichi ricoperti) indipendente dalla distribuzione di eventuali utili. Poiché la possibilità di nomina degli amministratori consente inoltre il controllo effettivo dei beni sociali, la maggioranza dispone di un potere, a sua volta suscettibile di essere monetizzato. Il valore di un pacchetto azionario pari al 52% del capitale di una società quale normalmente non il doppio di un pacchetto pari al 26%, ma notevolmente di più, poiché il primo assicura il controllo del patrimonio sociale, mentre il secondo assicura ben poco. Per fare un'ipotesi estrema, il socio di maggioranza può decidere una sistematica non distribuzione di utili, assicurarsi ugualmente un reddito in una forma di compensi percepiti come amministratore, e successivamente monetizzare i valori accumulati nel patrimonio sociale cedendo le proprie azioni. E le sue fedi minoranza avrà così contribuito, con il suo investimento iniziale con i successivi investimenti (utili non distribuiti) impostigli, a creare una ricchezza di cui le socio di maggioranza risulterà il beneficiario.

CONFLITTO TRA SOCI E GESTORI

Ai conflitti relativi alla ripartizione dei vantaggi si affiancano i compiti relativi al modo con cui questa attività viene svolta e all'entità dei vantaggi che ne potranno derivare per il gruppo dei soci. Qui il conflitto è tra soci di minoranza e il gruppo di controllo, visto non più nel suo ruolo di socio maggioritario, ma in quello di gestore del patrimonio e dell'attività sociale. Tale conflitto si manifesta principalmente su due terreni. Il primo è quello relativo ai criteri generali a cui la gestione deve ispirarsi. È possibile, ad esempio che i soci siano interessati a una gestione più dinamica e rischiosa mentre il gruppo di controllo preferisce una gestione più tranquilla, con minori rischi. La ragione di questa diversità nelle rispettive preferenze dei soci-investitori rispetto ai gestori si trova nel tipo di coinvolgimento che li lega le sorti della società. È possibile che i soci di minoranza abbiano investito i propri risparmi in una moltitudine di società, in modo da frazionare i rischi inerenti all'insuccesso delle imprese esercitate

da ciascuna delle società in cui hanno investito. Tenzialmente opposta è la situazione dei gestori, i quali, sopportano integralmente, e senza possibilità di frazionamento, i rischi inerenti all'andamento dell'impresa sociale. A ciò si aggiunga che la fonte dei redditi dei gestori (stipendi) è tendenzialmente diversa da quella (dividendi) dei soci esclusi dalla gestione. È naturale che i primi non siano disposti a porre in gioco la loro unica fonte di reddito in operazioni rischiose. Il secondo terreno di conflitto attiene alla possibilità che i gestori (e, normalmente, il gruppo di controllo che li ha nominati) realizzino operazioni delle quali ritraggono un guadagno esclusivo, non soggetto a ripartizione con gli altri azionisti. Possono essere qui ipotizzate sia operazioni che soddisfano interessi dei gestori del gruppo di controllo confliggenti con quelli della società (ad esempio vengono fornite prestazioni a basso costo ad altra società controllata dallo stesso gruppo di controllo) sia operazioni in apparenza più neutre (ad esempio, gli amministratori, che controllano la società, non si oppongono ad un tentativo di scalata perché gli scalatori hanno promesso loro la conservazione del posto).

