



Economia Aziendale Online

Business and Management Sciences
International Quarterly Review

La minoranza al potere?

Società quotate e «secondo azionista» in CdA

Pierre Di Toro

Pavia, January 2012

N. 4/2011

www.ea2000.it

www.economiaaziendale.it



PaviaUniversityPress

La minoranza al potere? Società quotate e «secondo azionista» in CdA

Pierre Di Toro

“Ogni nazione ha il governo che si merita” (Joseph Maistre)

Abstract

Il ruolo delle minoranze azionarie nel governo delle società di capitali italiane ha tradizionalmente appassionato i commentatori scientifici e giornalistici, soprattutto alla luce della storica assenza di opportunità a riguardo (cfr. § 1): le «soluzioni» che a tal fine propone la dottrina e la prassi (nostrane ed internazionali) sono varie (§ 2, 3 e 4), ma - solo tardivamente - la normativa nazionale ha fatto la sua scelta (§ 5). Ne è scaturita tuttavia, più che una rappresentatività d'interessi diffusi, un'opportunità sfruttata da un «secondo azionista di riferimento privato» (§ 6), con rischi di collusioni implicite tra azionisti «forti» (§ 7); il tutto in un sistema ineditamente complesso (§ 8 e 9) e dall'esito ultimo forse discutibile (§ 10).

1 – Maggioritario «secco» (... e bizantinismi intra-patto)

Salvo diversa previsione statutaria o accordo fra i soci, nella nomina degli amministratori delle società non quotate italiane vale il principio maggioritario («secco»). Un singolo socio di riferimento, o una «coalizione» di soci, anche con detenzione di titoli di sola maggioranza relativa può - essendo in condizioni di c.d. controllo «di fatto» - nominare *tutti* i componenti del Consiglio d'Amministrazione (CdA) o del Consiglio di Sorveglianza (CdS), a seconda del modello di *governance* adottato: può dunque individuarli senza alcun contributo della minoranza, benché quest'ultima - qualora utopisticamente tutta presente e compatta - possa essere «sulla carta» addirittura prevalente.

Tale comportamento ha costituito in passato la norma anche per le società per azioni quotate; si pensi che:

alla prima assemblea ordinaria post-privatizzazione della Comit S.p.a., nel 1994, gli azionisti presentarono singoli nominativi (non liste complete) per il CdA, fissato in quattordici membri (massimo numero consentito dallo statuto). Gli amministratori non allineati con l'«area Mediobanca» non vennero riproposti.

Il voto, separato su ognuno dei nomi presentati, avvenne per alzata di mano con registrazione dei soli voti contrari e astenuti. I nomi proposti dalle minoranze ottennero al massimo il 5%; quelli della maggioranza (inclusi un rappresentante

dell'autorità di vigilanza e un indipendente)

vennero eletti con voti fra l'88,3% e il 99,7%¹.

Vale comunque a riguardo, almeno sul piano teorico, il principio che recita che “quando le decisioni del Consiglio possono colpire in maniera differenziata diversi gruppi di soci, il *Board* tratta tutti gli *shareholder* correttamente”²: un “simile principio è particolarmente importante da sancire in presenza di soci di controllo che siano *de facto* capaci di selezionare tutti i componenti del Consiglio”³.

Se pure in simili condizioni è talvolta ancora lecito parlare di «divisione della torta», spesso trattasi di distribuzione meramente interna alla maggioranza e frutto del peso percentuale dei soci aderenti a un patto di sindacato che domini la società della quale si stanno nominando gli amministratori. Tale circostanza, tuttavia, conduce talora a bizantinismi plateali ed equilibrismi di «cencelliana» memoria, come quando:

¹ Per inciso, si noti che sul piano internazionale la scelta del voto «candidato per candidato» - di scarsa se non nulla utilità all'atto pratico - è sostenuta in Spagna dal *Código Unificado de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas* che, raccomandando di “evitare la distorsione associata al raggruppamento di decisioni”, evidenzia che “simile preoccupazione si manifesta in modo specifico nelle nomine dei consiglieri, mentre ... gli azionisti potrebbero valutarle e votarle una per una, senza limitarsi a una «lista chiusa»” (CNMV, 2006: II.4).

² OECD (2004: VI.B).

³ OECD (*supra*: *Annotations*, VI.B).

- nel 2000, i membri del CdA della Banca Intesa vennero designati in numero di quattro dal Credit Agricole, quattro dalla Fondazione Cariplo, tre dalle Generali, due dal Gruppo Lombardo, due dalla Fondazione Cariparma, due dalla Commerzbank e quattro (a maggioranza assoluta) dal Comitato direttivo del patto, di cui uno scelto su proposta del Credit Agricole⁴;

- nel 2003, i componenti del CdA della Banca di Roma (dopo il rinnovo del patto) furono tre per Abn Amro (incluso il Vice-Presidente), uno ciascuno per gli aderenti con quote non inferiori allo 0,75% (quindi tutti i pattisti tranne due), un altro Vice-Presidente nominato collegialmente dai contraenti con le medesime quote appena citate, nonché tre indipendenti e uno “di comprovata esperienza bancaria” indicati da tutti i paciscenti.

Anche nelle società quotate, il tema della «frammentazione» della rappresentanza in CdA rimane ancora attuale relativamente agli amministratori eletti in «quota maggioranza».

2 – Concessioni volontarie marginali alle minoranze

Non è stata infrequente, dall’inizio del XXI secolo, la concessione volontaria di posti alle minoranze qualificate:

- nel 2001, le tre Fondazioni controllanti il «nuovo» Sanpaolo Imi (con la Compagnia San Paolo al 14%) ottennero nove dei quattordici posti nel CdA (di cui due alla Fondazione Cassa di Risparmio di Padova e Rovigo e uno alla Fondazione Cassa di Risparmio di Bologna); altri tre andarono agli amministratori prefusione della banca Cardine S.p.a., ormai incorporata nel Sanpaolo Imi;

- nello stesso anno, si insediò il nuovo CdA della Olivetti S.p.a. (dopo il passaggio del controllo alla Olimpia S.p.a.), con sedici componenti. Tutti meno uno in emanazione della controllante «di fatto», cui si aggiunse un rappresentante dei fondi esteri. Tale CdA nominò quello della controllata Telecom Italia S.p.a..

Si può anche liberamente pervenire a prevedere nello statuto che le minoranze «qualificate» godano del diritto a un proprio membro nei consessi degli amministratori.

Un caso peculiare è stato quello dell’«azione d’oro»⁵: nel CdA della Telecom Italia S.p.a. trovò posto almeno un rappresentante del Governo dal momento della privatizzazione fino al maggio 2003, quando il Ministero dell’Economia dispose

la modifica dello statuto rinunciando alla prerogativa.

Nel 2001, ad esempio, i componenti (il cui numero venne portato - da tredici - a quindici) risultavano:

- undici di espressione della maggioranza (inclusi due per Edizione Holding, socio pattista della controllante Olimpia);

- due del Ministro dell’Economia (uno per il 3,46% detenuto e uno per la *golden share*);

- due della minoranza qualificata rappresentata da sedici fondi comuni (di cui però nove facenti capo a Unicredito e a Intesa Bci, anch’essi pattisti nella Olimpia), con in totale più dell’1% del c.s..

La peculiarità ebbe poi termine: nel CdA della Telecom Italia S.p.a. risultante dalla fusione con la Olivetti, nominato a fine maggio 2003 (con scadenza l’anno successivo), risultarono dieci posti per la maggioranza (incluso i due A.d.), due per i rappresentanti dei fondi e tre per altri indipendenti.

3 – Tendenziale rispondenza tra percentuale detenuta e rappresentanza di amministratori

Al di là di volontarie marginali concessioni, in sede assembleare sono però le forme di «voto proporzionale», o quelle «cumulative» oppure «di lista» (e comunque non da «maggioritario secco»), ancor più se sancite a statuto, a poter condurre verso una tendenziale rispondenza - più o meno «perfetta» - tra percentuale detenuta nel capitale e quella degli amministratori «di fiducia» inseriti nel CdA o nel CdS; oppure (come minimo) a consentire una rappresentanza alle minoranze (o forse, sarebbe meglio dire a un «secondo azionista» - *second ultimate owner/shareholder* - che risulterà essere indipendente rispetto alla società e al suo socio di controllo).

L’esigenza s’innesta nel noto tema della «separazione fra proprietà e controllo», qui considerato come difficoltà da parte degli azionisti non di controllo di monitorare il governo dell’azienda condotto da parte del CdA «fedele» all’azionista di maggioranza (relativa o assoluta che essa sia)⁶.

Tale prospettiva è comune all’esperienza di numerosi Paesi⁷: ad esempio, perfino in Thailandia i Principi di Buona *Corporate Governance* per le società quotate raccomandano che “il *Board of Directors* dovrebbe istituire procedure per la nomina di candidati espressi dagli azionisti di minoranza.

⁴ Il Comitato direttivo del patto era formato da tutti i sei aderenti, ma con peso di ciascuno dato dalle quote detenute e conferite.

⁵Ex L. 474/94.

