

FIN-GOV

Centro di ricerche finanziarie sulla corporate governance



UNIVERSITÀ
CATTOLICA
del Sacro Cuore

***Lista del CdA e legge capitali:
un'analisi quantitativa***

(Settembre 2024)

Massimo Belcredi

Stefano Bozzi

Massimo Belcredi

Ordinario di Finanza Aziendale

Università Cattolica del S.Cuore

Via Necchi 5

20123 Milano

Tel. +39 02 72342768

e-mail: massimo.belcredi@unicatt.it

Stefano Bozzi

Ordinario di Finanza Aziendale

Università Cattolica del S.Cuore

Largo Francesco Vito 1

00168 Roma

Tel. +39 06 30156107

e-mail: stefano.bozzi@unicatt.it

FIN-GOV è il Centro di ricerche finanziarie sulla corporate governance dell'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano.

Sostenitori di FIN-GOV



FINCANTIERI



Sponsor di FIN-GOV



BPER:



MEDIOBANCA



Abstract

Negli ultimi anni una cinquantina di società italiane quotate (pari a circa ¼ del listino) ha attribuito statutariamente al CdA la facoltà di presentare una propria lista di candidati. Circa 1/3 tra esse ha visto l'effettiva presentazione di una "lista del CdA", prassi che si è concentrata tra le società ad azionariato diffuso o comunque prive di azionisti di controllo. La presentazione delle candidature da parte del *board*, predominante a livello internazionale, si è sviluppata in Italia – come sovente altrove – nel silenzio della legge, accompagnata da un generale consenso dei commentatori.

La c.d. legge capitali, approvata a marzo 2024, ha rivoluzionato la materia, introducendo una normativa di estremo dettaglio, che lascia margini ristretti all'autonomia statutaria e genera dubbi applicativi su cui è fiorita una vivace letteratura giuridica. Data la tecnicità dell'argomento, tale letteratura fa sovente uso di esempi che, per quanto utili, hanno il difetto di essere costruiti in ipotesi di laboratorio. Il presente lavoro offre un contributo complementare a tali studi, indagando, attraverso un'analisi di simulazione su dati reali, quale impatto avrebbe avuto la legge capitali se essa fosse stata già in vigore alla data delle più recenti assemblee.

L'analisi ha per oggetto 18 assemblee del periodo 2021-2024 dove è stata presentata una lista del CdA, in scenari coerenti con ipotesi varie circa l'interpretazione della legge e il comportamento (attivo vs. passivo) dei soci riguardo alla presentazione e votazione delle liste al primo turno, nonché alla votazione su singoli candidati della lista del CdA al secondo turno (previsto solo quando tale lista è risultata maggioritaria).

I risultati dell'analisi mostrano che, in *quasi-public companies* caratterizzate dalla presenza di pacchetti azionari di una certa entità, le nuove regole possono produrre impatti di rilievo e – in casi specifici – ribaltare l'esito delle votazioni. Ne risultano una potenziale instabilità degli assetti di governance e un incentivo a creare blocchi di disturbo che paiono meritare un supplemento di riflessione da parte del legislatore. L'analisi mostra inoltre che gli investitori istituzionali assumono un ruolo importante e, talora, decisivo al secondo turno, potendo decidere spesso in autonomia se confermare o bocciare i singoli candidati nella lista del CdA. Un ulteriore intervento del legislatore sembra necessario per chiarificare alcuni dubbi interpretativi che rischiano di impedire la presentazione di liste del CdA in futuro.

Keywords: Assemblea; Corporate governance; Elezione del CdA; Voto di lista

JEL Classification: D72 – G32 – G34 – K22

1. Introduzione¹

La legge n. 21/2024 (c.d. legge capitali) è intervenuta su vari aspetti della disciplina dei mercati finanziari, raggruppati sotto l’etichetta di “*Semplificazione in materia di accesso e regolamentazione dei mercati di capitali*”. Tra i vari interventi effettuati particolare rilievo assumono quelli sulla “legge elettorale” che presiede al rinnovo del CdA.

Negli ultimi anni una cinquantina di società italiane quotate (pari a circa ¼ del listino) ha approvato in assemblea straordinaria modifiche statutarie che attribuiscono al CdA la facoltà di presentare una propria lista di candidati. Circa 1/3 tra esse ha visto l’effettiva presentazione di una “lista del CdA”: si tratta esclusivamente di *public companies* (società *widely held*)² o comunque di società (*quasi-public companies*) in cui nessun azionista è in grado di controllare – da solo o in concerto con altri soci – l’elezione del board. La presentazione delle candidature da parte del board, predominante a livello internazionale, si è sviluppata in Italia – come peraltro sovente altrove – nel silenzio della legge, accompagnata da un generale consenso dei commentatori.

In tale ambito – dopo breve ma vivace dibattito – è intervenuta la legge capitali, che ha introdotto una normativa molto dettagliata: questa, se da un lato elimina i (pochi) dubbi sulla legittimità della lista del CdA, dall’altro lascia margini ristretti all’autonomia statutaria e ha creato numerosi dubbi applicativi. Tali problemi erano noti già al momento dell’approvazione della legge: ad esempio, la Camera dei Deputati ha contestualmente approvato un ordine del giorno che, dopo aver osservato che la determinazione del numero di componenti di competenza delle minoranze “*non può che essere lasciata al contratto sociale*”, impegna il governo a valutare l’opportunità di fornire chiarimenti in materia, “*garantendo la coerenza delle previsioni normative con gli standard internazionali e, comunque, garantendo una normazione adeguata ad aumentare la competitività del mercato nazionale dei capitali e ad aumentare l’attrazione degli investimenti*”.

Il presente lavoro studia, da un punto di vista di *Law & Finance*, gli impatti che la legge capitali può avere sulle assemblee delle società italiane quotate laddove sia presentata una lista di candidati da parte del CdA. Dopo avere analizzato i rinnovi del CdA in un campione di 18 assemblee tenutesi nel periodo 2021-2024, indaghiamo i possibili impatti della riforma attraverso simulazioni fondate su ipotesi alternative riguardanti l’interpretazione della legge e il comportamento dei soci presenti in assemblea.

¹ Gli autori ringraziano Sodali & Co per la preziosa fornitura di dati sulla presenza in assemblea e sul voto degli investitori istituzionali; ringraziano altresì Umberto Boracchi di Fin-Gov per il supporto nella raccolta dei dati. La responsabilità per ogni eventuale errore o imprecisione è solo degli autori.

² In linea con la letteratura di Finanza, definiamo *widely held* una società in cui nessun azionista (o alleanza di azionisti) dispone di più del 20% dei diritti di voto in assemblea.

La motivazione del lavoro sta nel fatto che la letteratura fin qui disponibile (prevalentemente di taglio giuridico) ha messo in luce le incertezze interpretative della legge, alcune conseguenze paradossali e alcuni macro-effetti sugli assetti di governance. Manca però un'analisi fondata su situazioni reali (anziché su casi costruiti in laboratorio) e manca la considerazione degli effetti che un atteggiamento proattivo dei soci potrebbe avere sugli esiti della votazione. Il presente studio intende colmare, almeno in parte, questi gap ed evidenziare le implicazioni di policy dell'analisi.

Punto di partenza è la disciplina introdotta con l'art.12 della legge capitali, tradotta nel nuovo art.147-ter.1 del TUF. I punti principali sono i seguenti:

a) l'eventuale lista "del CdA" deve essere approvata dal CdA uscente con *supermajority* di 2/3; essa deve contenere candidati pari al numero di componenti da eleggere maggiorato di 1/3; la lista del CdA va depositata con anticipo (40 gg ante assemblea) rispetto a quelle degli azionisti (25 gg); questi non sono tenuti ad alcuna comunicazione preventiva alla società (come invece accade altrove, ad es. negli USA);

b) se la lista del CdA è la più votata, sono previste due leggi elettorali alternative:

b.1) maggioritaria³ se le liste dei soci ottengono meno del 20% dei "voti espressi" (con quota di seggi riservata alle minoranze pari almeno al 20%, da ripartire tra le prime due liste di minoranza in ordine di voti),

b.2) proporzionale (con soglia di sbarramento al 3% dei voti) se le liste presentate dai soci ottengono almeno il 20% dei voti in assemblea; i voti dispersi, cioè andati a liste che hanno ricevuto meno del 3%, sono riassegnati alle liste di minoranza (anche più di 2) che hanno ottenuto voti superiori al 3%;

c) se la lista del CdA è la più votata, è previsto un secondo turno elettorale, consistente in un referendum sui singoli candidati di tale lista: i candidati più votati risultano eletti, qualunque sia il numero di voti raccolti da ciascuno di essi (c.d. *plurality voting*)⁴;

d) la presidenza dell'eventuale comitato per il controllo interno e gestione dei rischi è assegnata a un amministratore indipendente tratto da una lista di minoranza presentata da soci (se presente);

³ In termini letterali la norma prescrive il risultato (seggi per le minoranze pari ad almeno il 20% del totale), non il meccanismo. È possibile – in teoria – prevedere in statuto un meccanismo proporzionale puro applicabile in linea generale. Nei fatti, peraltro, la norma impone di predisporre un meccanismo maggioritario *contingent*, che si attivi quando il meccanismo ordinario non garantisce l'elezione di un numero sufficiente di candidati di minoranza (era così nel regime previgente per l'unica società che aveva adottato il proporzionale puro: Cellularline 2023). Nell'analisi si utilizzerà quindi la convenzione che, se le liste presentate dagli azionisti ricevono meno del 20% dei voti espressi, il riparto generale dei seggi abbia luogo secondo il principio maggioritario (con quota riservata alle minoranze $\geq 20\%$) e quello tra liste di minoranza abbia luogo secondo il principio proporzionale.

⁴ Meccanismo diffuso nella prassi americana ma criticato poiché consente a candidati che abbiano ottenuto pochi voti a favore (al limite uno) di essere eletti comunque se molti soci (al limite tutti tranne il detentore di un'azione) si astengono al secondo turno (Belcredi et al 2013). Non è infatti prescritto alcun quorum per l'elezione del singolo candidato.

e) Consob ha il compito di dettare disposizioni attuative entro 30 gg dall'entrata in vigore della legge (termine ordinatorio ampiamente scaduto).

Oggetto del presente studio sono i punti b) e c) ossia la legge elettorale applicabile quando una lista del CdA è presentata e ottiene la maggioranza dei voti. Se il CdA non presenta candidature resta in vigore il sistema generale dell'art. 147-*ter* del TUF. Se la lista del CdA non ottiene la maggioranza, pure si applicano le regole generali: voto su liste bloccate, normalmente con sistema maggioritario e riserva di posti alle minoranze fissata dallo statuto; nelle simulazioni successive si assume che, in tal caso, le regole statutarie restino quelle vigenti ante legge capitali.

In presenza di una lista del CdA che risulti maggioritaria il legislatore ha scelto di definire una normativa originale, che lascia spazi limitati all'autonomia statutaria ed esprime un netto *favor* nei confronti delle liste presentate da soci (premi diretti a incrementarne la rappresentanza; referendum aggiuntivo sui candidati della sola lista del CdA; presidenza del CCR a un consigliere di minoranza).

La regolamentazione risultante è barocca (Belcredi 2024) e lascia grandi incertezze interpretative, principalmente in materia di estensione dell'autonomia statutaria (ad es. in materia di seggi spettanti alle minoranze) e di definizione di "voti espressi" (che impatta varie fasi del processo elettorale). Per un'analisi più ampia della normativa si rinvia ai lavori di Presti (2023), Stella Richter (2024) e Ventoruzzo (2024).

In sintesi, esistono forti dubbi riguardo a come potrà concretamente funzionare il sistema introdotto dalla legge capitali; secondo alcuni commentatori, la nuova normativa disincentiva e potrebbe addirittura bloccare – *tout court* – la presentazione di liste del CdA. Ciò sarebbe indesiderabile sia per ragioni di coerenza (sarebbe curioso che una legge che riconosce la legittimità di tali liste ne impedisse la presentazione in pratica) sia perché – in un numero significativo di *public companies* – la lista del CdA è di fatto una scelta obbligata, in assenza di azionisti rilevanti che possano formulare proposte alternative.

Risulta quindi utile analizzare gli impatti della nuova legge in scenari realistici, costruiti a partire dalle assemblee effettivamente tenutesi negli scorsi anni, al fine di verificare sia l'effettiva diffusione e gravità dei problemi evidenziati negli studi dei giuristi, sia l'eventuale esistenza di *unintended consequences* di una normativa assai complessa. Vengono analizzati tre aspetti: a) le caratteristiche delle liste presentate; b) il meccanismo elettorale adottato; c) l'esito in termini di voti ricevuti e seggi attribuiti alle singole liste.