CONFLITTI TRA I SOCI E IL FUNZIONAMENTO DEL MERCATO

Si tratta di vedere se la presenza di un mercato efficiente, nel quale le azioni possono essere agevolmente scambiate, induca rilevanti modificazioni (non tanto nei rapporti che la società intrattiene con i soci nella sua qualità di raccoglitrice di risparmio, quanto) nei rapporti interni tra i soci e tra questi ed i gestori della società. La risposta dipende fondamentalmente nell'incidenza che le scelte compiute dal singolo socio sul mercato delle azioni possono avere sulla situazione (e quindi sul comportamento) degli altri soci e dei gestori della società. Questa incidenza varia in rapporto a diverse circostanze. Due esempi estremi: in un sistema in cui le imprese possono disporre di credito a basso costo e di qui le maggioranze sono saldamente possedute da singoli individui o da gruppi compatti, le scelte che il singolo socio di minoranza compirà sul mercato lasceranno il gruppo di controllo pressoché indifferente. In un sistema, invece, in cui le imprese hanno bisogno di capitali ingenti, le banche erogano finanziamenti solo a costi elevati ed in cui le maggioranze nelle società per azioni sono instabili, i gestori ed il gruppo di controllo devono prestare molta attenzione al comportamento dell'azionista di minoranza sul mercato. Se molti di questi azionisti di minoranza, scontenti delle politiche imprenditoriali imposti dalla società, decidono di abbandonarla in massa, i motivi di preoccupazione possono essere più di uno. Anzitutto, una società le cui azioni valgono poco avrà molte difficoltà a richiedere nuovi conferimenti a procurarsi nuovo capitale di rischio (si noti che il crollo di per sé può non interessare chi possiede il 51% e non ha intenzione di renderlo; è però certo che se egli ha bisogno di capitale fresco non potrà restare indifferente). Se poi il gruppo di controllo non possiede il 51%, la diminuzione del prezzo delle azioni e la fuga dei piccoli azionisti renderanno più agevoli le scalate, con conseguente perdita del controllo e dei privilegi connessi. È evidente che nelle situazioni del secondo tipo coloro che dirigono la società per azioni non possono ignorare i riflessi e le loro scelte avranno sul mercato dei titoli. Con relativamente ai soci risparmiatori godranno di una serie di possibilità che nella prima situazione non hanno. E anche evidente che in queste situazioni e le legami delle socio-risparmiate con la società può essere molto labile. Potendo vendere a ricomprare le situazioni in ogni momento il suo attaccamento per ciascuna delle (molte) e società di cui possiede le azioni sarà probabilmente inferiore a quello di un creditore e sicuramente inferiore a quello di un dirigente. In situazioni di questo tipo molti ritengono che sarebbe opportuno ridurre i vincoli posti all'azione del gruppo di controllo con lo scopo di proteggere le minoranze, lasciando che sia il mercato ad attuare le composizioni più opportune dei vari interessi in gioco.

IL CONFLITTO TRA SOCI E CREDITORI SOCIALI

La preferenza della responsabilità illimitata risposta alcuni rischi dai soci ai creditori. Questi ultimi, in caso di insolvenza del patrimonio conferito in una società, dovranno sopportare una perdita definitiva di una parte del loro credito. Sotto questo profilo la posizione del creditore è quella del socio non divergono per aspetti particolarmente rilevanti: a entrambi corrono un rischio limitato e la sola differenza è che il creditore deve essere soddisfatto prima del socio. Quest'ultimo si trova nella posizione di un creditore "postergato". Sotto altri profili la situazione del socio diverge profondamente da quella del creditore. Il socio ha, in quanto tale, la possibilità di concorrere all'assunzione di decisioni in ordine al modo con cui deve essere gestito il patrimonio. Il creditore, in quanto tale, non ha tale possibilità. Ciò è vero in linea generale. Quando invece si considerino le posizioni di singoli soci e di singoli creditori la contrapposizione non sempre si pone in questi termini. Esistono creditori importanti che pretendono di essere consultati prima dell'assunzione di determinate decisioni e che esercitano sull'andamento dell'impresa sociale un'influenza molto maggiore di quella esercitata da singoli soci di minoranza. Quindi, sono diversificate le condizioni dei creditori. Può variare anzitutto il grado di volontarietà dell'assunzione del credito: alcuni creditori sono del tutto involontari (ad esempio coloro che hanno ricevuto dalla società un danno aquiliano); altri sono volontari nella forma involontari nella sostanza (ad esempio lavoratori, piccoli fornitori) ecc.. Può variare poi la possibilità di contrattare garanzie reali e personali; la capacità di ottenere esatte informazioni sulle condizioni patrimoniali della società; quella di ottenere un certo potere di controllo sulle decisioni degli

amministratori, ecc.. Al di là delle differenze che intercorrono tra singole categorie di soci a singole categorie di creditori, resta il fatto che i soci hanno il diritto di disporre di beni che devono garantire non solo le loro pretese, ma anche quelle, potenzialmente confliggenti con la loro, dei creditori molte delle norme relative alla S.p.A. disciplina dei vari aspetti che può assumere il conflitto tra soci creditori: alcune tendono a limitare il potere di disporre del patrimonio sociale quando esiste una situazione di pericolo per i creditori, altre assicurano ai creditori e le informazioni rilevanti per decidere se concedere o conservare il credito; altre ancora stabiliscono le sanzioni per l'inosservanza di norme poste a tutela dei creditori.