⁶ Cfr. LA PORTA-LOPEZ DE SILANES-SHLEIFER-VISHNY (1999).

⁷ Cfr. CLAESSENS-DJANKOV-LANG (2000), MORCK (2000), BIANCHI-BIANCO-ENRIQUES (2001), FACCIO-LANG (2002).

Un'ipotesi è quella che tali azionisti sottopongano nominativi al *nomination committee* nei 3-4 mesi antecedenti l'assemblea⁸.

Diversamente dal principio maggioritario, si può allora stabilire una proporzionalità (talora anche stretta) tra quote di cui si dispone e rappresentanza negli organi di amministrazione e controllo. Ad esempio, simile obiettivo è sovente perseguito in sede di accordo pre-assembleare scaturente da un patto parasociale:

nei patti del 2001 sulla Olimpia S.p.a. si definì che il CdA sarebbe stato formato da dieci membri eletti con voto proporzionale, dunque uno per ciascuna delle banche (che disponevano cadauna del 10% del c.s.), sei per il gruppo Pirelli (che controllava il 60%) e due per il gruppo Benetton (che deteneva il 20%).

4 – Sistema «cumulativo»

Su un piano più garantisticamente formalizzato si colloca dal 2005 la legge cinese: nelle società per azioni, “quando si eleggono gli amministratori o i supervisor [sindaci], l'assemblea degli azionisti può - secondo statuto o apposita delibera assembleare - adottare un sistema di voto cumulativo. L'espressione « voto cumulativo» come menzionato in questa Legge si riferisce al sistema ... per il quale ogni azionista può moltiplicare i propri diritti di voto per il numero di posti disponibili e utilizzarli poi tutti per votare un singolo candidato ad amministratore o supervisore”, mentre ogni singolo voto può essere espresso solo per un candidato⁹. Il «voto cumulativo» è poi richiesto espressamente per le società quotate cinesi con azionista di maggioranza che detenga più del 30% del capitale sociale¹⁰.

In Russia, il «voto cumulativo» è obbligatorio per la nomina del Consiglio¹¹. Nel medesimo contesto si prevede pure che l'assemblea non possa revocare il singolo amministratore, bensì solo l'intero Consiglio, contestualmente e nella sua interezza, appunto in quanto nominato con il sistema di voto menzionato¹².

In Corea del Sud, il Codice delle Migliori Pratiche raccomanda il voto cumulativo e che la sua adozione sia oggetto di pubblica informativa¹³.

Sempre con riguardo al «*cumulative voting*», negli Stati Uniti il più apprezzato Codice normativo sulle *corporations* prevede che “lo statuto di qualunque *corporation* può prevedere che per ogni elezione di *Directors*, o per specifiche elezioni degli stessi tenute in circostanze particolari, qualunque detentore di azioni, o di classe o classi o di una o più serie delle stesse, abbia titolo a voti pari al numero dei voti ... corrispondenti a quelli a lui spettanti ... in relazione alle azioni detenute moltiplicati per il numero dei *Directors* da nominare da parte di tale detentore, e che possa assegnare tutti i voti a un singolo candidato o distribuirli per un numero pari ai *Directors* da nominare, o per 2 o più tra loro”¹⁴.

Dal meccanismo del «*cumulative voting*» risulta un effetto di garanzia per la partecipazione della minoranza.

Per ipotesi, se i posti in CdA sono sette e se la maggioranza assembleare detiene il 63% del miliardo di azioni emesse, essa dispone di 4.410 milioni (630 mln. x 7) di voti; se li *suddivide* fra i «propri» sette candidati, questi riceverebbero a ricevere solo 630 milioni di voti cadauno, mentre la minoranza potrebbe concentrare i propri 2.590 milioni (370 mln. x 7) di voti *suddividendoli* tra quattro «propri» candidati con 647,5 milioni di voti ciascuno. La maggioranza, per evitare di divenire ... minoranza(!) in CdA, dovrà allora concentrare il proprio voto al massimo su cinque «propri» candidati che riceveranno così ognuno voti pari a 882 milioni (4.410 mln. diviso 5), non superabili dalla minoranza che volesse tentare di contrastarli nominando tre propri candidati, i quali potrebbero in effetti pervenire solo a 863,3 mln. di voti a testa. La minoranza dovrà «accontentarsi» allora di 2 «propri» rappresentanti.

La formula utilizzabile per calcolare il minimo di voti necessari alla minoranza per eleggere almeno un amministratore è la seguente:

$$\frac{N \times A}{D + 1} + 1$$

in cui: SET (2006: II, 5).¹

- N è il numero di *Directors* che la maggioranza vorrebbe nominare nel CdA (di solito pari all'intero numero dei componenti del CdA),
- A è il numero di azioni votanti,
- D è il numero di *Directors* complessivamente da nominare in CdA.

5 – Voto «di lista» (slate voting)

¹³ KCCG (2003: II, 3.2).

¹⁴ § 214, Delaware Code (title 8 - “Corporations”, chapter 1, subchapter VII).

⁸ SET (2006: II, 5).

⁹ Art. 106, co. I e II, legge societaria della Repubblica Popolare di Cina, come emendata e adottata alla 18-esima sessione del Comitato Permanente del X Congresso Nazionale del Popolo della Repubblica Popolare di Cina del 27 ottobre, 2005.

¹⁰ CSRC (2001: cap. 3, § 1, p. 31).

¹¹ Art. 66, clausola 4, § 1, legge della Federazione Russa sulle società per azioni. Nonostante tale disposizione, ancora nel 2004 il 70% delle società russe non presentava amministratori eletti dalla minoranza (cfr. IFC, 2004: cap. 4, 34).

¹² Art. 66, clausola 1, § 3, e art. 48, clausola 1, § 4, legge della Federazione Russa sulle società per azioni.

In Italia, a fine 2005, ancora in assenza di normativa che imponesse - salvo che per le società «privatizzate» o ancora a controllo pubblico - il «voto di lista» e dunque non «maggioritario secco» per le nomine degli amministratori, soltanto l'8% circa delle società quotate sul mercato italiano adottavano comunque tale meccanismo, almeno «sulla carta»; sempre sul mero piano potenziale, si aggiungeva un 12% rappresentato da società:

- «privatizzate» o tuttora a controllo pubblico (Stato o enti locali) operanti soprattutto nel settore dei pubblici servizi,
- cooperative,
- appartenenti a gruppi aziendali guidati dai casi precedenti.

In realtà, poi, solo nel 10% dei CdA delle società quotate riuscivano *effettivamente* a entrare consiglieri di minoranza¹⁵.

Nel nostro Paese, è stata la legge 262 del 28 dicembre 2005 (modificativa del Testo Unico della Finanza - d. lgs. 58/98) a introdurre, per le emittenti azioni ammesse alla trattazione in mercati regolamentati, specifiche norme di elezione e composizione degli organi di amministrazione secondo la prospettiva del «voto di lista».

Vi si dispone - in primo luogo - che gli statuti delle società per azioni quotate prevedano “membri del Consiglio di Amministrazione ... eletti sulla base di liste di candidati”¹⁶:

all'assemblea del 16 aprile 2007 si sarebbe rinnovato il CdA della Telecom Italia S.p.a.. La lista della maggioranza (guidata dalla Olimpia S.p.a.) godeva di oltre il 23%. Fra le minoranze, erano in grado di presentare liste (disponendo del minimo richiesto del 2,5% del c.s. della Telecom) l'Assogestioni, la Hopa S.p.a. (3,7%) e il fondo Brandes Investment (3,6%). Le liste andavano depositate entro il 4 aprile. Il giorno del termine ultimo venne depositata la lista della Olimpia S.p.a., la quale confermava sostanzialmente il CdA uscente ad esclusione del Presidente. Oltre alla lista Olimpia, vennero presentate quella della Hopa S.p.a. e quella degli investitori istituzionali, rappresentati dalla Arca S.g.r.. Nel nuovo CdA entrarono 15 rappresentanti della Olimpia, 2 consiglieri cadauno per Hopa e Arca S.g.r. (con delega degli investitori istituzionali, fra i quali fondi Mps, Capitalia, Bnl): la lista di quest'ultima venne votata dalla Banca d'Italia.

Lo scopo del «voto di lista» è quello di tentare di tutelare le minoranze (*minority shareholders*) o, almeno, gli azionisti di peso inferiore a quello di riferimen-

to, dando loro la possibilità di nominare propri rappresentanti in Consiglio¹⁷.

Con spirito sostanzialmente non differente, in Italia per le aziende non quotate del settore bancario è stato disposto che “le modalità di nomina e di revoca degli organi aziendali devono essere trasparenti e disciplinate a livello statutario. Tali modalità devono assicurare un'adeguata rappresentanza negli organi aziendali delle diverse componenti della base sociale (investitori istituzionali, minoranze qualificate); specie quando questa sia particolarmente frazionata (come, ad esempio, nelle banche popolari) vanno previsti meccanismi che agevolino una significativa partecipazione dei soci all'assemblea”¹⁸.