L'indagine si concentra sulle assemblee dell'ultimo quadriennio in cui è stata presentata una lista del CdA. Si sono svolte simulazioni costruite su scenari alternativi, fondati su differenti ipotesi circa l'interpretazione della nuova normativa e circa il comportamento (passivo o attivo) di singole categorie di soci. Le ipotesi giuridiche e comportamentali su cui si basa l'analisi sono allineate a

interpretazioni considerate lecite in letteratura e a situazioni storicamente già verificatesi. Ovviamente, sia le une che le altre sono in qualche misura stilizzate al fine di mantenere la complessità dell'analisi entro limiti ragionevoli.

L'analisi riportata di seguito va letta con qualche accortezza. Mentre le situazioni di partenza sono quelle reali, le ipotesi sul comportamento dei singoli azionisti sono per definizione opinabili: nel prosieguo si troveranno scenari in cui si ipotizza che l'azionista X della società Y assuma un certo comportamento, presentando (o non presentando più) una lista di candidati avente certe caratteristiche e che certi altri azionisti (solo loro) modifichino (o non modifichino) le loro decisioni di voto. L'analisi condotta segue una logica "*what if*"; non si intende sostenere che l'azionista X adotterà per forza quel comportamento ma semplicemente esaminare che cosa accadrebbe se egli decidesse – razionalmente, date le circostanze – di seguire la strategia ipotizzata. Né, d'altro canto, è possibile analizzare tutti gli scenari alternativi astrattamente prospettabili. Si ritiene, tuttavia, che le simulazioni condotte portino un contributo utile al dibattito proprio perché mostrano che cosa potrebbe accadere in scenari realistici se alcuni azionisti adottano strategie al contempo accessibili e razionali.

Fine ultimo del lavoro è comprendere se la legge capitali è destinata a produrre solo modifiche marginali rispetto allo status quo ovvero se il nuovo processo elettorale può generare impatti di larga portata, spostando gli equilibri di governance in modo radicale, ad es. ribaltando le maggioranze in assemblea oppure, in modo più sottile, generando board dalla composizione variegata e poco governabili o addirittura "minoranze di blocco" in grado di esercitare un diritto di veto su decisioni strategiche fondamentali (ad es. l'entrata in – o l'uscita da – determinati settori di business) o sulla ri-presentazione di una lista del CdA nelle elezioni successive. Obiettivi complementari sono l'identificazione delle condizioni che favoriscono il verificarsi di effetti spettacolari come quelli sopra accennati e l'analisi degli effetti della nuova normativa sugli incentivi di soci e CdA.

Il lavoro è articolato come segue: il paragrafo 2 presenta la selezione del campione e la metodologia di analisi, il paragrafo 3 analizza l'esito delle assemblee recenti dove è stata presentata una lista del CdA (nel vigore delle vecchie regole), il paragrafo 4 presenta i risultati dell'analisi di simulazione vera e propria. Il paragrafo 5 deriva le implicazioni di policy e conclude.

2. Selezione del campione e metodologia

2.1. Selezione del campione

L'indagine ha per oggetto un campione di recenti assemblee di società italiane quotate dove è stata presentata una lista del CdA. Siccome l'elezione dei consiglieri ha normalmente luogo in un'unica soluzione (lo *staggered board* è virtualmente sconosciuto in Italia) e per un mandato

triennale, si sono prese in considerazione le 14 assemblee del triennio 2021-2023 (6 del 2021, 3 del 2022 e 5 del 2023) i cui verbali erano pubblicamente disponibili al momento in cui è iniziata la raccolta dati; il campione è stato poi integrato con ulteriori 4 assemblee il cui verbale è stato reso disponibile tra aprile e luglio 2024. Per 4 società sono disponibili, quindi, i verbali di due assemblee⁵; ciò arricchisce l'analisi perché – come si vedrà – le dinamiche assembleari sono state, in alcuni casi, diverse nel 2021 e nel 2024.

2.2. Metodologia

L'indagine è stata condotta in due fasi. In una prima fase si è effettuata un'analisi descrittiva al fine di restituire un quadro sintetico del fenomeno lista del CdA sotto le vecchie regole. Si sono esaminati gli statuti societari vigenti all'epoca e i verbali assembleari per ricavarne informazioni utili a comprendere:

- a) quante liste sono state presentate, di che tipo (liste lunghe o liste corte⁶) e da chi (processo di *nomination*);
- b) secondo quali regole è avvenuta la votazione (sistema maggioritario/proporzionale) e quali quote erano riservate alle minoranze in caso di sistema maggioritario (processo di *voting*);
- c) qual è stato l'esito del voto, in termini di suffragi ricevuti dalle singole liste (e, attraverso il meccanismo dei quozienti⁷, dai singoli candidati) e di posti in consiglio (seggi) ottenuti (processo di *election*).

Il risultato dell'analisi descrittiva è identificato come caso-base.

⁵ In due società (su 6) è stata presentata una lista del CdA nel 2021 ma non nel 2024. Una società (Cattolica) è stata oggetto di OPA e delisting; nell'altra (Sabaf) è mutato l'assetto di governance (tra 2021 e 2024 è cambiato in modo significativo il numero di soci rilevanti che godono di voto maggiorato). In effetti, l'assetto di governance di Sabaf rappresenta un unicum sotto vari profili: a) voto maggiorato a macchie di leopardo; b) presenza nell'azionariato della famiglia del fondatore e di fondi intervenuti in una precedente ristrutturazione del debito; c) presenza di rappresentanti dei fondi e di famiglie azioniste nella lista del CdA e, al contempo, in altre liste presentate autonomamente). Il caso è stato considerato per completezza ma non sarà oggetto di particolari analisi. Il voto maggiorato tende a rafforzare la posizione degli azionisti rilevanti; è quindi uno strumento che si pone in alternativa e quasi in contrapposizione alla lista del CdA, che rafforza invece il ruolo dell'organo amministrativo ed è adottata – non a caso – solo nelle *public* o *quasi-public companies* (con l'unica eccezione della società/anno citata).

⁶ Una lista è lunga (corta) se include un numero di candidati superiore (inferiore) al 50% dei posti in CdA. Una lista lunga mira, potenzialmente, alla presa di controllo del CdA; una lista corta mira a ottenere una rappresentanza di minoranza.

⁷ Come è noto, il riparto dei seggi tra più liste concorrenti avviene di norma attraverso il metodo dei quozienti: a ciascun candidato sono attribuiti i voti ottenuti dalla lista cui appartiene, divisi per il numero d'ordine a lui associato. Quindi, una lista che abbia ottenuto 300 voti attribuisce 300 voti al primo candidato in lista, 150 al secondo, 100 al terzo e così via. I candidati di tutte le liste concorrenti sono poi inseriti in un'unica graduatoria, in ordine decrescente di voti attribuiti. Risultano eletti i candidati ai primi posti in graduatoria fino al riempimento dei posti disponibili. Vari criteri possono essere usati per risolvere eventuali situazioni di *ex aequo*.

Nella seconda fase si è svolta un'analisi di simulazione che mostra se e come sarebbe cambiato lo svolgimento delle assemblee (sotto i tre profili di *nomination*, *voting* ed *election*) se la legge capitali fosse stata già in vigore. Ogni simulazione fa riferimento a un diverso scenario, identificato con riferimento a ipotesi alternative rispetto:

a) all'interpretazione di talune norme-chiave che regolano il processo di *voting*;

b) al comportamento degli azionisti presenti in assemblea, distinguendo tra scenari dove gli azionisti mantengono il comportamento del caso-base (comportamento passivo) e scenari dove possono modificare le loro strategie – di presentazione delle liste e di voto – tenendo conto del comportamento atteso degli altri soci e delle aspettative di successo della loro strategia (comportamento attivo).

Gli scenari identificati per l'analisi di simulazione tengono conto di vari fattori.

2.2.1. Autonomia statutaria residua

Il primo fattore di rilievo per le simulazioni riguarda l'estensione dell'autonomia statutaria riguardo all'applicazione della legge elettorale. Da un punto di vista strettamente interpretativo, il punto è se il riferimento ai “*posti di competenza delle minoranze*” di cui all'art.147-ter co.3 lett.b) (“*i componenti (...) di competenza delle minoranze sono tratti dalle altre liste secondo le seguenti modalità*”) faccia riferimento solo alla “quota riservata” determinata dallo statuto e applicabile in via generale (coerentemente con l'inciso iniziale dell'art. 147-ter.1, co. 1 (“*fermo quanto previsto all'articolo 147-ter, commi 1-ter, 3 e 4*”) ovvero faccia riferimento all'intero processo elettorale (come potrebbe intendersi dal successivo: “*i componenti (...) sono assegnati proporzionalmente ai voti ottenuti dalle liste di minoranza che hanno conseguito una percentuale di voti non inferiore al 3 per cento*”).

Nel primo caso, coerente con l'ordine del giorno approvato dalla Camera dei Deputati, anche nel vigore della legge capitali sarebbe consentita l'adozione del metodo maggioritario, che comporta l'applicazione del metodo dei quozienti al solo riparto dei posti tra le liste di minoranza (entro limiti previsti dallo statuto): tale sistema è di seguito identificato come proporzionale limitato. Nel secondo sarebbe invece imposto (quando le liste presentate da soci abbiano ricevuto oltre il 20% dei voti espressi) il sistema proporzionale puro, che comporta l'applicazione del metodo dei quozienti al riparto dei posti tra tutti i candidati.

Il dubbio su quale lettura sia preferibile ha portato a effettuare simulazioni alternative caratterizzate da una legge elettorale, rispettivamente, proporzionale pura o proporzionale limitata. La prima considerazione da fare a tale proposito è che entrambe le leggi elettorali impongono vincoli

alle società, sia a quelle il cui statuto ante legge capitali prevedeva il sistema maggioritario (quasi tutte), sia a quelle (Cellularline 2023) il cui statuto prevedeva un sistema proporzionale puro.

La seconda considerazione riguarda la quota di seggi riservata alle minoranze (cioè alle liste dei soci, dato che il sistema si applica solo quando la lista del CdA è maggioritaria) nello scenario con voto proporzionale limitato, anche al fine di contenere il numero di scenari alternativi da analizzare. Tale quota non pare poter essere inferiore al 20%, se non altro per ragioni di coerenza⁸. D'altro canto, è ragionevole ipotizzare che lo statuto non fisserà una quota troppo alta (si tratta pur sempre di società che finora hanno adottato il sistema maggioritario). Tra le possibili alternative si è ritenuto di considerare lo scenario che lascia alle minoranze 1/3 dei seggi (la quota massima che non conferisce ai soci un diritto di veto sulla presentazione della lista del CdA al rinnovo successivo). È la strategia – *market friendly* – più ragionevole per società che (come si vedrà tra poco): a) hanno adottato volontariamente quote riservate più elevate del minimo di legge e che, al contempo, b) non desiderano favorire la creazione di posizioni di blocco da parte di azionisti che detengano quote limitate di azioni.

2.2.2. Nozione di “voti espressi”

Il secondo fattore di rilievo riguarda la definizione di “voti espressi” in assemblea. Tale nozione incide almeno su due aspetti del processo elettorale:

a) anzitutto, per identificare se risultino o meno superate la soglia del 20% cui la legge capitali associa il passaggio dal sistema maggioritario a quello proporzionale e/o la soglia di sbarramento del 3%;

b) in secondo luogo, per verificare chi possa partecipare al secondo turno di votazione sui singoli candidati della lista del CdA. Sono infatti state avanzate più letture della norma che prevedono la partecipazione, alternativamente, dei soli soci che hanno votato – al primo turno – la lista del CdA, ovvero anche di altri soggetti che al primo turno hanno “espresso il loro voto” in altro modo.

La lettura più restrittiva della norma include solo coloro che hanno votato “in positivo” per una delle liste. Definizioni alternative includono nei “voti espressi” altri comportamenti riscontrabili nella prassi assembleare: anzitutto l’astensione (letta come l’espressione di un giudizio di indifferenza tra le liste sottoposte a votazione); oppure la decisione di non votare a favore di alcuna lista; o, ancora, l’espressione di un voto contrario a tutte le liste⁹. L’unica fattispecie che pare da escludere in ogni

⁸ Non sarebbe ragionevole un sistema elettorale che offre alle minoranze, se ottengono più del 20% dei voti, un numero di seggi inferiore a quello loro garantito se ottengono meno del 20% dei voti.

⁹ Nella prassi assembleare si conosce anche l’espressione di voto contrario a una o più liste accompagnata dal voto favorevole a un’altra lista. Ciò consiste, a rigor di termini, all’espressione di un doppio voto, incompatibile con il principio di uguaglianza di diritti delle azioni. Tale prassi è stata, in passato, talvolta tollerata quando concretamente ininfluenza sull’esito del voto (in termini di seggi).

caso corrisponde alla situazione di azionisti che si siano allontanati al momento del voto (generalmente identificati nei verbali come “non computati”).