IL SUPERAMENTO DELLA LIMITAZIONE DI RESPONSABILITÀ

La limitazione della responsabilità dei soci rappresenta una regola suscettibile di subire eccezioni è creditori non possono pretendere dai soci, mai e per questo motivo, il pagamento dei loro crediti?

Nel nostro ordinamento una deroga alla regola della responsabilità limitata è espressamente prevista dalla legge nell'ipotesi di società con un solo socio quando i conferimenti non siano stati effettuati regolarmente o fino a quando non sia stata effettuata la prescritta pubblicità (2325) e si tratta di una responsabilità legata a condizioni troppo particolari per poter consentire spedizioni all'ipotesi diverse da quelle espressamente previste. In altri ordinamenti il problema è stato affrontato dalla giurisprudenza e risolto in senso favorevole alla possibilità per i territori di agire, in presenza di certe circostanze, direttamente nei confronti dei soci. Vengono colpiti in questo modo i casi in cui la società non ha una propria anima, ma è un mero strumento nelle mani di altri. Esistono casi tipici di applicazione della teoria: quello ad esempio delle società sottocapitalizzate (dotate di un capitale insufficiente rispetto alle esigenze dell'attività: una Srl con € 10.000 di capitale gestisce una centrale nucleare) oppure quella della confusione dei patrimoni (Tizio, il socio di maggioranza delle società A e B, abitualmente paga debiti delle società con fondi propri, prelevò somme per soddisfare le proprie obbligazioni, trasferisce bene dal patrimonio dell'una quello dell'altra, la propria, ecc.). La nostra giurisprudenza prevalente è invece ferma su posizioni radicalmente negative.

CONCLUSIONI: LA S.P.A. COME "ISTITUZIONE" O COME "RETE DI CONTRATTI"

Nel complesso si può affermare che esistono due concezioni estreme della S.p.A.. In una concezione (tradizionale in Italia e nell'Europa continentale) la S.p.A. è concepita come un'istituzione, che nasce bensì dall'atto volontario di alcuni soggetti (soci fondatori) ma è poi destinata a vivere una vita sostanzialmente propria ed a perseguire un proprio interesse, che può essere quello definito nel contratto sociale o un interesse di più generale, ma che comunque è diverso da quello dell'insieme dei soggetti che in un certo momento si trovano ad essere soci. Un'impostazione alternativa (e diffusa in altri ordinamenti) concepisce la S.p.A. non è come il contratto che dà vita ad un organismo, dotato in qualche modo di una propria identità, ma come una rete di atti destinati a regolare i rapporti tra i soggetti che ricoprono i diversi ruoli dalla cui attivazione dipende il funzionamento della grande impresa moderna. Questa impostazione, la cui diffusione nel nostro ordinamento potrà trarre impulso dalle recenti riforme è ricca di implicazioni. Basterà ricordare che ogni problema interpretativo viene ricondotto alla necessità di dare al conflitto di interessi sottostante una soluzione più vicina possibile a quella che le parti stesse avrebbero concordato se avessero potuto prevederne l'insorgenza. Tale impostazione ha l'indubbio merito di valorizzare e di porre come oggetto primario di attenzione i concreti conflitti di interessi. La sua adozione impone all'interprete l'onere costante di individuare i soggetti realmente avvantaggiati o svantaggiati dall'attribuzione alle norme dell'uno o dell'altro contenuto, evitando che l'invocazione del finto interesse copre i reali interessi che le diverse interpretazioni intendono proteggere.

DIVERSE CARATTERISTICHE DELLE ORGANIZZAZIONI COSTITUITE IN S.P.A.

