

Il voto di lista non basta nei big a capitale diffuso

Luca Enriques e Luigi Zingales

Anche in questa stagione assembleare gli investitori istituzionali hanno dimostrato di essere maggioranza nelle grandi società italiane prive di un forte azionista di controllo. Ultimo è il caso di UniCredit. Continua a pagina 26 u Continua da pagina 1 Ultimo è il caso di Unicredit, dove la lista di 17 candidati presentata dai soci storici, tra cui Allianz, Fondazione Cassa di Risparmio di Torino e Carimonte, ha ottenuto il 44 per cento dei voti, mentre quella presentata dai fondi, con una sola candidata, ha superato la maggioranza. Ciò nonostante, la lista dei fondi, con una sola candidata, ha eletto un solo consigliere, mentre alla lista risultata minoritaria sono stati assegnati 16 posti. La scelta dei fondi di presentare un candidato unico è voluta. Gli investitori istituzionali non vogliono sostituirsi al management nella gestione delle imprese. Per questo non vogliono rischiare di eleggere la maggioranza del consiglio e il modo più sicuro per farlo è presentare un solo candidato. Il combinato disposto di questa legittima ritrosia e della legge italiana a tutela degli investitori di minoranza, però, produce un risultato paradossale. Con i voti del 23% delle azioni, i soci storici hanno eletto 16 candidati di loro scelta, mentre i fondi, con il 28%, hanno potuto esprimere la loro opinione solo su un candidato. È legittimo dunque chiedersi se la disciplina introdotta nella Legge a Tutela del Risparmio del 2005, utilissima per tutelare le minoranze nelle società dove è presente un socio in grado di dominare l'assemblea ordinaria, non sia inadeguata per le poche grandi società a capitale diffuso, quali Telecom Italia, Generali e le grandi banche. Poiché in queste società i fondi convogliano i propri voti su una lista "corta", la lista degli incumbent otterrà la maggioranza dei consiglieri anche se contiene candidati impresentabili. Con le regole attuali, peraltro, non sarebbe facile negoziare una migliore composizione del board: la minaccia dei fondi di presentare una lista di maggioranza non sarebbe credibile. Ci domandiamo se non sia arrivato il momento di offrire alle società senza un forte azionista di controllo (diciamo sotto la soglia del 20 per cento) un'alternativa: il voto individuale su ciascun consigliere all'interno di una lista unica. Questa lista dovrebbe essere presentata dal consiglio di amministrazione uscente su proposta conforme di un comitato nomine, composto esclusivamente da amministratori indipendenti. Solo i consiglieri che ottengono una maggioranza dei voti in assemblea vengono eletti. Se l'assemblea elegge un numero di amministratori inferiore al minimo previsto dallo statuto, quelli eletti dovrebbero cooptare gli amministratori mancanti, avendo però il divieto di cooptare coloro che in assemblea non hanno ottenuto la maggioranza dei voti. Come da codice civile, gli amministratori così cooptati sarebbero poi da confermare alla prima assemblea successiva. Con una simile regola gli investitori istituzionali, pur non influenzando direttamente nella gestione, avrebbero molto maggior potere sulla composizione del consiglio. Anche senza una esplicita negoziazione, il comitato nomine eviterebbe di presentare consiglieri inadeguati, inquisiti, o comunque di dubbia fama, per evitare che tali candidati vengano bocciati in assemblea, con evidente imbarazzo da parte di tutti. Se questa opzione riduce il potere degli incumbent, perché mai dovrebbe essere adottata volontariamente dalle imprese? Innanzitutto, la legge attribuisce ai soci che detengono il 5% delle azioni il diritto di fare proposte all'assemblea, incluse quelle di modificare lo statuto. In secondo luogo, nel nuovo contesto regolamentare questa modifica potrebbe diventare quasi necessaria per le banche. La nuova normativa della Banca Centrale Europea richiede che il consiglio di amministrazione abbia una composizione complessiva che al tempo stesso rifletta una gamma sufficientemente ampia di esperienze sia munita di adeguata professionalità. Questi obiettivi sono più facilmente raggiungibili da un comitato nomine che dalla negoziazione con le varie cordate di soci. In terzo luogo, nelle società in cui lo stato detiene una minoranza qualificata, il sistema di elezione qui prefigurato potrebbe essere il modo più efficace per assumere un impegno credibile verso il mercato a nominare solo soggetti muniti di adeguata professionalità. Infine, i fondi potrebbero minacciare in modo credibile di aumentare la lunghezza della lista di "minoranza" se le imprese non scelgono volontariamente il meccanismo di elezione alternativo. Questo ridurrebbe a tal punto di margini di manovra della "maggioranza" da rendere

preferibile la nuova alternativa. L'aspetto più importante è che, introdotta come opzione volontaria (ossia per scelta dell'assemblea straordinaria), questa riforma non minerebbe i diritti degli azionisti, ma offrirebbe solo la possibilità di esercitarli in modo più efficace. Perché non provare?