Nel prosieguo sono riportati i risultati riferiti alla definizione più ampia (voti a favore di una delle liste, astenuti/non votanti e contrari a tutte le liste), che risulta poi la più restrittiva ai fini del raggiungimento delle soglie di legge. I voti contrari hanno, comunque, un peso estremamente limitato (<1%, spesso anzi <0.1% del totale) e quindi la loro inclusione/esclusione è del tutto ininfluenza¹⁰.

Un discorso a parte merita il tema astenuti/non votanti: esiste un sostanziale consenso sull’equiparazione delle due fattispecie; peraltro la scelta del loro trattamento può impattare sull’esito del voto, poiché la percentuale di astenuti è sovente non trascurabile. L’effetto pratico si verifica non tanto nel riparto dei seggi tra liste (tutte le percentuali di voto sarebbero ri-scalate su un totale diverso) ma sul raggiungimento o meno delle soglie (3%; 20%) cui la legge capitali attribuisce rilevanza¹¹. Il peso delle astensioni è limitato (5.3% in media, 1% in mediana), quindi l’importanza pratica della questione non va esagerata. Esistono però singoli casi in cui il tema diventa cruciale (in Telecom 2024 astenuti/non votanti sono pari al 47.6% dei voti in assemblea). In tali casi il punto importante non è capire come calcolare i suffragi in percentuale ma domandarsi se, come e con quali effetti gli astenuti potrebbero attivarsi presentando e votando una propria lista.

2.2.3. Comportamento degli azionisti

Il terzo fattore di rilievo è il comportamento adottato dagli azionisti al variare delle regole. Nell’analisi si è distinto tra comportamento passivo e comportamento attivo.

Per comportamento passivo si intende quello degli azionisti che non modificano il proprio comportamento al variare della legge elettorale. Per comportamento attivo, si intende invece quello di chi modifica la propria strategia rispetto al caso-base, decidendo; a) di presentare *ex novo* una propria lista di candidati oppure di ritirarla, oppure b) di votare per una lista diversa da quella che ha votato nel caso-base.

Restare passivi può essere una scelta razionale per soggetti che ritengono conveniente non modificare il proprio voto rispetto al caso-base, ad esempio perché pensano che il loro voto (o non voto) sia ininfluenza sull’esito del processo elettorale e/o giudicano i costi di transazione e informazione superiori ai benefici dell’esprimere un voto informato. Si tratta di un atteggiamento,

¹⁰ In questo senso, la definizione adottata è, nella sostanza, allineata a quella proposta da Ventrone (2024), che include astenuti e non votanti – sostanzialmente equiparati tra loro come espressione di indifferenza tra le varie liste presentate – mentre esclude i voti contrari; è invece diversa da quella proposta da Presti (2023), che include solo i voti “in positivo” a favore di una delle liste.

¹¹ Se in un’assemblea in cui sono presenti 10000 azioni si contano 2500 astensioni (mentre gli altri 7500 voti si distribuiscono tra le varie liste), la soglia di sbarramento del 3% è superata con 300 voti se si includono le astensioni e con soli 225 voti se i voti espressi sono solo quelli in positivo; analogamente, la soglia del 20% che fa scattare il sistema proporzionale è raggiunta con 2000 voti a favore delle minoranze nel primo caso e con soli 1500 voti nel secondo.

c.d. di “apatia razionale”, ben noto in letteratura (Berle e Means 1932; Shleifer e Vishny 1997), che porta in pratica molti investitori istituzionali “*to vote with management*”, salvo casi eccezionali. Lo spazio per tale fenomeno pare essersi ridotto a seguito dello sviluppo dei *proxy advisors*, che offrono un servizio *cost-effective* di analisi e raccomandazioni di voto ampiamente utilizzato dagli investitori istituzionali (Choi et al 2010, Shu 2024). In pratica, la strategia adottata è spesso “*vote with proxy*”.

L’ipotesi che gli azionisti restino passivi al variare delle regole di voto può essere realistica in alcune società/scenari e non esserlo in altre/i. La simulazione di ciò che può accadere nelle assemblee del campione se gli azionisti restano passivi è quindi solo il primo step dell’analisi.

Il secondo step consiste nel verificare se alcuni soggetti hanno incentivo a modificare il proprio comportamento (ad attivarsi) in presenza delle nuove regole. Tale incentivo pare esistere almeno in due situazioni:

- a) Anzitutto, quando una lista presentata nel caso-base ha ricevuto un numero di voti insufficiente a ottenere rappresentanza in consiglio secondo le nuove regole. L’analisi di tale caso è facilitata dalla rigidità della legge capitali, che non pare consentire la prosecuzione di clausole statutarie “storiche” che hanno garantito rappresentanza ad azionisti con caratteristiche particolari¹². Nelle simulazioni si è ipotizzato che l’elezione sia legata esclusivamente ai voti ottenuti da ciascuna lista (e quindi, indirettamente, da ciascun candidato), senza quote riservate a particolari categorie di soci.

Si è ipotizzato quindi che:

- a.1) le liste che – nel caso-base – hanno ricevuto voti insufficienti a conseguire almeno un seggio sotto le nuove regole (“liste morte”) non siano più presentate e che:
- a.2) gli azionisti che le hanno votate dirigano i loro voti su altre liste. Le ipotesi di voto adottate nei singoli casi sono presentate nell’analisi di simulazione vera e propria (e possono dare luogo a più scenari).
- b) In secondo luogo, quando esistono azionisti che non hanno presentato liste nel caso-base pur disponendo di una partecipazione (sopra il 10% del capitale) che garantisce loro un’influenza notevole sull’emittente ai sensi dell’art. 2359 C.C.. La rilevanza di tali partecipazioni (>10%) si può cogliere appieno ricordando che le liste del CdA sono state presentate solo presso *public* o *quasi-public companies*; la quota di diritti di voto detenuta

¹² È il caso, ad esempio, della clausola statutaria di Banco BPM 2022 (20.5.1. lettera (b) paragrafo 1.) che attribuisce un posto alle liste presentate da uno o più soci-dipendenti (complessivamente titolari di una quota di partecipazione pari ad almeno lo 0,12% del capitale (ex clausola 20.4.2. (iii)) che abbiano “ottenuto voti” (anche 1 voto può essere sufficiente). Oppure della clausola statutaria di Mediobanca 2023 (13.b.) che attribuisce un posto all’eventuale “lista del Mercato Istituzionale” (presentata esclusivamente da gestori di OICR), anche se dovesse arrivare quarta per numero di voti, a condizione che abbia ottenuto voti rappresentanti almeno il 2% del capitale.

dal primo azionista varia tra il 5% (in BFF Bank 2024, Prysmian 2021 e 2024 e Unicredit 2021) e il 30% (in Sabaf 2021).

Per identificare le società/assemblee in cui è plausibile che alcuni soci presentino e votino una propria lista è necessario svolgere un'analisi di simulazione caso per caso, fondata tra l'altro sulla tipologia di azionisti (pubblici vs privati, individuali vs istituzionali) e sugli assetti di governance prevalenti. Il punto è ripreso più avanti.

3. Le assemblee ante legge capitali

3.1. Aspetti generali

Il campione selezionato comprende 18 assemblee: 14 del triennio 2021-23 e 4 del 2024. La Tabella 1 riporta l'azionariato degli emittenti alla data dell'assemblea¹³.

Anzitutto, le società/anno appartenenti al campione sono tutte *public* o *quasi-public companies* caratterizzate da azionariato piuttosto disperso. I diritti di voto detenuti dal primo azionista variano dal 5.01% (in Prysmian 2021 e 2024) al 30.57% (in Sabaf 2021); in media (mediana) sono pari al 14.06% (9.95%). Ogni società ha poi (da 1 a 4) altri azionisti rilevanti, che detengono diritti di voto quasi sempre inferiori al 10%. La quota detenuta dal secondo azionista varia dal 3.07% (in Prysmian 2021) al 20.94% (in Sabaf 2021); in media (mediana) i diritti di voto detenuti dal secondo azionista sono pari al 7.60% (7.07%), ossia poco più della metà (di 2/3) di quelli del primo azionista.

Si tratta, quasi sempre, di società con modello di governance tradizionale dove la votazione riguarda l'elezione dell'intero consiglio, senza ulteriori qualificazioni. In due casi (illimity 2022 e Unicredit 2024) vige però il sistema monistico. Ciò ha conseguenze sulla meccanica del voto: le liste sono infatti divise in due sezioni, la prima composta dai candidati "ordinari", la seconda dai candidati al Comitato per il Controllo sulla Gestione (CCG) interno al consiglio; il voto è unico per l'intera lista e il riparto tra consiglieri ordinari e consiglieri membri del CCG ha luogo in modo automatico secondo regole fissate in statuto. Per poter ragionare in modo omogeneo sulle leggi elettorali delle società tradizionali e di quelle monistiche si è scelto di prendere in considerazione i soli candidati inseriti nella prima sezione della lista¹⁴.

¹³ I numeri sono tratti dai verbali di assemblea, in quanto più aggiornati del Database Consob (alimentato dalle segnalazioni di vigilanza, obbligatorie solo al passaggio di una delle soglie rilevanti ai sensi dell'art. 120 TUF). Possono verificarsi scostamenti rilevanti tra i due numeri quando si verificano acquisti o vendite di azioni senza che risulti superata la soglia di segnalazione successiva. Ad esempio, la quota detenuta da CDP alle date assembleari di Telecom Italia è pari al 9.81% ma nel database Consob essa figura pari al 5.031%.

¹⁴ Estendere l'analisi alla seconda sezione rende complesse le simulazioni e praticamente impossibile ogni ragionamento comparato. L'analisi condotta nel testo non perde di generalità. Le conclusioni qualitative dell'analisi sarebbero immutate guardando all'intero consiglio.

3.2. Il caso-base: analisi descrittiva

Le regole di voto vigenti ante legge capitali prevedono quasi sempre un sistema maggioritario con quota riservata alle minoranze. Si riscontra un'unica eccezione (Cellularline 2023) in cui l'elezione è avvenuta col sistema proporzionale puro. La quota riservata dalla legge alle minoranze è pari a un consigliere. Tale quota può essere tradotta in % per essere confrontata con quelle previste dalla legge capitali: siccome le società del campione hanno un board di numerosità variabile tra 9 e 15 consiglieri, la quota minima riservata ex lege varia da un minimo di 1/15 (6.67%) a un massimo di 1/9 (11%) del *board*. In media (mediana) si tratta dell'8.69% (9.09%) del board.

Gli statuti hanno incrementato in modo significativo la quota riservata alle minoranze, di modo che nelle assemblee del campione dove era vigente il sistema maggioritario è stato tratto da liste dei soci un numero di consiglieri più elevato del minimo di legge (quasi sempre 2 ma in alcuni casi sono 4 o 5). Statistiche generali sono riportate in Tabella 2. La quota di consiglieri effettivamente eletta dai soci varia tra 15,38% (in Unicredit 2021) e 36.36% (in UniEuro 2022): in media (mediana) i consiglieri di minoranza rappresentano il 21.8% (20%) del *board*.

Non è mai accaduto che la lista del CdA fosse l'unica in lizza. Nella grande maggioranza dei casi (15 su 18) sono state presentate 2 liste, negli altri 3 liste. In un solo caso è stata presentata una quarta lista (in Telecom 2024 – da Asati), che è stata però ritirata prima dell'assemblea, sicché la votazione è avvenuta su 3 liste. Gli azionisti di gran lunga più attivi sono gli investitori istituzionali operanti sotto l'egida di Assogestioni¹⁵:

Con riferimento al campione qui esaminato liste Assogestioni sono state presentate in 15 assemblee su 18 (83% dei casi)¹⁶. Molto meno frequente è la presentazione di liste da parte di altri soci, riscontrabile in 7 casi, pari al 39% del totale. In tre assemblee sono state presentate liste da parte di gruppi facenti capo a *family firms* (Caltagirone in Generali 2022, Delfin in Mediobanca 2023, Saleri e Bulgarelli in Sabaf 2021); in due da fondi di private equity (First Capital in Cellularline 2023, Merlyn Partners e Bluebell in Telecom 2024); in due società ex cooperative da gruppi storici di piccoli azionisti (soci-dipendenti in Banco BPM 2023, lista “dei territori” in Cattolica 2021).