Si rammenti che in ogni caso, come già introdotto, “nello svolgere i propri compiti, il *Board* non deve essere visto né agire come una somma di individui ognuno rappresentativo di un diverso elettorato. Mentre componenti specifici del Consiglio possono essere indicati ed eletti da certi soci (e talora contestati da altri), rimane un'importante caratteristica dei lavori consiliari che i singoli assumano la responsabilità di portare avanti il lavoro in modo imparziale rispetto a tutti gli *shareholders*”¹⁹.

6 – «Secondo» azionista «privato» (second ultimate owner)

Proprio grazie all'opportunità del voto «di lista» sono stati espressi numerosi auspici in direzione dell'ingresso in Consiglio di componenti indicati da investitori istituzionali, a tutela di interessi ritenuti come maggiormente diffusi fra le (centinaia di) migliaia di micro-azionisti di una società quotata²⁰; parallelamente a simile meccanismo “gli investitori istituzionali, soprattutto internazionali, hanno visto nella partecipazione alla nomina degli organi sociali uno strumento efficace per realizzare forme di attivismo societario trasparenti e non necessariamente conflittuali nei confronti degli assetti di controllo esistenti”²¹.

La possibilità in parola viene tuttavia anche colta - in alternativa (e talora in «contrapposizione») agli investitori istituzionali - da singoli investitori «privati» di peso (*large outside shareholder* nella posizione di

¹⁵ § 214, Delaware Code (title 8 - “Corporations”, chapter 1, subchapter VII).

¹⁶ Cfr. ASSONIME (2007: 33 e ss.).

¹⁷ Sull'esperienza internazionale in materia ved. CHAKRAVARTY-GODDARD-HODGKINSON (2004).

¹⁸ BANCA D'ITALIA (2008: 3); nelle relative *linee applicative* - si precisa che vanno evitati “riferimenti o richiami ad accordi, strutture o soggetti esterni alla società”.

¹⁹ OECD (2004: *Annotations*, VI.B).

²⁰ Cfr. MORCK (2008: 189).

²¹ CONSOB, *Relazione del Presidente all'Incontro annuale* ~~del 14/11/2007~~ *del 14/11/2008*, *del 14/11/2008*, *del 14/11/2008*.

second ultimate owner)²²: a fine 2008 si riscontra che in quasi tutte “le società derivanti da privatizzazione sono stati nominati consiglieri di minoranza”, ma solo nel “37% di tali società sono stati nominati amministratori di minoranza tratti da liste presentate da investitori istituzionali, nel resto dei casi da altri azionisti”²³.

A inizio 2010 si constata che “quasi metà delle liste «di minoranza» sono state presentate da soci «privati». Seguono fondi” di *private equity* “operanti singolarmente (...13,3% del totale) e i soci finanziari (banche e assicurazioni) ... (10,2% dei casi. Le liste per l’elezione di amministratori presentate da una pluralità di fondi comuni coordinati da Assogestioni sono 11, tutte in società del FTSE Mib”: “si tratta in gran parte di società «privatizzate» caratterizzate da un regime normativo e/o statutario particolarmente favorevole all’elezione di rappresentanti delle minoranze”²⁴. “Gli amministratori (sindaci) effettivamente eletti dalle minoranze nell’ultimo triennio sono 186 (107), pari al 18% (34%) del totale degli amministratori (sindaci). Gli amministratori di minoranza eletti dai fondi italiani «coordinati» da Assogestioni sono 26”. Tuttavia, “se confrontiamo il numero degli eletti con il numero di posti «riservati» statutariamente agli amministratori di minoranza - che è pari a 335 (243) - possiamo notare che effettivamente vengono coperti solo la metà dei posti «riservati»”²⁵.

Concausa di tale circostanza è il frequente disinteresse degli investitori istituzionali nel coinvolgersi attivamente nella materia in esame; e questo nonostante le liste «di minoranza» abbiano frequentemente successo: a tutto il 2009, “il 91% di esse è riuscito ad eleggere almeno un candidato”²⁶. Ne deriva il «facile» predominio degli azionisti «privati», come nel caso di seguito illustrato: il 22 marzo 2010, all’assemblea straordinaria della quotata Acea S.p.a. interven-

gono 135 azionisti rappresentanti in proprio o per delega n. 143.731.972 azioni ordinarie, pari al 67,49% del c.s. (di complessivi € 1.098.898.884), suddiviso in n. 212.964.900 ordinarie del v.n. di € 5,16. Le azioni proprie sono pari a n. 416.993.

I maggiori azionisti presenti sono il Comune di Roma con il 51% del c.s., Gdf Suez S.a. con il 9,981%, Francesco Gaetano Caltagirone con il 9,391%.

Si delibera la modifica dell’art. 15 dello statuto, che prevede il meccanismo di elezione dei componenti del CdA. Una parte del testo permane invariata: “per la nomina si procederà come segue:

A. dalla lista che ha ottenuto la maggioranza dei voti (... «Lista di Maggioranza») saranno tratti, nell’ordine progressivo con il quale sono elencati nella lista stessa, la metà più uno degli amministratori da eleggere ...”.

Il successivo passo dello statuto pre-modifica recita:

“B. i restanti amministratori saranno tratti dalle altre liste con il seguente criterio:

“(i) nel caso in cui si stia procedendo all’elezione di due consiglieri, i candidati iscritti al numero uno delle due liste che avranno conseguito il maggior numero di voti dopo la Lista di Maggioranza;

(ii) nel caso si stia procedendo all’elezione di tre consiglieri, i primi due candidati nella seconda lista più votata (dopo la Lista di Maggioranza) ed il primo nella terza lista per numero di voti conseguiti;

(iii) nel caso si stia procedendo all’elezione di quattro consiglieri, i primi due candidati nella seconda lista più votata (dopo la Lista di Maggioranza), il primo nella terza ed il primo nella quarta lista per numero di voti conseguiti”.

La proposta di modifica prevede la sostituzione con il testo seguente:

“B. i restanti amministratori saranno tratti dalle altre liste.

A tal fine i voti ottenuti dalle liste stesse vengono divisi, nell’ambito di ciascuna lista, successivamente per 1, 2, 4 e 8 fino al numero degli amministratori da eleggere. I quozienti così ottenuti sono assegnati progressivamente ai candidati di ciascuna di tali liste, secondo l’ordine dalle stesse rispettivamente assegnato ai candidati. I quozienti così attribuiti ai candidati delle varie liste vengono disposti in unica graduatoria decrescente. Risultano eletti coloro che hanno ottenuto i quozienti più elevati”.

La motivazione della modifica, secondo la relazione degli amministratori, è la seguente: “A) semplificazione del criterio di nomina dei Consiglieri di minoranza che diviene unico a prescindere dal numero di Consiglieri da eleggere; B) maggior coerenza tra i voti ottenuti da ciascuna lista e il numero di consiglieri eletti pur nel rispetto delle minoranze. Il sistema di

²² Sul potenziale ruolo di monitoraggio da parte di un *large outside shareholder* cfr. DEMSETZ-LEHN (1985).

²³ ZINGALES (2008), che aggiunge: “nell’80% delle altre società quotate le minoranze non hanno nominato consiglieri. Nelle realtà in cui è avvenuta tale nomina si tratta per i due terzi delle società di amministratori espressione di investitori istituzionali”.

²⁴ Cfr. ASSONIME (2011:101).

²⁵ Cfr. ASSONIME (*supra: Presentazione*), che prosegue rilevando come - perlomeno - “dalla lettura delle relazioni sul governo societario si evince che gli amministratori di minoranza sono frequentemente coinvolti nei comitati, soprattutto nelle società maggiori e nei settori non finanziari. Gli amministratori più coinvolti sono quelli nominati dai fondi coordinati da Assogestioni, seguiti da quelli nominati da banche e assicurazioni e da fondi di *private equity* (55%)”.

²⁶ Cfr. ASSONIME (*ibidem: 95*).

computo che si propone di adottare, infatti, commisura il numero di amministratori eletti alla quantità di voti ricevuti laddove il precedente rimaneva sostanzialmente scevro da detta rispondenza attribuendo, in ipotesi, una rappresentanza nel Consiglio di Amministrazione anche a liste che avessero ricevuto un numero di voti di gran lunga inferiore rispetto alla lista immediatamente precedente”.

Il rappresentante dell'Associazione Piccoli Azionisti (APA) interviene a stigmatizzare la proposta di variazione statutaria: “la modifica proposta danneggia la minoranza «effettiva» e le potenzialità che i piccoli azionisti possono esprimere. ... Ha l'effetto di consentire l'ingresso nel Consiglio delle sole «minoranze forti», con esclusione di quelle dei piccoli azionisti e dei dipendenti azionisti. ... L'Acea è una delle poche società quotate in Italia, in cui è presente un'Associazione di piccoli risparmiatori costituita per la stragrande maggioranza da cittadini romani e dipendenti azionisti.

... è strana l'urgenza ... di approvare queste modifiche, sia da parte del Consiglio sia da parte dell'Assemblea Straordinaria, a pochi giorni dal rinnovo del Consiglio di Amministrazione. È del tutto evidente che l'approvazione della modifica ... sarebbe dannosa per i Piccoli Azionisti che non potrebbero esprimere alcuna alternativa allo status quo”.