Una delle principali difficoltà che si incontrano nell'individuare regole che assicurino un'adeguata composizione dei diversi conflitti di interessi illustrati, nasce dall'enorme varietà tipologica delle unità economiche che ricorrono alla forma della S.p.A.. La disciplina relativa alla società per azioni è così destinata a regolare fenomeni che sono tra loro molto diversi. La diversità dei fenomeni che devono essere ricompresi nell'ambito di applicazione di una data norma, genera gravissime difficoltà sia sul piano della politica legislativa, sia su quello interpretativo. L'esistenza di un'unica disciplina destinata ad essere applicate in maniera sostanzialmente uniforme alla filiale di una multinazionale come alla piccola impresa familiare, alla società saldamente contornata da un singolo individuo come alla società in cui il gruppo di controllo è frutto di instabili alleanze, non può non produrre soluzioni che si rivelano molto spesso insoddisfacenti. Deve essere riconosciuto, d'altra parte, che un'analitica distinzione di differenti tipi di S.p.A., destinatari potenziali di discipline differenziate, è tutt'altro che agevole. La tipologia della S.p.A. è molto vasta. Esistono società unipersonali; società con partecipazione paritaria di due soli soci; società controllata da una stabile maggioranza; società le cui azioni sono diffuse tra il pubblico ed altre con un numero molto ristretto di soci; società in cui gli amministratori sono di fatto indipendenti, ecc.

Due sono le scelte che condizionano l'impostazione della disciplina della S.p.A.. La prima scelta riguarda il livello di differenziazione. Si tratta di decidere se le S.p.A. debbano essere sottoposte ad una regolazione tendenzialmente uniforme o se sia più opportuna l'elaborazione di tante discipline più o meno differenziate destinate ad essere applicate alle S.p.A. che presentano l'una o l'altra peculiarità. La seconda scelta, parzialmente connessa alla prima, riguarda la fonte della disciplina e dell'eventuale differenziazione. Si tratta di decidere se procedere ad una regolamentazione rigida basata su norme imperative inderogabili, oppure ad una valorizzazione delle autonome capacità di autoregolamentazione delle parti.

Relativamente al primo problema va notato che la tendenza che si va diffondendo in vari importanti ordinamenti e nel senso di aumentare il grado di differenziazione della disciplina. Ciò è rilevante anche dal punto di vista dei problemi che pone la seconda delle scelte ricordate, quella tra auto ed eteroregolamentazione. È infatti soprattutto con riferimento alle società le cui azioni sono scambiati abitualmente nel mercato, che molti propongono un massiccio ricorso all'autodisciplina (beninteso: nei rapporti organizzativi interni; in quelli esterni è invece più diffusa l'opinione che debbano operare regole inderogabili). Una volta garantito un minimo di protezione ai creditori involontari della società, si potrebbe lasciare che ciascuno faccia credito alle società o ne acquisti le azioni a proprio rischio e pericolo. Un esempio estremo: l'intera disciplina a tutela del capitale sociale o relativa alla responsabilità degli amministratori potrebbe essere abrogata. In assenza di tale disciplina i casi sono due: o i terzi investirebbero e farebbero credito ugualmente (e allora ciò significa che questa disciplina è inutile e dannosa) oppure cesserebbero di far credito e di investire in azioni della società (in questo caso, le società in produrrebbero volontariamente nei loro statuti quel tanto di garanzie che è sufficiente a procurare loro i crediti e gli investimenti). Questa visione del meccanismo di formazione delle regole in materia di S.p.A. ha maggiori probabilità di non apparire irrealistico, se sono presenti, sul mercato considerato, i cosiddetti investitori istituzionali. Questi sono enti che per professione investono in strumenti finanziari e il denaro che i risparmiatori hanno affidato loro. La loro massiccia presenza sul mercato può essere rilevante sotto due profili. Sotto un primo profilo, data l'impossibilità per le società emittenti di discriminare tra risparmiatori più attenti e informati e risparmiatori meno avveduti (il prezzo delle azioni è l'unico), la presenza di investitori istituzionali fa sì che l'eventuale presenza di clausole statuarie giudicate pericolose dagli investitori più competenti si riflette anche sul prezzo pagato dai risparmiatori più distratti. Da un altro punto di vista la presenza di investitori istituzionali può incidere sul funzionamento stesso della S.p.A.. Quando l'investimento in una determinata società supera una certa soglia, l'investitore istituzionale non ne può disporre agevolmente. Di fronte ad un peggioramento dei risultati della società, l'investitore, nell'impossibilità di andarsene vendendo le sue azioni, può essere costretto ad intervenire attivamente nei confronti degli amministratori la cui incompetenza appare rivelata dal cattivo andamento della società.