Si tratta quasi sempre di liste corte che non mettono in discussione – nemmeno come eventualità – l'assetto di governance dell'emittente; tali sono sempre, per policy dichiarata, le liste Assogestioni,

¹⁵ Si tratta di SGR e altri investitori italiani ed esteri che agiscono in modo conforme ai “Principi italiani di *stewardship*” elaborati da Assogestioni; essi hanno nominato un Comitato dei Gestori, regolato da un preciso protocollo di funzionamento, che formula le candidature per gli organi sociali delle società italiane quotate; le liste così formate sono poi votate in assemblea da investitori aderenti e non aderenti all'associazione (la parte del leone è ricoperta da fondi esteri – soprattutto statunitensi).

¹⁶ Liste Assogestioni sono presentate con grande frequenza anche laddove il CdA non presenti una propria lista. Esse ottengono sovente rappresentanza in CdA (e nel Collegio sindacale): il 61% (59%) degli amministratori (sindaci) di minoranza sono tratti da liste Assogestioni (Belcredi e Bozzi 2023).

il cui scopo è eleggere consiglieri dediti a un ruolo di monitoraggio ed *engagement*. Solo in due assemblee (Generali 2022 e Telecom 2024) sono state presentate liste lunghe, rispettivamente dal gruppo Caltagirone e dai due fondi Merlyn e Bluebell, possibile sintomo di una *proxy fight* per il controllo della maggioranza dei posti in consiglio. Tale è sicuramente il primo caso (Generali) dove la lista Caltagirone ha ricevuto un ingente numero di voti, mentre nel secondo (Telecom) le liste dei due fondi di private equity hanno ricevuto percentuali di voto irrisorie (inferiori al 3% dei voti).

Un terzo caso (Mediobanca 2023) presenta notevoli analogie con il primo (Generali) (identità dei soci che hanno presentato e/o votato la lista alternativa a quella del CdA, numero di voti ottenuti) ma il socio attivo ha comunque preferito presentare una lista corta. È possibile che su tale decisione abbia influito la considerazione dei rischi (non solo autorizzativi ma di assoggettamento dell'offerente – società finanziaria – alla vigilanza bancaria) associati allo scenario in cui la lista avesse conseguito la maggioranza dei voti in assemblea.

La presenza in assemblea è piuttosto elevata: il *turnout* medio (mediano) è pari al 65% (68%) del capitale; esso varia da un minimo del 49.5% (in UniEuro 2022) a un massimo dell'80% (in Finecobank 2023). Quasi tutti gli azionisti hanno espresso la loro preferenza per l'una o l'altra lista: la quota di azioni astenute/non votanti è pari in media (mediana) al 5.3% (1%); astenuti/non votanti variano però moltissimo tra un'assemblea e l'altra (dallo 0% – in Cellularline 2023 – al 47.6% – in Telecom 2024). Solo in un'assemblea è accaduto che si astenesse un socio detentore di più del 10% dei diritti di voto (Vivendi in Telecom 2024). Il punto sarà ripreso più avanti.

Le liste presentate ottengono quasi sempre rappresentanza in consiglio, a conferma che i soci operano in modo strategico, valutando le concrete chances di ottenere almeno un seggio, prima di decidere se presentare una propria lista. Solo in un caso (Generali 2022) la lista Assogestioni è rimasta tagliata fuori dal riparto, a causa della *proxy fight* lanciata dal gruppo Caltagirone.

La lista del CdA è risultata sempre maggioritaria tranne in un caso (BFF Bank 2024), dove è stata scavalcata dalla lista Assogestioni. Si tratta di una *public company* in cui le prime tre quote (tra il 3 e il 5% ciascuna) sono detenute da OICR e il CdA non è stato in grado di far coagulare una maggioranza intorno alla propria lista. Peraltro, la presentazione di una lista Assogestioni corta (2 candidati su 9 posti) ha consentito il ripescaggio dei candidati proposti dal CdA, sicché l'esito finale è quello solito: la lista del CdA esprime la maggioranza del consiglio. L'accorgimento statutario, di frequente adozione, che prevede il ripescaggio dei candidati della lista perdente ha consentito qui e altrove di eleggere un CdA governabile e caratterizzato da unità di intenti e, al contempo, di garantire rappresentanza ad azionisti interessati non tanto a gestire l'azienda in prima persona ma a svolgere un ruolo di monitoraggio ed *engagement*.

Il numero di consiglieri espresso dalla lista del CdA è in media (mediana) pari a 8.89 (9); essi ricoprono in media (mediana) il 77% (80%) dei posti in consiglio. Il resto dei posti (23% in media, 20% in mediana) va a candidati espressi da soci. In oltre metà dei casi (11 su 18), il consiglio risultante dall'elezione vede la presenza dei rappresentanti delle sole liste del CdA e di Assogestioni. In 4 casi sono eletti solo candidati di minoranza presentati da altri soci (in due casi si tratta di gruppi familiari, negli altri di fondi di private equity). Negli ultimi 3 casi sono eletti sia candidati Assogestioni sia altri candidati.

In sintesi, pur nella diversità di situazioni riscontrabili, il regime ante legge capitali presenta varie caratteristiche comuni:

a) il sistema elettorale è tipicamente maggioritario, con una quota riservata alle minoranze intorno al 20% (più che doppia rispetto al minimo di legge);

b) la lista del CdA esprime sempre la maggioranza del consiglio; i posti di minoranza vanno prevalentemente alla lista Assogestioni;

c) in casi specifici si riscontra la presenza di rappresentanti di altri azionisti, riconducibile a due situazioni-tipo: c1) casi *legacy*, dove sono stati eletti consiglieri espressione di azionisti storici che hanno un peso assai limitato (destinati verosimilmente a scomparire post legge capitali); c2) situazioni dove è in corso o si profila all'orizzonte una *proxy fight* per il controllo del CdA. Salvo che in questi ultimi casi, l'assetto di governance dell'emittente non è sostanzialmente posto in discussione a seguito del rinnovo dell'organo amministrativo.

4. Gli impatti della legge capitali: analisi di simulazione

4.1. Comportamento passivo dei soci

L'analisi di simulazione prende le mosse dallo scenario più semplice: quello in cui, dopo l'entrata in vigore della legge capitali, i soci non modificano il proprio comportamento rispetto al caso-base.

Si tratta di uno scenario poco realistico. L'analisi del caso-base ha mostrato che i soci valutano strategicamente le opzioni a loro disposizione. Lo scenario passivo ha tuttavia un'importanza logica fondamentale perché funge da *benchmark* contro il quale i soci valutano l'efficacia di strategie alternative.

L'analisi è qui riferita a 17 assemblee perché in un caso (BFF Bank 2024) la lista del CdA è risultata di minoranza, quindi l'intero dispositivo dell'art. 147-ter.1 TUF non si applica. Tale

eventualità non è quindi un mero caso scolastico¹⁷. I risultati di questa prima simulazione sono riportati in Tabella 3.

4.1.1. Soci passivi, liste dei soci sotto il 20% dei voti

Nel caso in cui i soci restino passivi, la lista del CdA risulti maggioritaria e le liste dei soci conseguano voti < 20% (o pari a tale soglia) si applica il sistema maggioritario con quota riservata pari al 20% e riparto dei seggi di minoranza tra le prime due liste presentate da soci. Tale caso si è verificato in quasi metà delle assemblee (7 su 17, pari al 41% del totale). Le liste presentate da soci sono sempre state una o due, sicché nessuna “terza lista” è stata tagliata fuori dal riparto. In tale scenario la legge capitali porta un unico cambiamento: l’applicazione del *floor* al numero di seggi riservato alle minoranze, non inferiore al 20% del totale.

In 4 casi (Avio 2023, Finacobank 2023, Prysmian 2021 e Unicredit 2024) l’esito del voto in termini di seggi è immutato rispetto al caso-base. In un caso (Prysmian 2024) la lista Assogestioni guadagna un seggio a scapito della lista del CdA, sempre che il numero di candidati presentati permetta di coprire il posto in più (lista corta “capiente”). Negli ultimi due casi (Telecom 2021 e 2024) il numero di seggi riservato alle minoranze si riduce (da 5 a 3 e da 3 a 2, rispettivamente), a meno che la società non decida di aumentare tale numero per via statutaria (riportando la rappresentanza delle minoranze al livello ante legge capitali). La modifica dei pesi va a favore della lista CdA, a scapito della lista Assogestioni nel primo caso e di quella di un fondo di private equity (Bluebell, che risulta tagliato fuori) nel secondo.

In sintesi, nell’ipotesi che i soci detengano quote basse e restino passivi l’applicazione del *floor* ha effetti diffusi ma sostanzialmente trascurabili; la marginalità degli effetti è dovuta, principalmente, al fatto che gli statuti ante legge capitali già prevedevano una quota riservata più elevata (un *floor* statutario) rispetto al minimo legale.

4.1.2. Soci passivi, liste dei soci sopra il 20% dei voti

Nel caso in cui i soci restino passivi, la lista del CdA risulti maggioritaria e le liste dei soci conseguano voti > 20% ad esse spetta – come già osservato – un numero di seggi superiore (o, come minimo, pari) al *floor* visto nel caso precedente; il riparto dei seggi avviene tra le liste presentate da soci (anche più di due) che hanno conseguito almeno il 3% dei voti¹⁸; i voti dispersi, cioè andati a liste che hanno ricevuto meno del 3% sono riassegnati alle altre liste di minoranza.

¹⁷ In un secondo caso (Cellularline 2023) la società ha adottato il voto proporzionale puro, per cui l’esito dell’assemblea resta invariato.

¹⁸ L’art.147-ter.1 prevede regole differenziate per i casi in cui in cui le prime due liste presentate dai soci ottengano rispettivamente voti <= 20% (caso 1)) e > 20% (caso 2)). Nel caso 1) il riparto dei seggi di minoranza ha luogo tra le “predette” liste (ossia le prime due, che hanno totalizzato voti non superiori al 20% del totale) e non si applica

I soci non hanno mai presentato più di due liste di minoranza (salvo il caso Telecom 2024-Asati già commentato in precedenza); è però accaduto due volte che una lista dei soci ricevesse voti inferiori alla soglia di sbarramento: lista Assogestioni in Generali 2022 e lista soci-dipendenti in Banco BPM 2023. Nel vigore della legge capitali queste liste sarebbero destinate a non eleggere alcun consigliere (“liste morte”) e i voti da esse conseguiti (voti dispersi) sarebbero riassegnati alle altre liste presentate da soci che superano la soglia di sbarramento (rispettivamente lista Caltagirone in Generali 2022 e lista Assogestioni in Banco BPM 2023). Sotto tale profilo gli effetti della legge capitali sarebbero marginali: in ambedue i casi la riassegnazione dei voti sarebbe ininfluente sull’assegnazione dei seggi.

Le cose cambiano, però, se si considerano gli effetti sulle liste che hanno superato la soglia di sbarramento al 3%. Qui è necessario distinguere a seconda che si ritenga applicabile il sistema proporzionale puro o quello proporzionale limitato, nonché a seconda della numerosità effettiva delle liste. Si è ipotizzato che le liste corte restino tali e, in particolare, che: a) le liste Assogestioni mantengano la numerosità storica¹⁹; b) le liste presentate da altri soci diventino più lunghe seguendo il modello descritto alla nota precedente.

4.1.2.1. Sistema proporzionale limitato

Se si ipotizza che lo statuto fissi un cap alla rappresentanza delle minoranze pari a 1/3 (con arrotondamento per difetto) gli effetti sono limitati (Tabella 3). Le liste presentate da soci guadagnano (o perdono) un posto a scapito (a favore) della lista del CdA a seconda che la quota riservata post riforma sia superiore o inferiore a quella vecchia. In un solo caso (Mediobanca 2023) lo spostamento è più consistente, perché una lista (Delfin) guadagnerebbe 3 seggi, a scapito sia della lista del CdA (-2) sia della lista Assogestioni (-1)²⁰. Peraltro, il voto proporzionale limitato impedirebbe – nei fatti – una modifica sostanziale degli assetti di governance rispetto alla situazione ante riforma.

alcuna soglia di sbarramento. Nel caso 2), invece, il riparto ha luogo “*proporzionalmente ai voti ottenuti dalle liste di minoranza che hanno conseguito una percentuale di voti non inferiore al 3 percento*”; pertanto le liste che vanno a riparto sono tutte (anche più di due) quelle che hanno superato la soglia di sbarramento al 3%. La ragione di tale diversa disciplina è – francamente – poco comprensibile.

¹⁹ Abbiamo svolto anche un set di simulazioni alternative, fondato sull’ipotesi che le liste Assogestioni includano un numero di candidati superiore a quello storico ma comunque tale da qualificarle come liste corte. Se la numerosità del board da rinnovare è N, la numerosità della lista Assogestioni è stata ipotizzata pari a N/3 (con arrotondamento per difetto) nel proporzionale limitato; nel proporzionale puro è stata ipotizzata uguale a N/2 – 1 se N è pari e a N/2 arrotondato per difetto se N è dispari.