Un altro socio contrario alla proposta di deliberazione sostiene che la modifica vuole solo “evitare che l'ingresso di disturbatori di qualsiasi genere possa interferire nel Consiglio di Amministrazione. ... Se il Comune di Roma voleva effettuare la modifica poteva farlo ... tenendo conto altresì degli indirizzi che l'Amministrazione ha dato per le altre società in cui si ha una partecipazione dei lavoratori al governo dell'impresa (ad es. l'Atac), adottando un sistema societario duale, chiamando ... nel CdS anche i rappresentanti dei lavoratori”.

La modifica viene approvata con il 98,8066% dei voti favorevoli.

Nell'assemblea ordinaria del 30 aprile 2010, intervengono 103 azionisti rappresentanti in proprio o per delega il 73,70% del c.s., tra cui il Comune di Roma detiene il 51% del c.s. dell'Acea S.p.a., Francesco Gaetano Caltagirone (indirettamente tramite quattro società) il 10,348%, GdF Suez S.a. (tramite due controllate) il 9,981%.

Per i nove seggi in CdA vengono presentate tre liste: a quella del Comune di Roma, con il voto del 74,317% del c.s. rappresentato, spettano cinque posti in CdA; a quella di Caltagirone vengono assegnati due consiglieri, con il voto del 13,008% del c.s. presente; a Gdf Suez S.a., che consegue l'11,5324%, spettano due posti.

7 – Minoranza «forte» e rapporti di collegamento

Nell'intreccio talora asfittico delle relazioni multilaterali caratterizzante il capitalismo e l'imprenditoria di un determinato Paese, il fenomeno del «secondo azionista» privato ingenera il dubbio del parziale vanificarsi dello spirito e dell'obiettivo ultimo della norma di garanzia di cui al voto «di lista»: il rischio evidente è quello di una somma di interessi particolari più che di un serrato confronto e di una costante dialettica che garantiscano equilibrio, neutralità e rispetto degli interessi diffusi della collettività degli azionisti.

A contemperamento di simile rischio implicito, “in occasione dell'elezione dell'organo di amministrazione si raccomanda ai soci che presentino una «lista di minoranza» di depositare insieme alla lista una dichiarazione che attesti l'assenza dei rapporti di collegamento, anche indiretti ...²⁷ con gli azionisti che detengono, anche congiuntamente, una partecipazione di controllo o di maggioranza relativa, ove individuabili sulla base delle comunicazioni delle partecipazioni rilevanti ... o della pubblicazione dei patti parasociali ... In tale dichiarazione dovranno inoltre essere specificate le relazioni eventualmente esistenti, qualora significative, con i soci che detengono, anche congiuntamente, una partecipazione di controllo o di maggioranza relativa, ove individuabili, nonché le motivazioni per le quali tali relazioni non sono state considerate determinanti per l'esistenza dei citati rapporti di collegamento, ovvero dovrà essere indicata l'assenza delle richiamate relazioni. In particolare, si raccomanda di indicare tra le predette relazioni, qualora significative, almeno:

- i rapporti di parentela;
- l'adesione nel recente passato, anche da parte di società dei rispettivi gruppi, ad un patto parasociale ... avente ad oggetto azioni dell'emittente o di società del gruppo dell'emittente;
- l'adesione, anche da parte di società dei rispettivi gruppi, ad un medesimo patto parasociale avente ad oggetto azioni di società terze;
- l'esistenza di partecipazioni azionarie, dirette o indirette, e l'eventuale presenza di partecipazioni reciproche, dirette o indirette, anche tra le società dei rispettivi gruppi;
- l'aver assunto cariche, anche nel recente passato, negli organi di amministrazione e controllo di società del gruppo del socio (o dei soci) di controllo o di maggioranza relativa, nonché il prestare o l'aver prestato nel recente passato lavoro dipendente presso tali società;
- l'aver fatto parte, direttamente o tramite propri rappresentanti, della lista presentata dai soci che detengono, anche congiuntamente, una partecipazione di controllo o di maggioranza relativa nella precedente elezione degli organi di amministrazione o controllo;

²⁷ “... di cui all'art. 147-ter, co. III, del T.U.F. e all'art. 144-quinquies del reg. emittenti ...”.

- l'aver partecipato, nella precedente elezione degli organi di amministrazione o di controllo, alla presentazione di una lista con i soci che detengono, anche congiuntamente, una partecipazione di controllo o di maggioranza relativa ovvero avere votato una lista presentata da questi ultimi;

- l'intrattenere o l'aver intrattenuto nel recente passato relazioni commerciali, finanziarie (ove non rientrino nell'attività tipica del finanziatore) o professionali;

- la presenza nella c.d. lista di minoranza di candidati che sono o sono stati nel recente passato amministratori esecutivi ovvero dirigenti con responsabilità strategiche dell'azionista (o degli azionisti) di controllo o di maggioranza relativa o di società facenti parte dei rispettivi gruppi.

(...) Le società di gestione del risparmio che esercitano discrezionalmente il diritto di voto inerente alle azioni in proprietà degli OICR, da esse istituiti o gestiti, nell'esclusivo interesse dei partecipanti e che abbiano valutato l'effettiva indipendenza dalla controllante, possono non tenere conto, ai fini dell'indicazione degli eventuali rapporti significativi con l'azionista (o gli azionisti) di controllo o di maggioranza relativa, dei rapporti intrattenuti da soggetti facenti parte del proprio gruppo²⁸.

Sulla questione del collegamento tra lista di maggioranza e quelle di minoranza, invece "con specifico riferimento alle società cooperative quotate si rappresenta che il voto capitaro nonché l'azionariato estremamente frammentato che caratterizza tali società non consentono di individuare ex ante i soci di controllo o di maggioranza relativa. Pertanto, le ... raccomandazioni di *disclosure* preventiva sugli eventuali collegamenti tra liste, nonché l'obbligo" di una dichiarazione dei soci (diversi da quelli che detengono - anche congiuntamente - una partecipazione di controllo o di maggioranza relativa) attestante l'assenza di rapporti di collegamento, "devono intendersi non applicabili ai soci delle predette società. Resta fermo" che "l'amministratore o il sindaco «di minoranza» devono essere tratti dalla lista presentata da soci che non siano collegati, neppure indirettamente, con i soci che hanno presentato o votato la lista risultata prima per numero di voti"²⁹.

Medesimi principi rispetto a quelli sinora enucleati valgono per la nomina del Collegio Sindacale (dove peraltro è di rilievo sottolineare che il componente eletto dalla minoranza - ovvero dal «secondo azionista» - assume la veste di Presidente dell'organo). Nella nomina dell'organo di controllo,

l'assenza di collegamento tra soci di riferimento e soci di minoranza va infatti vagliata alla luce dell'eventualità che possa rilevarsi³⁰:

- rapporto di parentela;
- appartenenza al medesimo gruppo;
- rapporto di controllo tra una società e coloro che la controllano congiuntamente;
- rapporto di influenza notevole³¹;
- svolgimento, da parte di un socio, di funzioni gestorie o direttive, con assunzione di responsabilità strategiche, nell'ambito di un gruppo di appartenenza di un altro socio;
- adesione ad un medesimo patto parasociale avente ad oggetto azioni dell'emittente, di un controllante di quest'ultimo o di una sua controllata.

L'elenco appena proposto è indicativo, non esaustivo; di volta in volta, andrà verificata l'insussistenza di nessi che possano condizionare la reciproca autonomia degli azionisti presentanti le liste per l'organo di controllo, anche ai sensi di quanto previsto per la nomina dell'organo di amministrazione³². Si consideri a riguardo il seguente «caso-chiave»:

- ad inizio aprile 2008, per il rinnovo dei tre componenti del Collegio Sindacale delle Assicurazioni Generali S.p.a. vengono depositate quattro liste di candidati. Sono presentate rispettivamente da parte:
 - del CdA in carica, che è stato prevalentemente nominato dall'azionista che detiene il controllo di fatto, Mediobanca S.p.a.;
 - della Edizione Holding S.p.a., controllata del gruppo Ragione S.p.a. di Gilberto Benetton & C. (della famiglia Benetton);
 - dell'*hedge fund* Algebris Investments, già da mesi pubblico oppositore e fortemente critico del CdA in carica in merito alla *governance* societaria in essere;
 - dell'Assogestioni (per conto di una cordata di investitori istituzionali).

Algebris Investments contesta che la lista presentata dalla Edizione Holding S.p.a. possa realmente definirsi non collegata a quella proposta dal CdA, poiché la Ragione S.p.a. di Gilberto Benetton & C., controllante della Edizione Holding S.p.a., è componente del patto di sindacato della Mediobanca S.p.a.. Il 7 aprile, la Edizione Holding S.p.a. rende una "dichiarazione di insussistenza di rapporti di collegamento rilevanti ...³³" per la "mancanza, in capo alla scrivente o alla

²⁸ CONSOB, *Nomina dei componenti gli organi di amministrazione e controllo - Raccomandazioni*, Comunicazione n. DEM/9017893 del 26/02/2009: punti 2 e 4.

²⁹ CONSOB, *supra*: punto 5.