L'attivazione degli investitori istituzionali potrebbe, quindi, rappresentare un'importante novità. Al contrario delle minoranze tradizionali, tendenzialmente formate da piccoli azionisti, gli investitori istituzionali potrebbero avere l'interesse e di mezzi materiali necessari a svolgere una funzione di monitoraggio degli amministratori che finirebbe per ridondare a vantaggio di tutti i soci. Il suggerimento è quindi quello di puntare (più che su norme rigide, e magari inefficienti) sulla capacità degli investitori istituzionali di imporre alle società l'adozione delle regole di volta in volta e idonee ad assicurare livelli più efficienti di diffusione delle informazioni e di monitoraggio dell'attività degli amministratori.

Nelle società a ristretta base azionaria conclusioni analogamente favorevoli ad una maggiore autonomia dei contraenti potrebbero essere argomentate osservando che chi entra in una società deve sapere ciò che lo attende: sia sua, e non del legislatore, la preoccupazione di trovare ed imporre il regolamento più confacente alle sue esigenze. I pericoli di un'eccessiva eteroregolamentazione che queste tesi si propongono di scongiurare sono molti.

Relativamente alle società con ristretta base azionaria occorre rilevare che il contratto di società è per sua natura incompleto. Prevedere tutte le decisioni che dovranno essere prese è semplicemente impossibile. Occorre necessariamente affidarsi a forme di successiva integrazione. Non sembra dunque realistica e praticabile una strada che scarica sui soci l'onere di prevedere in anticipo tutte le eventualità che possono modificare il rapporto.

Relativamente alle società che fanno appello alla risparmio pubblico a tutela dei soci di minoranza pone altri tipi di problemi. Occorre anzitutto decidere se e come assicurare tutela ad un pubblico di risparmiatori di cui non si può presumere che abbiano sempre le informazioni e le conoscenze necessarie.

IN ITALIA: Relativamente al problema della differenziazione della disciplina, il nostro legislatore ha scelto di dettare una disciplina di base, collocata nel codice civile, applicabile a tutte le S.p.A.. A questa disciplina si aggiunge un'altra che talora deroga, talora integra la prima, applicabile alle S.p.A. che fanno ricorso al mercato del capitale del rischio. In tale categoria rientrano le società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante e le società quotate in mercati regolamentati. Le prime sono individuate dal cd.Regolamento Emittenti della Consob (che fissa come uno dei requisiti la presenza di un numero di azionisti diversi dai soci di controllo pari almeno a 200 e che complessivamente detengano una partecipazione pari almeno al

5% del capitale). Ad esse si applicano le norme del codice con le integrazioni e le deroghe dal codice stesso previste (ad esempio, la disciplina dei patti parasociali, prevede un obbligo di pubblicità che non è previsto per le altre). Alle società con azioni quotate le norme del codice si applicano solo in quanto non sia diversamente disposto dal codice stesso o da leggi speciali. In pratica la disciplina del codice si applica per gli aspetti (comunque numerosi) non disciplinati nel t.u.f.. Quanto al problema dell'alternativa tra auto ed eteroregolamentazione, il nostro ordinamento non ha una tradizione di fiducia nell'autoregolamentazione privata. Esistono iniziative a livello di singole società che volontariamente emanano codici di comportamento e che mettono a disposizione informazioni che non sarebbero tenute a diffondere. Meno diffuse sono le iniziative di categoria. Tra queste la più importante è il Codice di autodisciplina delle società quotate che si occupa di questioni attinenti alle funzioni e ai compiti del CdA. L'adesione al codice è volontaria e non obbligatoria. È stato ultimamente revisionato nel marzo 2006.