²⁰ Se Assogestioni presentasse liste più lunghe (comunque di minoranza), potrebbe ottenere un seggio in più in due emittenti (BFF Bank 2021 e Unicredit 2021) e tre seggi in più in un altro (Banco BPM 2023), di cui uno ereditato da una lista morta.

4.1.2.2. Sistema proporzionale puro

Anche nel sistema proporzionale puro gli effetti differenziali sono di solito trascurabili. Esistono però due assemblee (Generali 2022 e Mediobanca 2023) in cui l'esito cambierebbe in modo radicale, perché nell'azionariato esistono soci (Caltagirone in Generali, Delfin in Mediobanca) che detengono pacchetti relativamente robusti (intorno al 20% dei diritti di voto) e sono altresì in grado di ottenere l'appoggio di altri soci importanti (Delfin, che ha il 13.9% in Generali e – a parti invertite – Caltagirone, che ha il 13% in Mediobanca), facendo coagulare così una minoranza di blocco. Le quote di Caltagirone e Delfin sommate consentono a tali due soci – da soli – di bloccare facilmente delibere sgradite in assemblea straordinaria (eventualmente con un limitato investimento aggiuntivo).

In tali condizioni – col sistema proporzionale puro – la lista di minoranza otterrebbe consensi ben oltre il 40% (rispettivamente 43.6% e 41.7%), che si tradurrebbero in una rappresentanza (6 seggi su 13, 7 su 15) che sfiora la metà del consiglio: in occasione del prossimo rinnovo del CdA sarebbe impossibile per l'organo amministrativo presentare una propria lista senza il consenso dei consiglieri di minoranza. In questo senso si può affermare che la legge capitali ha spostato gli equilibri in maniera decisiva nei due casi indicati (e solo in quelli).

L'effetto principale dell'art.147-ter.1 del TUF è però un altro, più generale e più insidioso: la norma citata non si limita a rafforzare la posizione degli azionisti rispetto al board, ma consente: a) a investitori attivisti di creare posizioni di disturbo in CdA; b) a soci che detengono rilevanti quote minoritarie di esercitare un forte potere d'interdizione sulle decisioni aziendali e sulle candidature per i successivi rinnovi del CdA. Inoltre, essa consente, in scenari particolari ma non impossibili, la presa del controllo del CdA da parte di soggetti che non hanno conseguito la maggioranza dei voti in assemblea. Tali punti sono approfonditi nei successivi paragrafi.

4.2. Comportamento attivo dei soci

Il secondo step dell'analisi consiste nel verificare che succede quando le nuove regole incentivano alcuni azionisti a modificare il proprio comportamento. Come accennato, paiono interessanti gli effetti legati a due tipi di situazioni:

- a) le liste morte non sono più presentate;
- b) azionisti "influenti" (detentori di una partecipazione sopra il 10% del capitale) che nel caso-base avevano votato la lista del CdA o si erano astenuti, ora presentano una propria lista.

Tali ipotesi producono effetti a catena sulle decisioni degli altri soci, formalizzate nelle seguenti ulteriori ipotesi comportamentali:

- c) chi aveva votato una lista morta dirige il suo voto su altre liste; individuare quali richiede un ragionamento sulle categorie di azionisti presenti nel singolo caso concreto. Si è

ipotizzato che: c.1) i fondi di private equity votino la lista alternativa a quella del CdA; c.2) i soci che hanno votato la lista Assogestioni possano orientare i loro voti, alternativamente: c.2.1) verso la lista del CdA; c.2.2) verso la lista dei soci attivi, oppure c.2.3) in modo non coeso, dividendo i voti (50/50) tra le due liste.

- d) quando un socio influente si attiva presenta una lista lunga, entrando in competizione per la maggioranza del consiglio. A questo punto, gli azionisti rilevanti diversi da quello che si è attivato non modificano il loro voto (cioè continuano a sostenere la lista votata nel caso-base), mentre gli investitori istituzionali che hanno votato la lista del CdA (e tutti i soci che hanno votato l'eventuale lista morta presentata da Assogestioni) possono, a loro volta orientare i loro voti come al punto c).

Per svolgere le simulazioni è necessario classificare i soci che hanno votato le singole liste, distinguendo tra azionisti rilevanti (> 3% del capitale), investitori istituzionali (*asset managers* con quote < 3%) e altri azionisti (*retail* o altri soci privati detentori di blocchi di azioni < 3%)²¹.

L'analisi di simulazione con soci attivi richiede di fatto lo sviluppo di mini-casi riferiti alle assemblee interessate dai fenomeni sub a) e b) (6 in tutto). Le ipotesi adottate in ciascun mini-caso sono riportate in Tabella 4A.

La logica che presiede alla formulazione di tali ipotesi richiede un chiarimento, al fine di evitare eventuali accuse di arbitrarietà. Premessa generale è che lo studio è condotto su un numero limitato di scenari giudicati significativi. Un eventuale arricchimento dell'analisi è possibile ma – al momento – rinviato a ricerche future.

Per comprendere la logica delle simulazioni è opportuno prendere le mosse dal *driver* principale delle modifiche comportamentali ipotizzate. In tre assemblee esso consiste nella decisione di non presentare (e/o votare) liste già condannate in partenza, evitando di disperdere i propri voti. La logica di tale caso appare sufficientemente stringente. Sono possibili modelli alternativi ma pare arduo affermare che l'ipotesi sia arbitraria.

Nelle altre tre assemblee il *driver* è l'eventuale decisione di un azionista influente di presentare una lista alternativa. Già nel caso-base alcune assemblee hanno visto la presentazione di liste lunghe e l'avvio di una contesa assembleare per il controllo (*proxy fight*), pertanto anche la logica di questo caso appare stringente. Non si intende affermare che i soci influenti debbano necessariamente attivarsi ma l'ipotesi che essi si attivino appare ragionevole e anzi, come si vedrà, particolarmente interessante.

²¹ Tali analisi hanno beneficiato del prezioso supporto fornito da Sodali & Co, che qui nuovamente si ringrazia, riguardo a: a) individuazione degli *asset managers*, b) raggruppamento delle quote di OICR (sovente numerosi) facenti capo a un unico soggetto (non sempre ricavabile dal nome commerciale dei singoli fondi) e c) verifica della quota complessiva detenuta da ciascuno di essi. Gli *asset managers* che detengono quote complessive > 3% sono stati classificati come azionisti rilevanti.

In due casi su tre la lista del socio influente taglia fuori dal riparto una o più liste presentate nel caso-base, che non verrebbero più presentate; inoltre, il voto degli investitori istituzionali a favore della lista del CdA non può essere dato per scontato perché il cambiamento di scenario può indurli a schierarsi in modo compatto per uno dei due contendenti o a dividersi tra il sostegno a lista del CdA e liste alternative. Appare dunque opportuno analizzare le possibili migrazioni di voti tra una lista e l'altra.

4.2.1. Soci attivi, sistema proporzionale limitato

È uno scenario che pare poco interessante, in quanto presuppone che soci influenti si attivino, presentando una propria lista, per conseguire benefici limitati (non più di 1/3 dei seggi), comunque tali da non modificare sostanzialmente l'assetto di governance della società.

4.2.2. Soci attivi, sistema proporzionale puro

Con il sistema proporzionale puro, invece, può scatenarsi quasi sempre una *proxy fight* per il controllo. Gli esiti della simulazione, riportati in Tabella 4B, sono riconducibili a tre diversi gruppi. Il primo (Banco BPM 2023) consiste di un unico caso e ha un interesse trascurabile: l'effetto della nuova normativa è la riallocazione di pochi voti dalla lista morta dei soci-dipendenti a un'altra, senza impatti sul riparto dei seggi.

Il secondo gruppo è formato dai due casi (Generali 2022 e Mediobanca 2023) che già sono stati oggetto di contesa tra lista del CdA e lista di un socio attivo. Qui l'ipotizzato ritiro della lista Assogestioni mette in libertà i voti essa aveva conquistato. Abbiamo analizzato i tre scenari alternativi caratterizzati dalla migrazione di tali voti verso la lista del CdA o verso quella del socio attivo e dalla dispersione dei voti tra l'una e l'altra. Il riparto dei seggi tra lista CdA e lista del socio (Caltagirone/Delfin) varia di un consigliere ma la sostanza resta la stessa: la lista del CdA ottiene sempre la maggioranza dei seggi ma la lista del socio consegue una minoranza di blocco che gli attribuisce – tra l'altro – un diritto di veto alla presentazione della lista del CdA in occasione del prossimo rinnovo.

Il terzo gruppo, composto da tre assemblee (Telecom 2021 e 2024, UniEuro 2022), è il più interessante perché l'esito del voto può cambiare in modo spettacolare. La prima assemblea (Telecom 2021) ha visto convergere sulla lista del CdA il voto di tutti gli azionisti rilevanti (CDP, Vivendi e un fondo pensioni canadese) e di gran parte (86%) degli investitori istituzionali. La lista Assogestioni è stata votata da quasi tutti gli istituzionali residui. Il *driver* della simulazione è qui l'ipotesi che Vivendi, influente socio storico (detiene il 23.75% del capitale, equivalente al 40% dei voti in assemblea) in disputa con gli altri circa le strategie della società, si attivi presentando una sua lista (lunga) e dando vita a una *proxy fight* per il controllo. Tale decisione taglia fuori dal riparto la lista

Assogestioni (i cui voti sono a questo punto in libertà) e crea un dilemma (almeno) agli istituzionali che hanno votato la lista del CdA nel caso-base.

L'esito dell'assemblea dipende dall'eventuale migrazione di tali pacchetti di voti: se gli istituzionali convergono sulla lista CdA, questa conserva la maggioranza dei seggi (9 su 15); Vivendi ha però una minoranza di blocco (6 seggi pari al 40% del board) ed è in grado di bloccare sia la presentazione della lista del CdA al rinnovo successivo, sia – di fatto – eventuali operazioni che richiedano l'approvazione dell'assemblea straordinaria. Negli altri scenari (verosimilmente meno probabili) sarebbe Vivendi a conseguire la maggioranza dei voti, pertanto l'art. 147-ter.1 sarebbe disapplicato e tornerebbero in vigore le vecchie regole statutarie maggioritarie: in tale scenario Vivendi otterrebbe una forte maggioranza in consiglio (12 seggi contro i 3 della lista CdA).

La seconda assemblea (Telecom 2024) ha visto convergere sulla lista del CdA il voto di CDP e di gran parte (89.5%) degli investitori istituzionali. Le liste dei due fondi di private equity non superano la soglia di sbarramento del 3%. Il *driver* della simulazione è anche qui l'ipotesi che Vivendi si attivi presentando una sua lista (lunga). Tale decisione taglia fuori dal riparto le liste dei due fondi (i cui voti si trovano in libertà) e torna a creare un dilemma (almeno) agli istituzionali che hanno votato la lista del CdA nel caso-base.

Qui può crearsi una situazione molto particolare: se le liste dei due fondi fossero comunque presentate si attiverebbe il meccanismo di riassegnazione dei voti ex art.147-ter.1 co.3, lett.b) paragrafo 2); i voti ottenuti da tali liste sarebbero riassegnati alla lista di minoranza presentata da Vivendi che – grazie a tali voti aggiuntivi – eleggerebbe la maggioranza del CdA (5 seggi contro i 4 tratti dalla lista del CdA), pur essendo risultata la meno votata tra le due. Tale fenomeno paradossale, già stigmatizzato da Presti (2023), non è dunque un *monstrum* generato in laboratorio ma un'eventualità concreta, riscontrabile in uno scenario realistico costruito a partire da dati di un'assemblea vera.

La simulazione effettuata mostra che il *favor* del legislatore per le liste presentate da soci in contrapposizione a quella del CdA non è una soluzione equilibrata e può, anzi, generare comportamenti opportunistici e favorire anomale prese di controllo da parte di azionisti di minoranza. Peraltro, anche in assenza di tale meccanismo, il CdA risultante risulterebbe spaccato (5 a 4) e difficilmente governabile. La responsabilità di tale esito è interamente del sistema proporzionale puro.

Seguendo però fino in fondo la logica della simulazione, le liste morte dei due fondi non sarebbero presentate ed essi offrirebbero i voti alla lista alternativa a quella del CdA. In tal caso Vivendi prenderebbe la maggioranza del CdA, vincendo la contesa con maggioranze variabili a seconda dello scenario (tornerebbero applicabili le vecchie regole statutarie maggioritarie): 5 a 4 se

gli istituzionali continuano a sostenere la lista CdA, 6 a 3 se si disperdono tra le due liste, addirittura 7 a 2 se scegliessero di sostenere la lista alternativa.