³⁰ Art. 144-*quinquies*, reg. emittenti CONSOB del. 11971/99.

³¹ Ex art. 2359, co. III, cod. civ..

³² CONSOB, *Nomina dei componenti gli organi di amministrazione e controllo - Raccomandazioni*, Comunicazione n. DEM/9017893 del 26/02/2009: punto 3.

³³ "(...) ai fini di quanto disciplinato dall'art. 144-*quinquies* del regolamento emittenti emanato da CONSOB ...".

sua controllante, del potere di determinare, congiuntamente ad altri, sulla base di un accordo contrattuale, le politiche finanziarie e gestionali di Mediobanca S.p.a.”, poiché per controllo si deve intendere (secondo Edizione Holding) ai sensi degli standard IAS “il potere di determinare, e quindi di co-determinare, le politiche finanziarie e gestionali di un’entità, al fine di ottenerne i benefici dalla sua attività”. Il 9 aprile, l’A.d. delle Assicurazioni Generali ricorda che quest’ultima è “soggetto terzo rispetto alle iniziative di Algebris” e che “gli azionisti possono fare ed è giusto che facciano tutto quello che ritengono opportuno”. Il 10 aprile, il Presidente di Assogestioni commenta: “consideriamo Algebris un investitore istituzionale internazionale del tutto legittimato a svolgere un ruolo di minoranza. La concorrenza non può che fare bene nei governi societari delle imprese. L’interesse di molti investitori istituzionali per l’Italia è un segnale positivo per migliorare la *governance* delle società. Si tratta di un primo passo e, dopo una fase di concorrenza iniziale, è possibile ed auspicabile un maggiore coordinamento fra le minoranze; in un sistema come quello italiano, con molti intrecci proprietari, le liste di minoranze svolgono il loro ruolo se sono espressione di investitori istituzionali italiani e stranieri e non mi pare che questo accada. Il nostro sistema è già vissuto a livello internazionale come relazionale; sedicenti liste di minoranza che non rappresentano gli investitori istituzionali, ma che risentono di intrecci proprietari, non fanno altro che chiuderci al mercato”.

Lo stesso giorno, la CONSOB accoglie la posizione di Algebris Investments scrivendo: paragr. “(...)

3. Per quanto riguarda l’andamento storico dell’assemblea di Mediobanca assume rilievo che la partecipazione complessivamente conferita nel patto parasociale consente da tempo di esercitare stabilmente una posizione di influenza dominante nell’assemblea ordinaria di Mediobanca, avendo consentito, fra l’altro, senza soluzione di continuità ai soci partecipanti al patto stesso di nominare almeno la maggioranza dei componenti degli organi sociali. Da ultimo, la maggioranza dei consiglieri di sorveglianza è stata eletta dalla lista presentata dal patto parasociale, formata secondo le regole indicate nello stesso patto. Tale situazione consente di considerare la partecipazione unitariamente detenuta dai partecipanti al patto di Mediobanca come in grado di attribuire un’influenza dominante ...³⁴. Pertanto, si ritiene che gli aderenti a tale patto, ai fini della disciplina del voto di lista di cui trattasi, controllino congiuntamente Mediobanca. Non si ritiene, d’altra parte, che la circostanza che Ragione abbia aderito al patto di sindacato in data successiva all’elezione del Consiglio di Sorveglianza di Mediobanca, possa influire sulla individuazione della società controllata da Ragione, Edizione

Holding, come soggetto collegato a Mediobanca. Infatti, lo status di controllante congiunto in capo ai partecipanti al patto parasociale, confermato da ultimo al momento dell’elezione del CdS, permane, anche nella fase successiva, fino a che non si determini un diverso assetto di controllo. Pertanto, coloro che aderiscono anche successivamente ad un patto che ha avuto il potere di nominare la maggioranza degli amministratori o del Consiglio di Sorveglianza condividono con gli altri paciscenti l’esercizio dell’influenza dominante sulla società. Si fa, peraltro, presente che il Presidente e socio accomandatario di Ragione e Presidente di Edizione Holding faceva già parte del CdA di Mediobanca dal 28 ottobre 2002 ed ora fa parte del CdS, tratto dalla lista presentata dal patto di sindacato. Non si vede, inoltre, come tale interpretazione possa contrastare con lo IAS 24 che definisce il controllo congiunto come «la condivisione, stabilita contrattualmente, del controllo su un’attività economica» (art. 9, 6° co., IAS 24) e con lo IAS 27 che presuppone l’esistenza del controllo, tra l’altro, nell’ipotesi in cui si detenga una partecipazione idonea a conferire «il potere di nominare o di rimuovere la maggioranza dei membri del CdA o dell’equivalente organo di governo societario, ed il controllo dell’entità è detenuto da quel consiglio o organo».

4. Si fa, peraltro, presente che risultano i seguenti ulteriori rapporti tra Mediobanca e società del gruppo a cui fa capo Edizione che potrebbero assumere rilievo - considerati unitariamente e insieme al rapporto descritto nel precedente paragrafo 3, anche qualora quest’ultimo non venisse di per sé ritenuto sufficiente - ai fini dell’individuazione del collegamento, anche indiretto ...³⁵:

a) Mediobanca è azionista di Sintonia S.A. («Sintonia»), società controllata da Ragione (a sua volta controllante di Edizione) con una partecipazione pari all’1% del capitale alla data del 15 gennaio 2008 e destinata ad incrementarsi al 3,78% a seguito della sottoscrizione di un aumento di capitale già deliberato dall’assemblea di Sintonia e che Mediobanca si è impegnata a sottoscrivere. Mediobanca fa altresì parte del patto parasociale su Sintonia ...³⁶;

b) Sintonia, controllata da Ragione, detiene l’85,4% di Investimenti Infrastrutture S.p.A. che par-

³⁵ “(...) di cui all’art. 148, comma 2, del T.U.F. ...”.

³⁶ “(...) insieme a Sintonia S.p.A. (controllata da Ragione), e a una società del gruppo Goldman Sachs - che prevede, tra l’altro, un periodo di *lock up* fino al 2013 e il diritto di Mediobanca di nominare un amministratore finché manterrà la qualifica di «azionista di rilievo» ossia sarà titolare di almeno il 3,7% del capitale”.

³⁴ “(...) anche alla luce dei criteri indicati nella Comunicazione CONSOB n. 3074183 del 13.11.2003 ...”.

tecipa al patto parasociale su Gemina, tra gli altri, con Mediobanca³⁷;

c) Sintonia, controllata da Ragione, partecipa con Mediobanca e altri soci al patto parasociale avente ad oggetto la Telco S.p.A. che detiene il 23% circa di Telecom Italia;

d) Edizione fa parte, con una partecipazione del 4,61% circa, del patto parasociale su Pirelli & C. S.p.A. cui aderisce tra gli altri Mediobanca, patto che vincola complessivamente il 46,22% di quest'ultima società quotata.

Tali rapporti non rientrano nelle presunzioni di collegamento espressamente indicate nel regolamento CONSOB. Tuttavia, come in precedenza indicato, le dette presunzioni non costituiscono un elenco esaustivo per l'individuazione delle concrete fattispecie in cui può manifestarsi un fenomeno complesso come quello dei collegamenti, anche indiretti, tra azionisti. Pertanto, tutti i predetti rapporti possono essere valutati complessivamente per l'eventuale individuazione del collegamento ...³⁸ alla luce della ratio di tale norma che richiede, come detto, «l'effettiva estraneità dalla compagine di maggioranza dei sindaci espressione delle minoranze». Con specifico riguardo ai patti parasociali su società terze, si rappresenta che anche se tale fattispecie non è stata compresa nel predetto elenco di presunzioni ...³⁹, «in casi concreti non può escludersi che la partecipazione di un socio ad un patto parasociale in un'altra società potrebbe essere invocata in giudizio come indice di collegamento, al fine di escludere la legittimazione di tale socio all'elezione del sindaco di minoranza, posto che, in via generale, la presenza di una o più relazioni pattizie fra due soci può far distinguere il paciscente da un 'anonimo' partecipante al mercato e far ritenere il primo titolare di uno speciale potere di 'voice' anche in società diverse da quella su cui è stato concluso il patto»⁴⁰.

Il 14 aprile, Edizione Holding comunica la rinuncia a votare la propria lista.

Il 26 aprile, in assemblea degli azionisti delle Assicurazioni Generali S.p.a. è inizialmente rappresentato il 41,19% del capitale della compagnia, mentre era stato depositato oltre il 50%. In sala sono presenti: Mediobanca (14,05%), Banca d'Italia (4,44%), gruppo Dea 2,5%, Carlo Tassara (2,02%), Delfin (1,99%),

Algebris (0,52%). Non risulta presente Unicredito (3,6%). Il bilancio 2007 viene approvato con il favore del 98,85% dei presenti (pari al 45,46% del capitale sociale); contrario Algebris con l'1,14% dei voti presenti (0,52% del c.s.). Benché 220 investitori istituzionali appoggino la lista presentata dall'*hedge fund* Algebris per il Collegio Sindacale, la lista del CdA (che nomina così due dei tre membri) ottiene il 53,69% del c.s. presente (pari al 23,49% del capitale sociale), la lista di Assogestioni (che quindi si assicura il Presidente) il 29,32% dei voti presenti (12,83% del c.s.), mentre quella di Algebris l'8,31% (3,6%).

