

NUOVE REGOLE Le società quotate sono pronte a ribellarsi contro decisioni troppo restrittive della Consob sulle operazioni con parti correlate. A Piazza Affari si teme che la gestione diventi ostaggio dei consiglieri non esecutivi

Indipendenti. Forse troppo

di Francesco Ninfole

Le holding quotate sono pronte ad alzare barricate contro i provvedimenti che la Consob sta definendo in queste ore e che potrebbero avere pesanti conseguenze sul funzionamento dei cda. Presto infatti si alzerà il velo sul regolamento definitivo della Commissione in merito alle operazioni con parti correlate, ovvero quelle a rischio di conflitto di interesse perché realizzate con società legate per motivi di assetto proprietario (ad esempio controllate o collegate). L'attenzione dei gruppi quotati è alta. La Consob vuole rafforzare il ruolo dei consiglieri indipendenti, ma a Piazza Affari c'è forte preoccupazione sulle modalità effettive con cui si concretizzerà questo principio. Si teme l'aumento dei costi, il rallentamento dei meccanismi decisionali ma soprattutto l'ingerenza degli indipendenti sulla gestione operativa del management. La tensione è emersa anche in un incontro organizzato mercoledì 3 marzo da Nedcommunity, cui ha partecipato quale ospite Fulvio Conti, amministratore delegato di Enel. Conti si sarebbe detto molto preoccupato per l'eventualità che investimenti da miliardi di euro possano essere vincolati all'approvazione degli indipendenti. In generale, non si può dire che finora i manager espressione degli azionisti siano stati intimoriti dalla presenza nei cda degli indipendenti (Guido Rossi li ha addirittura definiti *financial gigolò*). Ora però potrebbe essere vicina una svolta epocale, e non

certo gradita a tutti. Il rischio paventato è infatti di finire ostaggio di soggetti non responsabili della gestione e privi di una specifica conoscenza del business.

Che la questione sia delicata, lo si è capito nel doppio giro di consultazione (il primo partito nell'aprile 2008) che la Consob ha lanciato per conoscere l'opinione del mercato sul tema. Sono subito fioccate le proteste di banche e aziende. Ma restano ancora punti spinosi che attendono di essere risolti. È stato per esempio obiettato dalle società che il provvedimento impedirebbe l'esercizio effettivo dell'attività di direzione e coordinamento. La Consob ha risposto che «la previsione è stata mantenuta anche alla luce della prassi applicativa che già vede la presenza maggioritaria di indipendenti in alcune delle società controllate da un'altra quotata (ovvero, a fine 2008, in otto delle 24 società destinate alla previsione)».

Che cosa aspettarsi ora dalla commissione? Probabile che ci sia un ulteriore rilassamento delle norme per venire incontro alle richieste del mercato, ma non è detto che sia sufficiente a soffocare i timori delle società. Se si guarda alla seconda e ultima bozza, varata ad agosto, la Commissione aveva attenuato alcune disposizioni, ma confermando l'impianto generale. La Consob (che per la definizione di «parti correlate» si ricollega al principio las 24) ha infatti rivisto il significato di «operazione rilevante», definendo criteri più selettivi. Rispetto alla prima bozza sono dunque aumentate le operazioni non rilevanti, che seguono una

procedura generale, nella quale gli indipendenti sono chiamati soltanto a un parere non vincolante.

Nel caso invece di operazioni rilevanti, è per ora prevista una procedura speciale, in cui gli indipendenti potranno partecipare alle trattative e dovranno ricevere «adeguati flussi informativi». Secondo la bozza, l'operazione rilevante è soggetta al parere favorevole degli indipendenti: se ciò è negativo, la decisione del cda può essere comunque approvata con una delibera dell'assemblea, con meccanismi di voto che escludano i soci coinvolti come parti correlate. Tra le possibili esenzioni, la Consob ha inserito i casi di operazioni tipiche o concluse a condizioni di mercato o standard. Le operazioni urgenti, inoltre, potrebbero essere varate dal cda senza l'ok degli indipendenti, a condizione che siano sottoposte al voto consultivo della prima assemblea ordinaria utile. In tema di trasparenza, infine, è stato confermato l'obbligo di comunicazione al mercato «entro cinque giorni», invece della precedente indicazione («senza indugio»). Resta da vedere come queste norme saranno modificate nel regolamento definitivo in arrivo questa settimana. Certo non sarà facile trovare il giusto mezzo per la Consob, che rischia da un lato di essere poco efficace sui conflitti di interesse e dall'altro di danneggiare eccessivamente i gruppi quotati. E su un tema delicato come quello del ruolo degli indipendenti nei cda c'è da giurare che le società continueranno a farsi sentire. (riproduzione riservata)