Il *favor* pro soci genera esiti asimmetrici: partendo da una situazione in cui i soci che sostengono le due liste dispongono, sostanzialmente, dello stesso numero di voti, se Vivendi resta in minoranza ottiene comunque una minoranza di blocco in CdA; se vince, all'opposto, alla lista del CdA restano le briciole. Il disincentivo a presentare una lista del CdA è chiarissimo: nella fattispecie, molto meglio che si attivi direttamente un altro socio disponibile (ad es. CDP?), in modo da ripristinare una situazione simmetrica²².

A livello generale, l'esito della contesa dipende dall'orientamento di piccoli pacchetti di voti: la nuova legge può quindi favorire comportamenti opportunistici e rendite di posizione.

La terza assemblea (UniEuro 2022) ha visto convergere sulla lista del CdA i voti dell'azionista Iliad e di una parte consistente (ma inferiore ai due casi precedenti: 63%) degli investitori istituzionali. La lista Assogestioni è stata votata da quasi tutti gli istituzionali residui. Il *driver* della simulazione è, anche qui, l'ipotesi che il socio influente (Iliad che detiene il 12.5% del capitale, equivalente al 25% dei voti in assemblea), si attivi presentando una lista (lunga) e dando così vita a una *proxy fight* per il controllo²³. Tale decisione creerebbe un dilemma (almeno) ai soci che hanno votato la lista Assogestioni nel caso-base²⁴. Si sono analizzati tre scenari, caratterizzati dalla conferma del voto per la lista CdA da parte degli istituzionali che l'hanno votata nel caso-base e da tre ipotesi alternative circa il comportamento degli istituzionali che hanno votato la lista Assogestioni: a) convergenza sulla lista CdA; b) convergenza sulla lista alternativa e c) mantenimento dei voti sulla lista Assogestioni.

Gli investitori istituzionali che hanno votato nel caso-base la lista Assogestioni sarebbero qui l'ago della bilancia: se i loro voti migrassero verso la lista CdA o quella alternativa, la lista Assogestioni risulterebbe, ovviamente, tagliata fuori dal riparto ed essi avrebbero il potere di far guadagnare alla lista da essi scelta una netta maggioranza di seggi (8 a 3 se appoggiano la lista CdA, 7 a 4 se appoggiano la lista del socio attivo, 6 a 5 per la lista CdA se dividono i voti tra i due

²² Tale asimmetria si somma all'asimmetria dei termini di presentazione delle liste. Vivendi godrebbe del vantaggio di poter decidere se presentare la lista dopo che il CdA ha fatto la sua mossa. Tale problema non pare essere stato sufficientemente approfondito nella letteratura giuridica, che ha in gran parte espresso posizione favorevole all'istituzione di termini differenti per la presentazione delle liste del CdA (40 gg) e dei soci (25 gg). Negli Stati Uniti il problema è evitato grazie alla previsione di un obbligo a carico dei soci di segnalare l'intenzione di presentare una lista con anticipo rispetto all'effettivo termine di presentazione della lista da parte del CdA.

²³ A conferma del realismo degli scenari ipotizzati, mentre scriviamo (circa due anni dopo l'assemblea qui commentata) il gruppo francese FNAC-Darty ha lanciato un'OPA totalitaria sulla società. Il gruppo Iliad e l'azionista rilevante Amundi (8.4% del capitale) avranno verosimilmente un ruolo cruciale riguardo all'esito dell'OPA.

²⁴ Il caso in esame è particolarmente complesso perché oltre alla presenza di un azionista influente (Iliad) si riscontra la dispersione dei voti degli investitori istituzionali (che votano due liste diverse) e la presenza di due investitori rilevanti (la famiglia Silvestrini, erede del fondatore, e Amundi, azionista rilevante della stessa nazionalità dell'azionista influente) la cui interazione può generare numerosi scenari alternativi. Coerentemente con l'impostazione fin qui seguita, si è scelto di limitarsi allo scenario più semplice.

contendenti). Se invece restano fermi sulle loro posizioni, continuando ad appoggiare la lista Assogestioni, l'elezione genererebbe un CdA spaccato e poco governabile: 4 seggi alla lista CdA, 3 alla lista del socio attivo e 4 alla lista Assogestioni; i consiglieri Assogestioni avrebbero un peso decisivo nelle decisioni *day-by-day*, e sarebbe per loro difficile limitarsi al ruolo di monitoraggio loro proprio.

CdA spaccati si sono già manifestati in passato in Italia, con gruppi di soci pattisti a disputarsi il controllo del board di una società quotata eletto col sistema proporzionale (Belcredi et al 2013)²⁵; si tratta di un esito chiaramente subottimale per la società in quanto il CdA può risultare facilmente paralizzato.

In sintesi, l'ipotesi che i soci possano assumere un atteggiamento attivo, modificando le proprie strategie a seconda delle singole situazioni, non porta conseguenze di rilievo se si applica il sistema proporzionale limitato. All'opposto, col proporzionale puro possono sovente verificarsi effetti clamorosi: ribaltamento degli esiti assembleari connesso a maggioranze casuali, anche grazie al comportamento opportunistico di soci attivisti detentori di piccoli ma decisivi pacchetti di voti; possibile instabilità di tali maggioranze; CdA terreno di battaglia tra soci e quindi ingovernabili, solo per dirne alcuni.

Al di là dell'esito di singole contese, influenzato in maniera decisiva a seconda dell'interpretazione della legge, dall'analisi svolta emergono due aspetti particolarmente problematici.

Anzitutto, nelle *public* o *quasi-public companies* dove è presentata la lista del CdA l'impatto dell'art.147-ter.1 TUF sugli assetti di governance e sulla stabilità del controllo non pare una conseguenza occasionale e rara ma sistematica e frequente dell'eventuale imposizione del sistema elettorale proporzionale puro che, non a caso, era evitato accuratamente dalla stragrande maggioranza delle società nel sistema previgente.

In secondo luogo, il sistema crea un forte incentivo a costruire pacchetti azionari rilevanti, al fine di sfruttare il potere che essi conferiscono quando l'assetto azionario è frazionato. Data la misura del *turnout* in assemblea (65% in media), possono bastare posizioni ampiamente inferiori a 1/3 del capitale (33.33% x 65% = 21.67%) per generare – di fatto – minoranze di blocco.

4.2.3. La costruzione di blocchi di disturbo

Si è ritenuto opportuno approfondire il tema delle liste di disturbo. L'incentivo a crearle è chiaro ma la loro costruzione richiede costi non indifferenti, che possono peraltro ridursi in misura molto

²⁵ Esito raro in passato per la prevalenza di sistemi elettorali maggioritari ma destinato a trarre nuova linfa dalla legge capitali se l'interpretazione della norma-chiave dovesse favorire lo sviluppo del proporzionale puro.

significativa se l'azionista attivo non acquista ma prende a prestito le azioni necessarie a presentare e votare una sua lista. Si sono ipotizzati due scenari alternativi:

- a) nel primo, un investitore esterno (*newcomer*) acquista – in autonomia – le azioni necessarie (ai sensi di legge e di statuto) per presentare una propria lista ed eleggere un consigliere;
- b) nel secondo, l'investitore acquista le azioni necessarie a eleggere un numero di consiglieri $> 1/3$ del *board*.

In un caso come nell'altro si è ipotizzato che l'acquisto delle azioni avvenga al prezzo di chiusura della *record date*. Obiettivo della simulazione, ovviamente, non è calcolare con precisione i costi effettivi di tali strategie ma solo individuarne l'ordine di grandezza. Per tenere sotto controllo la complessità delle simulazioni si è scelto di fare riferimento allo scenario con soci "passivi".

4.2.3.1.L'elezione di un consigliere

Consideriamo anzitutto la strategia diretta a eleggere un consigliere. È necessario distinguere a seconda che le liste presentate da soci ottengano suffragi maggiori (ovvero minori o uguali) al 20% dei voti espressi (Tabella 5). Nel primo caso il *newcomer* deve conseguire voti sufficienti per entrare nel riparto, scalzando l'ultimo candidato di minoranza (quasi sempre – tranne che in Telecom 2024 – tratto dalla lista Assogestioni).

In tre casi (Fincobank 2023, Prysmian 2021 e Unicredit 2024) la lista Assogestioni è incapiente, ossia insufficiente a coprire tutti i posti riservati alle liste soci. All'eventuale *newcomer* basterebbe allora, in teoria, acquistare il numero minimo di azioni (art. 147-ter, co. 1 TUF e artt. 144-ter e segg. Regolamento Emittenti) necessario per presentare una lista. Basta però che Assogestioni aumenti marginalmente la numerosità della lista (facendola diventare capiente) e il costo di un seggio in consiglio aumenterebbe in modo molto forte (da 1.7 a 2.8 volte).

Se i soci esistenti presentano liste capienti, per ottenere un posto in CdA il *newcomer* dovrebbe acquistare una quota mediamente pari al 2.24% del capitale; in realtà compresa tra lo 0.61% (Telecom 2024) e il 3.36% del capitale (Fincobank 2023). Il costo della strategia, nelle ipotesi poste, è compreso tra 7 milioni (Avio 2023) e 1.15 miliardi di Euro (Unicredit 2024).

L'acquisto di un posto in consiglio è dunque spesso molto costoso ma non mancano situazioni in cui esso è accessibile con un investimento limitato (per tutti valga l'esempio Telecom 2024: 21 milioni di Euro). Il punto non è però ottenere un posto ma costruire un pacchetto di voti che sia appetibile e possibilmente decisivo nel caso tutt'altro che improbabile di contese per il controllo.

Anche nel secondo scenario (liste dei soci $> 20\%$) il *newcomer* deve ottenere voti sufficienti per entrare nel riparto; cambiano però le soglie di riferimento. Per ottenere un seggio deve riuscire a scalzare l'ultimo candidato di minoranza o, se le altre liste fossero incapienti, superare la soglia di

sbarramento del 3%. Ipotizzando che viga il sistema proporzionale puro²⁶, per ottenere un seggio sarebbe necessaria una quota variabile tra il 3.52% (UniEuro 2022) e il 7.14% del capitale (Sabaf 2021) (in media il 5% del capitale). Il costo della strategia varia tra 4 milioni (in Cellularline 2023) e 1.57 miliardi di Euro (in Generali 2022).

4.2.3.2. La costituzione di una minoranza di blocco

Consideriamo ora la strategia diretta a costituire una minoranza di blocco. Il *newcomer* dovrebbe costruire un pacchetto che gli consenta di eleggere oltre 1/3 del consiglio, da solo o con l'eventuale appoggio di altri azionisti rilevanti. La simulazione è dunque eseguita sotto le regole applicabili quando le liste presentate da soci ottengano suffragi maggiori del 20% dei voti espressi e col proporzionale puro (Tabella 6).

In 4 casi (Generali 2023, Cellularline 2023, Mediobanca 2023 e Telecom 2024) una minoranza di blocco esiste già; negli altri, la sua costruzione richiederebbe la costosa costituzione di un pacchetto molto robusto (salvo che in due casi – Avio 2023 e UniEuro 2022 – il costo sarebbe sempre superiore a 100 milioni di Euro; in 7 casi sarebbe superiore a 1 miliardo di Euro (fino a un massimo di 18,87 miliardi di Euro – in Unicredit 2024). Gli esiti della simulazione dipendono però in modo decisivo dalle ipotesi sul comportamento degli azionisti esistenti. Se si assume che il socio che si attiva non sia un *newcomer* ma un soggetto già presente nel capitale per quote rilevanti, costruire una posizione di blocco può avere un costo molto inferiore.

In sintesi, l'art. 147-ter.1 del TUF incentiva la formazione di blocchi (e la presentazione di liste) di disturbo, soprattutto se la legge dovesse imporre il sistema proporzionale puro. L'incentivo trova un limite nel costo connesso alla costituzione di pacchetti rilevanti, tali da poter incidere sugli assetti di governance. In varie società e scenari è plausibile che tale costo sia relativamente contenuto e, quindi, che le nuove regole facilitino dispute per il controllo.

Va sottolineato il ruolo esercitato dalla presenza delle liste Assogestioni. Esse mirano a eleggere consiglieri dediti a un ruolo di monitoraggio ed *engagement* e non a favorire contese per il controllo. La loro mera esistenza, quando accompagnata dal favore degli investitori istituzionali (italiani ed esteri, aderenti e non aderenti all'associazione), aumenta in modo significativo i costi di accumulo di pacchetti di disturbo e riduce la probabilità di contese giocate sul filo di pochi voti. Il ruolo attivo del mercato, insomma, induce – tendenzialmente – eventuali contendenti a uscire allo scoperto con proposte alternative chiare, disincentivando giochi d'azzardo costruiti su piccoli pacchetti di voti "all'asta".