Si noti che a fine 2008 il 62% delle società quotate non presentava sindaci tratti da liste di minoranza. Solo il 12% aveva sindaci espressione di investitori istituzionali; il 26% ne aveva su nomina di minoranze diverse da quelle istituzionali⁴¹.

8 – «Micro-candidature» e quorum

In Italia, a scanso di ogni possibile equivoco sulla circostanza che la normativa del voto «di lista» non è dettata per l'accesso del micro-azionista nella «stanza dei bottoni» del governo societario, si evita il proliferare (d'altronde inutile) di «micro-liste» disponendo che lo statuto «determina la quota minima di partecipazione richiesta per la presentazione di esse»⁴²: va precisato che «la titolarità della quota minima di partecipazione prevista ... è determinata avendo riguardo alle azioni che risultano registrate a favore del socio nel giorno in cui le liste sono depositate presso l'emittente»; tale deposito deve avvenire «entro il venticinquesimo giorno precedente la data dell'assemblea chiamata a deliberare sulla nomina dei componenti del consiglio di amministrazione e» le liste sono «messe a disposizione del pubblico ... almeno ventuno giorni prima della data dell'assemblea»⁴³.

L'effetto del voto di lista può però risultare addirittura totalmente vanificato dalla previsione di *quorum* troppo elevati per la proposizione di consiglieri di minoranza; la rappresentatività degli azionisti non di riferimento (o la ricerca di parziale «proporzionalità») potrebbe essere di fatto impedita dalla richiesta del «*quorum* minimo di presentazione» delle liste. Si consideri il caso seguente:

il 27 aprile 2004, viene variato lo statuto della Mediaset S.p.a. e fissato al 5% del c.s. la quota minima da detenere per poter presentare liste di minoranza per il CdA. L'organismo di rappresentanza degli investitori istituzionali contesta l'eccessiva percentuale (in assemblea dei soci, la minoranza presente si attesta intorno al 4%). Il Presidente della Mediaset controbatterà che il preesistente voto di lista bloccava a un

³⁷ «Benché tale partecipazione non consenta a Sintonia di nominare la maggioranza degli amministratori di Investimenti Infrastrutture e, quindi, di esercitare il controllo, in quanto il patto su Investimenti prevede che Sintonia possa nominare solo due amministratori su cinque».

³⁸ «(...) di cui all'art. 148, comma 2, del T.U.F. ...».

³⁹ «(...) di cui all'art. 144-*quinquies* del Regolamento Emittenti ...».

⁴⁰ Come precisato nel documento di consultazione CONSOB del 6 aprile 2007.

⁴¹ Cfr. ZINGALES (2008).

⁴² Art. 147-*ter*, co. I, d. lgs. 58/98.

⁴³ Art. 147-*ter*, co. I-*bis*, del d. lgs. 58/98

quinto i posti potenziali per i piccoli azionisti; ora, essendo formalmente del tutto proporzionale, il voto lascia in teoria maggiori spazi (poiché è flottante circa la metà del c.s.).

All'atto dell'emanazione della legge 262 del 28 dicembre 2005, che ha modificato il Testo Unico della Finanza introducendo l'obbligatorietà del voto di lista per le nomine degli amministratori nelle società quotate in Italia, undici di queste ultime (pari a circa il 4% del listino) presentavano *quorum* superiori al 2,5% per la presentazione di liste di candidati⁴⁴.

Per contrastare tale potenziale aggiramento degli obiettivi di tutela delle «parti deboli» (o, meglio, «meno forti»), si dispone che il *quorum* di presentazione delle liste per il CdA sia «non superiore a un quarantesimo del capitale sociale»; peraltro, l'organismo di vigilanza può diversamente stabilire tale misura «tenendo conto della capitalizzazione, del flottante e degli assetti proprietari delle società quotate»⁴⁵.

Si prevedono allora:

- da una parte, percentuali inferiori al 2,5% del c.s. in relazione a fasce di maggiore capitalizzazione⁴⁶, come nel caso in cui il 30 luglio 2008, la CONSOB ha deliberato che «fatta salva l'eventuale minor quota prevista» dallo statuto, «la quota di partecipazione richiesta per la presentazione delle liste dei candidati per l'elezione degli organi di amministrazione e controllo» della Mediobanca S.p.a. «è individuata come segue: 1%»;

- dall'altra, si dispone che fatta «salva la minore percentuale prevista nello statuto, la quota di partecipazione è pari al 4,5% del capitale sociale per le società la cui capitalizzazione di mercato è inferiore o uguale» a un determinato limite minimo e «ove alla chiusura dell'esercizio ricorrano congiuntamente le seguenti condizioni: il flottante sia superiore al 25%» e non vi sia un controllo di diritto, singolarmente o per patto parasociale⁴⁷.

Nel contesto in esame si intende per «capitalizzazione di mercato» «la media della capitalizzazione delle azioni quotate nell'ultimo trimestre dell'esercizio sociale» e per «flottante» «la percentuale di capitale sociale costituito da azioni con diritto di voto non rappresentata dalle partecipazioni rilevanti ... e dalle partecipazioni conferite in patti parasociali ...»⁴⁸.

Guardando ai dati relativi a fine 2007 per le società quotate al mercato regolamentato italiano, si osserva che «l'obbligatorietà del voto di lista ha prodotto una sensibile diminuzione del *quorum* medio per la

presentazione di liste per l'elezione del CdA, sceso al 2,2% (era pari al 2,4% nel 2007; 2,6% nel 2006). Tale andamento è connesso, tra l'altro: a) al calo dei *quorum* fissati dalle società maggiori (da 2,2% a 1,1% presso le S&P) ...; b) alla decisione di numerose società minori di abbassare il *quorum* rispetto al tetto massimo previsto. Le società maggiori non hanno, in genere, ritenuto opportuno ridurre il *quorum*, ciò che consentirebbe di ottenere una rappresentanza in consiglio anche a minoranze che detengono quote di capitale estremamente basse»⁴⁹.

Ad ogni modo, si può in generale riconoscere che «le soglie previste dalla normativa sono ... molto basse. È assai raro che non esista almeno un azionista in grado di presentare, da solo, una lista alternativa a quella del socio di controllo: a fine 2009 «ciò accade in soli 27 casi (pari all'11% delle società il cui verbale è disponibile) per l'elezione degli amministratori e in 18 casi (pari al 7%). ... Anche dove nessun azionista detiene ... il *quorum*, il raggiungimento della soglia minima necessaria alla presentazione di una lista si presenta come non particolarmente difficile o costoso. La frequenza relativamente bassa con cui sono effettivamente presentate liste di minoranza pare dovuta al limitato interesse per tale opportunità (connesso a ben noti fenomeni di apatia razionale degli investitori), piuttosto che a una presunta elevatezza dei *quorum* a tal fine necessari»⁵⁰. È così che a tutto il 2009, guardando alle 272 società italiane quotate presso Borsa Italiana, amministratori di minoranza sono presenti solo in circa 100 società quotate (40%): «l'effettivo ricorso al voto di lista è, quindi, una realtà importante ma tuttora minoritaria sul mercato italiano. Ciò non pare dovuto, d'altronde, alla carenza di opportunità legate alla prevalenza di assetti proprietari concentrati ... Anche dove non sono state presentate liste di minoranza sono infatti sovente presenti soci rilevanti che hanno preferito non cogliere tale opportunità. Per la precisione, ben 126 società (tra le 152 dove è stata presentata una sola lista per l'elezione degli amministratori) hanno azionisti di minoranza in grado di presentare proprie liste. I risultati sono del tutto analoghi per l'elezione del collegio sindacale: 128 società hanno soci di minoranza in grado di presentare liste che non hanno, tuttavia, esercitato tale facoltà. È bene, anzi, osservare che i dati sopra riportati rappresentano una stima per difetto del «disinteresse» degli investitori per il voto di lista. Infatti, anche dove non esistono azionisti in grado di superare il *quorum* da soli, essi potrebbero ... coalizzarsi con altri al fine di presentare e votare liste alternative»⁵¹.

⁴⁴ Cfr. ASSONIME (2007: 34).

⁴⁵ Ved. art. 147-ter, co. I, d. lgs. 58/98.

⁴⁶ Art. 144-*quater*, co. I, reg. emittenti CONSOB del. 11971/99.

⁴⁷ Art. 144-*quater*, co. II, reg. emittenti CONSOB del. 11971/99.

⁴⁸ Art. 144-ter, reg. emittenti CONSOB del. 11971/99.

⁴⁹ ASSONIME (2009: 10).

⁵⁰ Cfr. ASSONIME (2011: 83-84).

⁵¹ Cfr. ASSONIME (*supra*: 84).

9 – Tipi di «clausole-soglia», minuziosità e complessità del sistema

Si noti che il riferire la soglia massima - tra l'altro - alla variabile capitalizzazione di Borsa, considerata la circostanza che le clausole statutarie sovente contengono un esplicito richiamo a tale soglia, determina che una rilevante riduzione della capitalizzazione (come nei periodi di crisi dei mercati finanziari) causi una «risalita» dei *quorum* (e viceversa)⁵².

