

Finanza le regole del governo societario

Minoranze di maggioranza (e viceversa) ma quanto contano i soci?

Passata la politica, comincia il tempo delle elezioni di board e amministratori. La presenza di fondi e investitori istituzionali spinge al paradosso un sistema che comunque fa del nostro Paese un campione di democrazia azionaria. Ora il voto di lista lascia spazio alle proposte dei consigli uscenti: purché restino le tutele per i soci minori

Piergaetano Marchetti e Marco Ventoruzzo

Tempo di elezioni: anche per le società. Ma quali sono i sistemi elettorali? Il nostro ordinamento è apertissimo. La legge adotta per le società per azioni non quotate un sistema maggioritario assoluto: se si possiede il 50% più una delle azioni si eleggono tutti gli amministratori. Ma gli statuti possono adottare sistemi più «democratici»: maggioritario con premio più o meno alto, proporzionale, proporzionale corretto. Per le società quotate la scelta del legislatore è diversa. La regola è quella del voto per lista che approda per legge ad un sistema maggioritario con fortissimo premio di maggioranza. Tutti gli amministratori alla maggioranza ed uno solo alla minoranza. Gli statuti tuttavia possono prevedere una maggior rappresentanza delle minoranze e persino il sistema proporzionale. Se non si presentano liste si ritorna al sistema delle non quotate: chi ha più voti elegge tutti gli amministratori.

Nel 2016 le società quotate in cui i consiglieri sono stati eletti sulla base di più liste sono il 48,9% (dati Consob) e la media dei consiglieri nominati dalle minoranze nella società in cui, appunto, le minoranze sono rappresentate, è di 1,9 (su una composizione media dei Consigli di 10). Il che significa che molte società, e soprattutto le maggiori, riservano alle minoranze più di un consigliere.

Il sistema italiano di voto per liste è peculiare dell'Italia, sebbene anche altri ordinamenti conoscano regole, sebbene meno forti, per favorire la rappresentanza di investitori istituzionali (USA, UK, Israele, Russia, tra gli altri). Campione di «democrazia azionaria»? Forse è uno dei casi, questo, in cui il nostro Paese non rappresenta un cattivo esempio. Anche se i paradossi della democrazia societaria italiana non mancano e così il paradosso per cui talvolta «la minoranza diventa maggioranza».

Gli istituzionali vanno corti

Il caso si è verificato con una certa frequenza (da Telecom a Ubi). Gli investitori istituzionali partecipano infatti sempre più alle assemblee chiamate a rinnovare le cariche sociali. Essi rappresentano quasi in media il 20% del capitale presente in assemblea ed in società ad alta capitalizzazione la percentuale è ben maggiore.

Accade così che la lista presentata da coalizioni di investitori istituzionali possa riportare il maggior numero di voti. Senonché, per policy vuoi regolamentare vuoi di autodisciplina, gli investitori istituzionali non intendono nominare la maggioranza di amministratori. Ed allora presentano liste «corte» di candidati. Anche se la loro lista riporta il maggior numero di voti si accontentano di una minoranza di eletti. La maggioranza (assembleare) si fa minoranza (in consiglio). Come si procede in tal caso per completare il consiglio? La legge tace. La parola è agli statuti. Alcuni statuti prevedono che per i consiglieri mancanti si attinga alla lista di minoranza. La minoranza diventa così maggioranza. Altri statuti demandano all'assemblea la nomina dei consiglieri che mancano. In assemblea, tuttavia, gli investitori istituzionali di regola non votano perché non hanno ricevuto istruzioni al riguardo. Prevalgono così i soci che avevano presentato la lista che in prima battuta era di minoranza. Ed ancora, allora, la minoranza diventa maggioranza.

Le garanzie

Non credo che il sistema del voto di lista sia da eliminare per questo possibile paradosso. Non credo sia da buttare un sistema che lascia all'autonomia privata, al mercato, un così ampio spazio per configurare la struttura della governance societaria. Certo, una nuova via si sta sempre più affermando: quella, certamente lecita, di prevedere che sia lo stesso Consiglio uscente a poter presentare una lista di candidati.

Il caso di Unicredit è fra i più recenti e noti. Che sia il Consiglio uscente a proporre una lista di candidati corrisponde, del resto, a una prassi diffusa in particolare nei paesi di common law. Se il Consiglio decide secondo procedure appropriate, tali da evitare che siano i «figli» di una maggioranza a autoperpetuarsi, è probabile che le candidature rispecchino profili e «diversità» approvate anche dagli investitori istituzionali, rendendo superflua una loro lista ed evitando il fenomeno della maggioranza che diventa minoranza. La lista del Consiglio non esclude poi la possibilità che siano presentate liste da altri soci e quindi non fa venir meno le «garanzie» italiane per le minoranze. Un panorama, quello italiano, ove ancora solo il 21% (di capitalizzazione di borsa) e il 6% (in numero assoluto) delle società quotate ha un azionariato diffuso senza soci e coalizioni di controllo. Un panorama, quindi, che di governance garantista per le minoranze ha certamente bisogno.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Fonte: Consob, Corporate governance delle società quotate italiane, febbraio 2018
Pparra Più indipendenza I consiglieri indipendenti, dati% Più dibattito I consiglieri di minoranza, dati% Il peso delle famiglie Gli azionisti di riferimento 2011 41,7 2011 42,4 2012 44,1 2013 46,4 2014 47,8 2015 48,3 2016 48,9 2012 44,4 2013 44,8 2014 46,1 2015 46,6 2016 47,6
La fotografia La governance nelle società quotate italiane Famiglie 63,5% Stato ed enti locali 9,1% Istituzioni finanziarie 4,3% Nessun socio di controllo 17,8% Soci misti 5,3% 2016

Il voto di lista lascia all'autonomia privata un ampio spazio per la formazione della governance societaria

Nel panorama

italiano, solo il 6%

delle società quotate

ha un azionariato diffuso senza soci

e coalizioni

di controllo