²⁶ Col sistema proporzionale limitato l'incentivo ad attivarsi è minore (il seggio ottenuto avrebbe scarsa rilevanza pratica).

4.3. Il secondo turno

L'ultimo punto dell'analisi riguarda lo svolgimento del secondo turno di voto quando la lista del CdA (come fin qui accaduto sempre tranne che in un caso – BFF 2024) risulta maggioritaria. La nuova normativa impone in tal caso un referendum con voto individuale (sì/no) sui singoli candidati della lista del CdA, senza quorum minimo (*plurality voting*); i candidati devono essere in numero pari al numero di componenti da eleggere, maggiorato di 1/3.

Anche qui, molti sono i problemi già evidenziati nella letteratura giuridica, dal diverso trattamento delle liste (perché il secondo turno è previsto solo per la lista del CdA e non anche per le liste dei soci?) all'impossibilità di garantire una composizione del CdA che rispetti particolari requisiti di composizione (di genere e/o di *fit & proper*) se singoli candidati possono cadere al secondo turno, fino alla difficoltà di costruire liste ridondanti in cui una buona parte dei candidati avrebbero ben poche chances di risultare eletti.

Qui ci si concentra su un aspetto cruciale della normativa, che riguarda l'identificazione degli azionisti legittimati al voto e dipende, una volta di più, da un problema di interpretazione dell'art.147-ter.1 (stavolta il problema riguarda il co. 3, lett. a)). Testualmente, la norma affida la seconda votazione all'"assemblea", quindi tutti gli azionisti sarebbero legittimati a votare. In letteratura sono stati, peraltro, avanzati seri dubbi riguardanti la coerenza sistematica e addirittura la costituzionalità di tale interpretazione e vari Autori ritengono preferibile una lettura più restrittiva, per cui legittimati al secondo voto sarebbero solo gli azionisti che hanno votato la lista del CdA al primo turno. Coerentemente con l'impostazione fin qui seguita, analizziamo gli esiti della votazione in scenari alternativi per mostrare gli effetti delle varie possibili letture della norma.

Dove è risultata maggioritaria, la lista del CdA ha conseguito solitamente una maggioranza ampia (in media il 71.6% dei voti espressi; variabile tra il 49% e il 95% in Telecom, rispettivamente 2024 e 2021). Ciononostante, il secondo turno ha impatti potenzialmente rilevanti sul processo di elezione dei consiglieri e, quindi, sugli assetti di governance.

Due sono gli aspetti su cui si concentra l'analisi. Anzitutto, le tecnicità del voto, per due ragioni: a) anzitutto, il *plurality voting*, associato all'obbligo di presentare una lista del CdA ridondante, costringe gli azionisti a votare in modo strategico al secondo turno (sostenendo solo alcuni dei candidati in lista e abbandonando gli altri), onde evitare di attribuire un potere sproporzionato agli altri soci; b) in secondo luogo, l'ampliamento/riduzione dei legittimati al voto (vota l'assemblea vs. vota solo chi ha sostenuto la lista del CdA) può generare esiti molto diversi.

Il secondo aspetto degno di nota è il fatto che il secondo turno potenzia il ruolo degli investitori istituzionali che, in alcuni scenari, possono diventare decisivi per l'elezione di singoli candidati.

4.3.1. Secondo turno: votano solo i sostenitori della lista del CdA

Nel primo scenario si assume che sia legittimato a votare al secondo turno solo chi ha votato la lista del CdA. Qui può sembrare che la seconda votazione sia pleonastica: pare verosimile, infatti, che i sostenitori della lista lo siano anche dei singoli candidati. In realtà la situazione è più complessa. In primo luogo, si tratta di scegliere i consiglieri tra un numero di candidati ridondante: non è quindi scontato (e, come si vedrà tra poco, nemmeno ragionevole) che gli azionisti votino in modo indifferenziato a favore di tutti i candidati. In secondo luogo, mentre è verosimile che il consenso sulla lista si traduca in consenso sui candidati per le posizioni-chiave (Presidente, Amministratore Delegato) che – in un certo senso – caratterizzano la lista, non altrettanto può dirsi per gli altri candidati.

Nel vigore della nuova legge assumeranno un ruolo importante i *proxy advisors*, che hanno dimostrato di poter influenzare in misura sensibile gli orientamenti di voto degli investitori istituzionali, soprattutto esteri. I *proxy advisors* non si limiteranno a esprimere raccomandazioni di voto per l'una o l'altra lista ma seguiranno le loro *guidelines* generali e quindi formuleranno raccomandazioni *for/against* ciascun singolo candidato di ogni lista. È verosimile che qualche candidato sia oggetto di raccomandazione negativa, ad esempio perché non qualificabile come indipendente ai sensi del Codice di Corporate Governance²⁷ oppure perché oggetto di critiche specifiche²⁸.

È dunque interessante osservare l'esito del secondo turno nell'ipotesi che qualche candidato risulti poco gradito agli investitori istituzionali (e/o ai *proxy advisors*): nel prosieguo si ipotizza che il candidato sgradito sia uno solo ma le conclusioni sono facilmente generalizzabili.

Le ipotesi sottostanti alla simulazione sono piuttosto tecniche e variabili secondo la numerosità del board: per facilitare la lettura le descriviamo qui con riferimento a un caso semplice, in cui: a) deve essere eletto un board da 9 consiglieri; b) la lista del CdA, composta da $9 \times 4/3 = 12$ candidati, è risultata maggioritaria; c) il voto del primo turno ha stabilito che alla lista del CdA spettano 6 posti.

In tale scenario si ipotizza che: d) gli azionisti rilevanti (+ gli "altri"²⁹) che hanno sostenuto la lista del CdA concentrino i loro voti al secondo turno sui primi 6 candidati in lista, abbandonando gli altri 6 candidati "di riserva". Tale ipotesi, di importanza cruciale per l'esito del voto, è razionale e

²⁷ Almeno nella lettura tipica che i *proxy advisors* danno dei codici di autodisciplina per cui – ad esempio – i parametri suggeriti per valutare l'indipendenza su base *comply-or-explain* si tramutano, di fatto, in veri e propri requisiti, il cui venir meno travolge automaticamente la qualifica e può indurre una raccomandazione negativa. In tale ottica, ad esempio, per i *proxy advisors* il limite dei 9 anni di carica diventa un limite invalicabile per la qualifica di consigliere indipendente.

²⁸ Ad esempio, perché oggetto di indagini da parte della magistratura e/o coinvolto in scandali finanziari o perché manager che ha gestito operazioni criticate dagli investitori oppure, in ipotesi meno drammatiche, perché ha votato a favore o contro determinate operazioni nella società o in altri emittenti presso cui abbia servito in passato.

²⁹ Ossia quelli diversi dai soci rilevanti e dagli investitori istituzionali.

coerente con la prassi ante legge capitali. Sostanzialmente, la posizione in lista segnala l'ordine di importanza dei candidati a giudizio del board uscente³⁰; gli azionisti rilevanti favorevoli alla lista, concentrando i voti sui candidati ai primi posti, evitano di disperdere i voti e di lasciare agli altri azionisti un peso decisivo in ogni elezione, come accadrebbe se essi votassero ingenuamente a favore di tutti i candidati in lista³¹.

In tale situazione, se gli istituzionali (che hanno votato al primo turno la lista CdA) votano compatti per i primi 6 candidati in lista, questi risulteranno eletti all'unanimità. Se però gli istituzionali votano contro uno o più candidati (“*withhold their vote*”), magari oggetto di raccomandazione negativa da parte dei *proxy advisors*, l'esito può tornare in discussione (Tabella 7).

In 7 casi (su 16) gli investitori istituzionali avrebbero un peso sufficiente a far cadere uno (o più) dei primi candidati in lista, a patto che essi sostengano in modo compatto almeno un candidato alternativo. Nel campione esaminato, a tal fine è necessario che una netta maggioranza (in media il 67%) degli investitori istituzionali assuma una posizione critica verso un candidato (e a favore di un altro): nei singoli casi si va da un minimo del 61% (Prysmian 2021 e Unicredit 2024) a un massimo del 90% (Mediobanca 2023). Nei restanti 9 casi, gli istituzionali non sono in grado di ribaltare il voto, nemmeno nell'ipotesi estrema in cui votassero tutti contro un eventuale candidato sgradito.

La probabilità di caduta di un candidato è proporzionale alla quota di azioni posseduta dagli istituzionali in rapporto a quella detenuta dagli azionisti rilevanti (+ altri). L'assunzione di un potere di interdizione nei confronti di singoli candidati è verosimilmente gradita agli investitori istituzionali e tende a favorire lo sviluppo di un processo trasparente, aperto al dialogo con il mercato, di nomina dei candidati della lista del CdA, soprattutto quando l'esito sia concretamente in bilico. Tale fatto non è necessariamente gradito, invece, agli azionisti rilevanti. È possibile che ciò abbia un impatto sulla probabilità di presentazione della lista del CdA e di adozione della clausola statutaria che la autorizza.

³⁰ Questa è la prassi prevalente, soprattutto quando non è chiaro il numero di candidati cui può concretamente ambire la singola lista. Quando l'esito del voto è prevedibile con una certa sicurezza è accaduto con una certa frequenza che l'ordine in lista riflettesse, almeno per i candidati non destinati ad assumere cariche, l'ordine alfabetico. È presumibile che tale prassi sia abbandonata in futuro salvo, eventualmente, per i candidati “sicuri” (nell'ipotesi formulata nel testo, i primi 6 in lista).

³¹ Per comprendere il punto basta un esempio molto semplice: se gli azionisti rilevanti votassero (con 1000 voti) tutti e 12 i candidati presentati nella lista del CdA e un singolo investitore che detiene 1 azione trattenesse il voto rispetto a uno dei candidati, questo risulterebbe non eletto (pur avendo ricevuto 999 voti), in quanto superato (di 1 voto!) da tutti gli altri. Questo aspetto paradossale è frutto del combinato disposto del *plurality voting* e dell'obbligo di lista del CdA ridondante imposti dalla legge capitali. In tale contesto è imperativo per gli azionisti votare in modo strategico al secondo turno, abbandonando i candidati giudicati sacrificabili.

4.3.2. Secondo turno: votano tutti gli azionisti

Nel secondo scenario si assume che siano legittimati a votare al secondo turno tutti gli azionisti presenti in assemblea (comunque abbiano votato al primo turno, inclusi astenuti, non votanti e contrari a tutte le liste).

Consideriamo inoltre l'ipotesi che gli azionisti influenti siano attivi, abbiano presentato liste alternative al primo turno e siano quindi particolarmente interessati all'esito del secondo turno per guadagnare tutta l'influenza possibile sul consiglio rinnovato: ad esempio, potrebbero essere interessati a far cadere il candidato AD, perché hanno contribuito a eleggere – al primo turno – un altro manager in grado di ricoprire la stessa posizione; oppure a facilitare la promozione dei candidati in fondo alla lista del CdA (a scapito di quelli che occupano le prime posizioni), che si troverebbero così a dovere la loro elezione agli azionisti attivi e potrebbero rivelarsi, una volta eletti, più sensibili alle istanze degli azionisti di minoranza.

Riguardo agli azionisti che hanno votato la lista del CdA al primo turno si mantengono le ipotesi viste al paragrafo precedente³². Qui è necessario formulare ipotesi di comportamento esplicite per gli azionisti che non hanno votato la lista del CdA e che potrebbero tuttavia votare al secondo turno, influenzando così la scelta dei candidati tratti da tale lista³³. Si assume che tra tali soci: a) gli azionisti rilevanti (+ altri) assumano una posizione di aperto dissenso, votando contro i candidati ai primi posti nella lista del CdA e a favore degli altri, in modo da rendere più probabile la caduta dei primi e l'elezione dei secondi; b) gli investitori istituzionali adottino il medesimo comportamento dei loro omologhi che hanno votato la lista del CdA al primo turno.

Pertanto i primi candidati in lista avrebbero il sostegno (riceverebbero il voto contrario) degli azionisti rilevanti + altri che hanno votato la lista del CdA (votato in altro modo) al primo turno. In tale scenario diventa importante verificare se gli investitori istituzionali critici verso un determinato candidato possono farlo cadere, sommando il loro voto contrario a quello degli azionisti che non hanno votato la lista del CdA. Tornando al semplice esempio descritto in precedenza: a) board da 9 consiglieri; b) lista del CdA (12 candidati) maggioritaria; c) alla lista del CdA spettano 6 posti; d) gli azionisti rilevanti + altri che hanno sostenuto la lista del CdA (votato in altro modo) concentrano i loro voti al secondo turno sui primi (sui secondi) 6 candidati in lista; e) gli investitori istituzionali votano a favore di 11 candidati (tutti tranne quello in discussione).