A proposito di recepimento negli statuti, la realtà delle emittenti quotate in Italia mostra la previsione di “diversi tipi di «clausole-soglia» quanto a voto di lista per il CdA:

- a) soglia «secca», che trova piena applicazione se inferiore a quella massima prevista dalla normativa (mentre è destinata ad essere disapplicata se superiore); ...
- b) soglia definita” di cui si espliciti che l'applicazione avvenga salvo che la normativa non “fissi un quorum inferiore (il *wording* è vario); di nuovo, la clausola trova piena applicazione se la soglia è inferiore a quella massima prevista dalla normativa (mentre è destinata ad essere disapplicata in caso contrario); ...
- c) soglia definita ovvero soglia diversa determinata dalla normativa (anche qui il *wording* è vario; ad esempio: «hanno diritto di presentare le liste soltanto gli azionisti che, da soli o insieme ad altri azionisti, rappresentino almeno un quarantesimo del capitale sociale, ovvero l'eventuale diversa percentuale prevista dalla normativa vigente»⁵³). Si tratta di diciture per le quali “potrebbero verificarsi dubbi interpretativi ... Pur con qualche incertezza relativa alla precisa formulazione della clausola, è probabile che in molti di questi casi continui ad applicarsi la soglia statutaria, se inferiore (perché la «diversa» soglia è una soglia massima);
- d) soglia determinata per mero rinvio alla normativa (anche qui il *wording* è vario) Anche qui, in realtà, il *quorum* effettivamente applicabile non è sempre chiaro. Mentre, infatti, in alcuni casi è esplicito il riferimento alla soglia massima fissata dalla Consob, in altri casi lo statuto effettua un riferimento piuttosto vago al quorum «determinato ai sensi della normativa vigente» (ad esempio: «hanno diritto a presentare le liste soltanto gli Azionisti che, da soli o insieme ad altri, rappresentino la percentuale del capitale sociale determinata ai sensi della normativa vigente»), il che lascia spazio a interpretazioni alternative (e, ovviamente, a rischi di lite)⁵³.

Nel complesso, il quadro risultante sembra criticamente denotare che “le procedure per la presentazione delle liste per eleggere questi amministratori [di minoranza] sono state minutamente differenziate secondo la dimensione delle società, creando un sistema complesso senza eguali negli altri mercati”⁵⁴.

A titolo comparativo, può rilevarsi che in Russia, in semplicità (eccessiva?), le liste possono essere sottoposte da azionisti con almeno il 2% dei diritti di voto⁵⁵. Per inciso si osservi che nel nostro Paese “per le società cooperative la quota di partecipazione è pari allo 0,5% del capitale sociale, salva la minore percentuale prevista nello statuto”; in ogni caso, “gli statuti delle società cooperative debbono consentire la presentazione delle liste anche ad un numero minimo di soci, comunque non superiore a cinquecento, indipendentemente dalla percentuale di capitale sociale complessivamente detenuta”⁵⁶.

Si noti infine che in Italia la capacità della minoranza di nominare «propri» componenti in Consiglio può presupporre non solo la previa disponibilità di quote sociali minime all'atto della presentazione delle liste, ma pure la manifestazione di volontà e un «sensibile peso elettorale» nello specifico momento deliberativo assembleare: in altri termini, “lo statuto può prevedere che, ai fini del riparto degli amministratori da eleggere, non si tenga conto delle liste che non hanno conseguito una percentuale di voti almeno pari alla metà di quella richiesta dallo statuto per la presentazione delle stesse”⁵⁷. All'atto pratico, il problema non sembra porsi se a tutto il 2009 si constatava che “le liste ottengono sovente in assemblea voti corrispondenti a un numero di azioni sensibilmente superiore a quello con cui sono state presentate ... Il fenomeno interessa ... anche le liste di minoranza: le liste

porta a un'effettiva riduzione della soglia in 10 casi (più 1 dualistiche = 11);

- b) soglia definita, da applicarsi salvo che la normativa fissi un quorum inferiore (il *wording* è vario) ... è adottata da 47 società (nessuna dualistica); porta a un'effettiva riduzione della soglia in 25 casi;
- c) soglia definita, ovvero soglia diversa determinata dalla normativa (anche qui il *wording* è vario)” è adottata da “un gruppo assai numeroso (108 società + 2 dualistiche = 110) nei quali potrebbero verificarsi dubbi interpretativi. Infatti, in 33 casi (tipicamente società di piccole dimensioni) la soglia statutaria (tipicamente 2,5%) è inferiore a quella massima determinata dalla normativa (tipicamente 4,5%, anche dopo le correzioni per flottante e azionariato) ...;
- d) soglia determinata per mero rinvio alla normativa (anche qui il *wording* è vario): sono 69 casi (più una dualistica = 70)” (ASSONIME, 2010: 44-45).

⁵⁴ ABETE (2009: 11).

⁵⁵ Art. 53, clausola 5, legge della Federazione Russa sulle società per azioni.

⁵⁶ Art. 144-*quater*, co. III e IV, reg. emittenti CONSOB del. 11971/99.

⁵⁷ Art. 147-*ter*, co. I, ult. per., d. lgs. 58/98.

⁵² Cfr. ASSONIME (2010: 43).

⁵³ ASSONIME (2009: 42). A inizio 2009, la:

a) soglia «secca» ... è adottata da 46 società (e da 5 dualistiche per il CdS = 51). L'adozione di una clausola siffatta

per l'elezione degli amministratori (dei sindaci) erano state presentate da soci che avevano certificato un possesso azionario mediamente pari al 7,8% (al 6,3%) del capitale ma hanno ottenuto voti corrispondenti al 10,1% (al 9,1%) del capitale (rispettivamente, +2,3% e +2,8%)⁵⁸.

In Francia (nell'adozione sia del modello monistico che dualistico), va rilevata la particolarità che in merito alle soglie di capitale sociale da detenere per far valere diritti di nomina di amministratori è fissata al 3% la quota richiesta a liste di soci-lavoratori per vedersi riservato uno o più posti in Consiglio⁵⁹. Il Codice del commercio francese non consente però a più di un terzo degli amministratori di essere legato da rapporti di lavoro dipendente con la società amministrata⁶⁰. Resta ferma la possibilità di far partecipare a titolo consultivo rappresentanti del comitato aziendale dei lavoratori alle sedute del Consiglio⁶¹.

10 – Efficacia del meccanismo di tutela della minoranza

Com'è evidente, il meccanismo del «voto di lista» adottato in Italia è tale da permettere anche la rappresentatività contestuale a differenti - contrapposte o meno - minoranze (o azionisti di riferimento diversi da quello di maggioranza, relativa od assoluta che questa sia). Caso emblematico che può esaminarsi è il seguente:

il 14 aprile 2008 è previsto il rinnovo del CdA della Telecom Italia S.p.a.. Il 20 marzo la controllante di fatto Telco S.p.a. comunica di aver portato la partecipazione al 24,5% del c.s. ordinario (ca. il 16,893% del complessivo) di Telecom Italia. La medesima Telco S.p.a. presenta di seguito la sua lista per un CdA composto complessivamente da 15 membri, di cui l'80%, ovvero 12 componenti, andranno a tale lista (come previsto dallo statuto societario).

Il 28 marzo la famiglia Fossati (un anno prima cedente della Star, storica azienda alimentare italiana famosa per i dadi da brodo) presenta anch'essa una propria lista per il rinnovo del CdA di Telecom Italia, in cui detiene il 4,45% delle ordinarie attraverso la finanziaria Findim S.a., *holding* lussemburghese.

Quest'ultima contende di fatto a una terza lista, quella degli investitori istituzionali, presentata con lo 0,54% del c.s. ordinario, i tre posti di minoranza da consigliere.

Il 14 aprile vengono nominati i quindici componenti nel nuovo CdA: dodici (di cui solo due indipen-

enti) per la lista Telco (votata dal 67,9% del c.s. ancora presente al momento del voto), due (indipendenti) per quella Findim (votata dal 12,69% del c.s. presente) e uno (indipendente) per la lista Assogestioni (votata anche dalla Banca d'Italia per un totale del 7,29% del c.s. presente); se poi gli azionisti contrari a tutte le liste e gli astenuti avessero votato per la lista Assogestioni, quest'ultima avrebbero nominato un consigliere in più, a danno della lista Findim.

“Può anche accadere ... che una lista di minoranza «sorpassi» - quanto a voti ottenuti - altre liste di minoranza presentate da soci che paiono disporre di più voti”; per fine 2009, ciò è accaduto “in 6 società (anche di grandi dimensioni) per l'elezione degli amministratori e in 2 per quella dei sindaci. L'esito della votazione (in termini di numero di candidati eletti) ne risulta influenzato, in termini di posti assegnati, in 3 casi per l'elezione degli amministratori e in un caso per quella dei sindaci”⁶².