Così si mettono in fuga investimenti e nuove quotazioni

di Pier Domenico Gallo

Sottrarre a una società quotata la responsabilità di guidare una controllata, peraltro anch'essa quotata, imponendo a quest'ultima una maggioranza di consiglieri indipendenti, mi sembra un'idea a un tempo balzana e pericolosa. Così facendo, infatti, si finirebbe per danneggiare i piccoli azionisti della controllante, che pretendono giustamente il pieno governo di tutte le società del gruppo; e quelli della controllata che verrebbero in tal modo privati dell'impulso allo sviluppo che l'appartenenza a un gruppo sinergico può imprimere al titolo. Faccio due esempi. L'italiana Enel ha acquistato da poco l'iberica Endesa e dovrebbe, secondo il diktat della Consob, lasciare la maggioranza del cda della controllata iberica a consiglieri soidisant indipendenti (che poi sarebbero avvocati e commercialisti spagnoli quando non sudamericani, vista la presenza di Endesa in America Latina). Con la conseguenza che ogni decisione strategica dovrebbe essere oggetto di una mediazione faticosa con signori sicuramente rispettabilissimi ma che, citando il famoso libro di Berle-Means di 70 anni fa, hanno molto power without responsibility. I piccoli azionisti di Endesa, che dall'integrazione

con la filiera energetica dell'Enel potrebbero trarre grandi vantaggi, a chi chiederebbero conto dell'andamento del business? Al gruppo dei consiglieri indipendenti?

Un secondo esempio potrebbe riguardare Intesa-Fideuram ove quest'ultima venisse quotata e Intesa Sanpaolo ne conservasse il controllo. Oggi Fideuram vive sulla capacità di origination della rete Intesa nel private banking; se la futura Fideuram quotata fosse governata da un gruppo di avvocati indipendenti, i nuovi azionisti di Fideuram perderebbero i vantaggi di appartenere alla macchina Intesa e io sconsiglierei vivamente di acquistare i titoli oggetto dell'Ipo.

Gli esempi si potrebbero moltiplicare. La realtà è che la Consob, anziché colpire e sanzionare il conflitto di interessi nei rapporti tra controllante e controllata - ovunque sorga - pensa di prevenirlo con un approccio teorico tipico dei corpi

dove prevale la cultura giuridico formale e latita l'intelli-

genza pragmatica. Come se in una famiglia per prevenire i possibili abusi dei genitori sui figli si introducessero dei difensori civici indipendenti. Via, non scherziamo.

In questi anni abbiamo assistito, nel mondo delle quotate italiane, a numerosi casi di operazioni votate da azionisti di maggioranza palesemente in conflitto con gli interessi delle minoranze (basti ricordare il caso famoso di una colossale stock option deliberata e incassata dal top management di una grande società sulla vendita di una controllata americana, sottraendo in tal modo agli azionisti un cospicuo dividendo). Non credo di svelare alcun mistero se affermo che il conflitto di interessi è uno dei principali mali del mercato italiano e una delle ragioni dei modesti investimenti esteri di portafoglio.

Bloccare e colpire tali episodi dovrebbe essere compito primario dell'autorità preposta alla tutela del mercato, ma ciò richiede competenze, conoscenza degli operatori e occhi vigili, mentre purtroppo sempre più spesso assistiamo a una gigantesca proliferazione di norme, spesso incomprensibili, che impongono lacci e laccioli allo sviluppo del mercato e ne imbrigliano gli animal spirit. Di questo passo non ci stupiremmo se molte medie aziende che hanno in animo di approdare nei listini di borsa, non appena le condizioni dei mercati saranno tornate alla normalità, decidessero di prendere la via di Londra o Francoforte dove almeno le regole sono certe. (riproduzione riservata)



Pierdomenico Gallo