In ogni caso quel che conta è che quale minimo imprescindibile, “almeno uno dei componenti del Consiglio di Amministrazione è espresso dalla lista di minoranza che abbia ottenuto il maggior numero di voti e non sia collegata in alcun modo, neppure indirettamente, con i soci che hanno presentato o votato la lista risultata prima per numero di voti”⁶³ (questi ultimi soci assumono la veste di c.d. «soci di riferimento»⁶⁴).

C'è da osservare che in alcune società quotate nel mercato regolamentato italiano il numero degli amministratori «di minoranza» si è attestato, appunto, al «minimo legale» di uno per Consiglio, mentre in assenza di previsione normativa quelle stesse realtà societarie ne prevedevano «volontariamente» un numero maggiore. Già a metà 2008, nel mercato regolamentato italiano, mentre si constatava da una parte che “l'obbligo di istituire il voto di lista ha portato una più frequente rappresentanza delle minoranze in consiglio (le società con amministratori di minoranza sono aumentate da 23 nel 2006 a 38 nel 2008)”, dall'altra si riscontrava che “in parallelo si è verificata una riduzione del peso medio degli amministratori di minoranza in CdA (nelle società in cui essi sono effettivamente presenti): essi passano da 3,9 nel 2006 (pari al 31% dei posti in CdA, a causa dell'influenza prevalente delle società «privatizzate») fino a 2,8 nel 2008 (pari al 24% del totale dei posti in consiglio); nell'introdurre per la prima volta il voto di lista, infatti, le società minori hanno, solitamente, previsto l'elezione di un singolo rappresentante della minoranza (pari al minimo di legge). Numero e peso percentuale dei consiglieri di minoranza variano secondo la

⁵⁸ Cfr. ASSONIME (2011: 92-93).

⁵⁹ Cfr. art. 225-23, cod. del commercio francese, e AFEP-MEDEF (2008: 7.1).

⁶⁰ Cfr. art. 225-22, cod. del commercio francese.

⁶¹ Cfr. art. 225-27, *supra*.

⁶² Cfr. ASSONIME (2011: 94-95).

⁶³ Art. 147-ter, co. III, d. lgs. 58/98.

⁶⁴ Ai sensi dell' art. 144-ter, reg. emittenti CONSOB del. 11971/99.

dimensione della società (più alti nelle società maggiori) e secondo il settore (maggiori nel settore finanziario)⁶⁵. Un anno dopo, si rilevava che “le società che comunicano di avere effettivamente in CdA consiglieri di minoranza stanno progressivamente aumentando: esse sono ... 52, pari al 19% del totale” delle emittenti quotate alla Borsa Italiana. “Tra esse, 21 sono società «privatizzate» o con assetti proprietari particolarmente frazionati e partecipazioni di Enti locali o fondazioni; ... peraltro, il numero medio di consiglieri di minoranza - nelle società dove essi sono presenti - è sceso in misura considerevole ... fino a 2,3 nel 2009 (pari al 21% del totale dei posti in consiglio)”⁶⁶.

La discesa prosegue costante: nelle relazioni sulla *governance* chiuse a metà 2010 dagli emittenti azioni quotate presso Borsa Italiana “il numero medio di candidati eletti da ciascuna lista «di minoranza» è pari a 1,5 nel caso degli amministratori Tale numero dipende ... in misura considerevole dalla natura di società «privatizzata» (2,3 amministratori di minoranza, contro 1,2 nelle altre società) e dall’assetto proprietario (2,1 nelle società a controllo pubblico, ossia quasi il doppio del valore riscontrabile presso le società familiari)”⁶⁷.

In definitiva, i risultati concreti della normativa sul voto di lista sono sovente discutibili, malgrado il tema abbia “ricevuto particolare attenzione in Italia, dove è stato oggetto di ripetuti interventi legislativi che hanno condotto a un regime normativo sostanzialmente unico al mondo”⁶⁸: “accanto agli amministratori indipendenti, si è voluto introdurre anche amministratori di minoranza, un istituto dai contorni incerti, peraltro poco utilizzato dagli investitori”⁶⁹; “la ... figura ... rispecchia una scelta di governo societario solo italiana, che ... non ha dato sempre buona prova. (...) Nelle società a minore capitalizzazione ... l’amministratore di minoranza è talora risultato portatore di interessi particolari, non necessariamente coincidenti con la creazione di valore per tutti gli azionisti. (...) Inoltre, la dicotomia tra gli amministratori di minoranza e quelli indipendenti non ha contribuito a rafforzare l’indipendenza di valutazione del consiglio: infatti, gli amministratori di minoranza non sono necessariamente indipendenti ..., mentre la loro presenza in consiglio ha depotenziato il ruolo degli indipendenti. (...) Risposte non sempre meditate agli scandali finanziari dello scorso decennio hanno prodotto un regime ibrido, con la coesistenza non facile di queste ... figure. Molti investitori istituzionali internazionali non sembrano interessati all’elezione di propri rappresentanti”; peraltro, “con la crisi dei mercati” diminuisce

“la capacità delle SGR di partecipare alle assemblee con quote azionarie significative e presentare liste ...”⁷⁰.

A riguardo, vale la pena non dimenticare come invece in Francia il *Code de Gouvernement d’Entreprise des Sociétés Cotées* ritenga che “piuttosto che tentare di assicurare una rappresentanza specifica delle minoranze, la migliore formula consista nel nominare amministratori indipendenti in porzioni definite ...”⁷¹.

References

- “Il segreto della creatività è saper nascondere le proprie fonti” (Albert Einstein)*
- Abete L. (2009), *Intervento del Presidente all’assemblea biennale Assonime*, Assonime, Roma, 16/06/09.
- Association Française des Entreprises Privées-Mouvement des Entreprises de France (AFEP-MEDEF) (2008), *Code de Gouvernement d’Entreprise des Sociétés Cotées*.
- Assonime (2007), *VI Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina delle società quotate (Anno 2006)*, Note e studi 91, febbraio 2007.
- (2009), *VIII Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina delle società quotate (Anno 2008)*, Note e studi 1/2009, febbraio.
- (2010), *IX Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina delle società quotate (Anno 2009)*, Note e studi 2/2010, febbraio.
- (2011), *X Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina delle società quotate (Anno 2010)*, Note e studi 3/2011, marzo.
- Banca d’Italia (2008), *Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche*, 264010.
- Bianchi M., Bianco M. and Enriques L. (2001), *Pyramidal Groups and the Separation between Ownership and Control in Italy*, in Barca F.-Becht M. (eds.), *The control of Corporate Europe*, Oxford, Oxford University Press.
- Chakravarty S.P., Goddard J.A. and Hodgkinson L. (2004), *Shareholders and Corporate Elections*, *Journal of Management and governance*, 8, [187-197].
- China Securities Regulatory Commission (CSRC) (2001), *Code of Corporate Governance for Listed Companies in China*, State Economic and Trade Commission, January 7.

⁶⁵ ASSONIME (2009: 10).

⁶⁶ ASSONIME (2010: 46).

⁶⁷ ASSONIME (2011: 96).

⁶⁸ ASSONIME (*supra*: 80).

⁶⁹ ABETE (2009: 11).

⁷⁰ MICOSSI (2010).

⁷¹ AFEP-MEDEF (2008: 7.2.2).

- Claessens S., Djankov S. and Lang L. (2000), The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations, *Journal Of Financial Economics*, 58 [81-112].
- Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) (2006), *Código Unificado de Buen Gobierno de las Societas Cotizadas*, Espana.
- Demsetz H. and Lehn K. (1985), The structure of corporate ownership: causes and consequences, *Journal of Political Economy*, 93 [1155-1177].
- Faccio M. and Lang L.H.P. (2002), The Ultimate Ownership of Western European Corporations, *Journal of Financial Economics*, 65, 2002: 365-395.
- International Finance Corporation (IFC) (2004), *The Russia Corporate Governance Manual*, International Finance Corporation & U.S. Department of Commerce, Mosca, Russia.
- [Korean] Committee on Corporate Governance (KCCG) (2003), *Code of Best Practices for Corporate Governance*, Korea Stock Exchange, Korea Securities Dealers Association, Korea Listed Companies Association, Kosdaq, Korea Investment Trust Companies Association, Kosdaq Listed Companies Association, South Korea.
- La Porta R., Lopez de Silanes F. and Shleifer A. (2006), What Works in Securities Laws?, *Journal of Finance*, 61, 1, 2006.
- Morck R.K. (ed.) (2000), *Concentrated Corporate Ownership*, University of Chicago Press, Chicago, Il.
- (2008), Behavioral finance in corporate governance: economics and ethics of the devil's advocate, *Journal of Management and Governance*, 12 [179-200].
- Oecd (Organization for Economic Cooperation and Development) (2004), *Oecd Principles of Corporate Governance*, Paris.
- [The] Stock Exchange of Thailand (SET) (2006), *The Principles of Good Corporate Governance For Listed Companies*, Corporate Governance Center of the Stock Exchange of Thailand.
- Zingales L. (2008), The Laöcoon Syndrom, *Conference on "Corporate governance in Italy: 10 years after the Consolidated Law on Finance (TUF)"*, Banca d'Italia, Roma, 11/12/2008.