³² Lista del CdA maggioritaria; gli azionisti rilevanti (+ altri) che hanno sostenuto la lista del CdA concentrano i loro voti sui primi candidati in lista; uno solo di tali candidati è criticato dagli investitori istituzionali.

³³ Il secondo turno non è previsto sui candidati delle altre liste. Questa ennesima asimmetria della norma rappresenta uno dei punti più criticati dell'intera legge capitali perché, se prevalesse l'interpretazione oggetto di analisi in questo paragrafo, si avrebbe un sistema in cui chi vota liste diverse dalla lista del CdA ha poi voce in capitolo sulla scelta dei singoli candidati tratti da tale lista, ma non viceversa. Ciò violerebbe il principio della parità di trattamento degli azionisti.

Numero e percentuale di voti critici verso un singolo candidato necessari alla sua caduta sono inferiori rispetto allo scenario esaminato nel precedente paragrafo dato che gli istituzionali potrebbero contare – strumentalmente – sull’ulteriore leva rappresentata dagli azionisti che non hanno sostenuto la lista del CdA al primo turno. Il ruolo degli investitori istituzionali risulterebbe ulteriormente potenziato. Le simulazioni effettuate confermano tali attese: i casi in cui gli investitori istituzionali avrebbero un peso sufficiente a far cadere uno (o più) dei primi candidati in lista salgono da 7 (nello scenario del precedente paragrafo) a 11 (su 16). In parallelo, la percentuale di investitori istituzionali che deve assumere una posizione critica per far cadere un candidato scende nettamente dal 67% al 55% in media: nei singoli casi si va da un minimo del 26% (Mediobanca 2023) a un massimo del 76.5% (Banco BPM 2023)³⁴.

In sintesi, al secondo turno gli azionisti devono votare in modo strategico. In un numero molto significativo di casi, gli investitori istituzionali (e i proxy advisors) diventano decisivi per l’esito del voto. Un voto negativo da parte di una maggioranza (variabile) degli istituzionali può far cadere uno o più candidati della lista del CdA. Il ruolo degli istituzionali è fortemente potenziato nello scenario in cui sono legittimati a votare al secondo turno anche coloro che non hanno votato la lista del CdA al primo turno. Tale effetto è limitato ai casi in cui la lista del CdA risulta maggioritaria. È plausibile che, come già osservato, tale sistema faciliti trasparenza ed *engagement* riguardo alla lista del CdA ma possa retroagire sulla propensione delle singole società ad adottare tale strumento per la presentazione delle candidature in occasione del rinnovo del board.

5. Conclusioni

Questo lavoro ha analizzato gli impatti dell’art. 147-ter.1 TUF, introdotto dalla legge capitali, sulle 18 assemblee del periodo 2021-2024 in cui è stata presentata una lista del CdA. Storicamente, tale lista è stata presentata in *public* o *quasi-public companies*, è risultata quasi sempre vincente e i candidati da essa proposti hanno ottenuto una netta maggioranza dei posti in consiglio; alle altre liste (in netta maggioranza presentate da Assogestioni) è andato un numero di posti limitato, ma comunque circa doppio rispetto al minimo di legge, grazie all’approccio *market-friendly* riflesso negli statuti societari.

³⁴ Per completezza, abbiamo ripetuto le simulazioni in due dei tre casi in cui – in precedenza – abbiamo ipotizzato l’attivazione di un azionista influente, assumendo che egli voti contro i primi candidati in lista (non è stato necessario ripetere la simulazione in Telecom 2024, dove Vivendi si era astenuta sull’elezione del CdA: in tal caso la lista del CdA andrebbe in minoranza e non avrebbe luogo il secondo turno). In ambedue i casi, gli istituzionali assumono un ruolo decisivo sull’esito del voto (il totale dei casi dove avrebbero un peso sufficiente a far cadere uno (o più) dei primi candidati in lista sale quindi a 13 (su 16). La percentuale dei voti degli istituzionali necessaria a tal fine sarebbe pari al 27% in un caso (Telecom 2021) e addirittura allo 0.3% nell’altro (UniEuro 2022).

L'impatto della norma esaminata è stato indagato attraverso una serie di simulazioni aventi a oggetto le regole applicabili (secondo varie possibili interpretazioni) e l'atteggiamento (passivo vs attivo) degli azionisti rilevanti. L'esito delle votazioni dipende in misura cruciale dalla soluzione che potrà essere data a due dubbi interpretativi riguardanti: a) numero di posti di competenza delle minoranze e b) funzionamento del secondo turno quando la lista del CdA risulta maggioritaria (in particolare, gli azionisti legittimati a votare in tal caso).

Se si ammette che le società possano conservare libertà statutaria nell'individuare i posti spettanti alle minoranze, gli impatti sul riparto dei posti tra liste sono contenuti. Dove i voti conseguiti dalle liste dei soci sono inferiori o pari al 20%, la variazione rispetto allo status quo è addirittura trascurabile; dove sono superiori al 20%, se si ammette la fissazione di un cap ragionevole ai posti di minoranza, le modifiche degli assetti di governance sarebbero comunque minime.

Se si ipotizza invece che la legge imponga il metodo proporzionale puro nel riparto di tutti i posti in consiglio, si apre un vero e proprio vaso di Pandora. Gli scenari da analizzare si moltiplicano ed emerge con chiarezza che azionisti di minoranza detentori di quote non elevate di capitale possono sovente ottenere una forte rappresentanza in consiglio, tale da generare, in alcuni casi, CdA scarsamente governabili.

Se si ipotizza che gli azionisti assumano un atteggiamento passivo, le uniche assemblee impattate in modo significativo sarebbero le due ampiamente citate nel dibattito sulla stampa negli ultimi mesi: Generali e Mediobanca. Nessun'altra società sarebbe impattata nello scenario in esame. Questo lavoro conferma l'opportunità di una riflessione su una legge che pare impattare solo due società, tra loro legate, e oggetto di pressione da parte degli stessi azionisti (seppure a ruoli invertiti – tra chi propone la lista e chi si limita a votarla – nei due casi).

Se però si alza lo sguardo ricercando una visione più ampia, si osserva che l'impatto della legge va ben al di là dei due casi citati. Basta ipotizzare che gli azionisti – come è logico – ragionino strategicamente e si vede subito che l'art. 147-ter.1 TUF crea notevoli opportunità di attivismo a soci rilevanti già presenti nell'azionariato. In sintesi, essi possono cogliere l'occasione offerta dalle nuove regole per acquisire una posizione forte all'interno del consiglio; in casi particolari, essi possono addirittura ribaltare l'esito della votazione e conquistare la maggioranza dei seggi. L'esempio più spettacolare è l'assemblea 2024 di Telecom Italia, in cui l'azionista Vivendi – se le nuove regole fossero state già in vigore – avrebbe potuto ottenere la maggioranza dei seggi, con conseguenze facilmente immaginabili per i progetti di ristrutturazione e di cessione della rete. Non si tratta, peraltro, di un caso isolato.

Al di là delle conseguenze su singoli casi, la lettura massimalista secondo cui il riparto di tutti i seggi in consiglio dovrebbe avvenire con il sistema proporzionale puro genera un incentivo a creare posizioni di disturbo e a sfruttare rendite di posizione. Il costo di strategie dirette a influire per tale via sugli assetti di governance è (fortunatamente?) alto ma esistono situazioni in cui con poche decine di milioni di Euro si può ottenere una posizione di grande forza. Ciò è ancora più facile quando esiste già un soggetto dotato di influenza notevole sulla società.

In tali casi, l'esito dell'assemblea può dipendere da una manciata di voti detenuti da soggetti interessati solo al profitto di breve termine. A ciò si aggiunga che gli incentivi degli azionisti sono distorti dall'asimmetria delle regole di voto: il voto proporzionale si applica, infatti, solo se la lista del CdA è maggioritaria; pertanto, eventuali soci influenti hanno un incentivo ad attivarsi comunque perché, se vincono, conseguono una forte maggioranza dei seggi (si applicherebbe il sistema maggioritario prevalente) mentre, se perdono, hanno la garanzia di ottenere una forte rappresentanza grazie alla legge capitali.

L'analisi svolta consiglia una presa di posizione esplicita del governo per chiarire l'interpretazione della norma riguardo al numero di seggi spettante alle minoranze. Ciò, anzitutto, per evitare che una norma diretta ad autorizzare la lista del CdA finisca concretamente per inibirne la presentazione a causa delle incertezze connesse e di risultare non attrattiva per le società, che potrebbero – in risposta – fare rinnovato ricorso al trasferimento della sede sociale all'estero (ad es. in Olanda: Belcredi et al 2023), in cerca di una normativa più chiara e dagli esiti meno paradossali. In tale ambito, la soluzione suggerita dall'OdG della Camera dei Deputati (autonomia statutaria) appare prudente e consente di evitare gli effetti negativi messi in luce nell'analisi di simulazione.

Il secondo punto cruciale è l'introduzione del secondo turno (nonché l'individuazione dei soci legittimati a votare) quando la lista del CdA risulta maggioritaria. La votazione al secondo turno ha luogo con modalità particolari, che influenzano direttamente l'esito dell'elezione: a) forma referendaria senza quorum minimo (*plurality voting*); b) numero di candidati ridondante rispetto ai posti da coprire. In tale contesto, tutti gli azionisti devono ragionare in modo strategico, scegliendo certi candidati nella lista del CdA e abbandonando gli altri, onde evitare di sprecare il loro voto.

L'analisi mostra chiaramente che al secondo turno gli investitori istituzionali (e i *proxy advisors*) vedono accresciuto il loro ruolo che può, anzi, non di rado risultare decisivo per l'elezione di un candidato. Il ruolo degli istituzionali è ulteriormente potenziato se si assume che al secondo turno siano legittimati al voto tutti gli azionisti (non quindi solo quelli che hanno sostenuto la lista

del CdA al primo turno). Tale effetto è destinato ad essere visto con favore – verosimilmente – da istituzionali e *proxy advisors*, anche se non necessariamente da parte degli emittenti.

In base all'analisi svolta, il giudizio circa l'opportunità del secondo turno di votazione risulta assai più sfumato rispetto al tema della legge elettorale applicabile al primo turno: certamente si tratta di una norma che, pur se non necessariamente gradita alle società, aumenta l'attrattività del mercato dei capitali italiano per gli investitori, anche esteri. Le società, d'altro canto, avrebbero comunque la possibilità di chiamarsi fuori, non presentando la lista del CdA se l'attribuzione di un ruolo potenziato agli investitori fosse ritenuta inaccettabile.

Il sistema di votazione proposto al secondo turno non è comunque esente da problemi: anzitutto, esso è asimmetrico, poiché il secondo turno è imposto solo se vincente al primo risulta la lista del CdA, e solo sui candidati di questa lista; ciò crea problemi di parità di trattamento tra azionisti già evidenziati nella letteratura giuridica. In secondo luogo, la sua applicazione non è chiara, dato che sussistono dubbi perfino su chi è legittimato a partecipare a tale voto. Infine, se la legge consentisse di votare al secondo turno agli azionisti che non hanno sostenuto la lista del CdA al primo, essa aprirebbe spazi ad accordi sottobanco e conflitti d'interesse.

Una soluzione equilibrata, alternativa all'eliminazione *tout court* della previsione, potrebbe essere mantenere il secondo turno ma consentire il voto solo a chi ha sostenuto la lista del CdA al primo turno. Ciò eliminerebbe i peggiori problemi di sistema e potenzierebbe il ruolo degli investitori istituzionali senza generare eccessivi rischi di accordi sottobanco. Al di là delle opinioni personali, anche qui c'è spazio per interventi di correzione da parte del legislatore che, se opportunamente calibrati, possono creare incentivi virtuosi eliminando i rischi di conflitti d'interesse insiti nell'attuale formulazione della norma.

Bibliografia

1. Belcredi, M. (2024). Una valutazione economico-finanziaria della legge capitali alla luce della competizione tra ordinamenti, in Marchetti, P. e M. Ventoruzzo (a cura di), Commentario alla legge capitali (Legge 5 marzo 2024, n. 21), Pisa, Pacini, pp. 217-229.
2. Belcredi, M. e S. Bozzi (2023). Rapporto Fin-Gov sulla corporate governance in Italia, 3 edizione, disponibile al sito: <https://centridiricerca.unicatt.it/fin-gov-centro-di-ricerca-sulla-corporate-governance-fin-gov -pubblicazioni#content>.
3. Belcredi, M., Bozzi, S. e C. Di Noia (2013). Board elections and shareholder activism: the Italian experiment, in Belcredi, M. e G. Ferrarini (a cura di), Boards and shareholders in European listed companies, Cambridge, Cambridge University Press, pp. 365-421.
4. Belcredi, M., Faverezani, L. e A. Signori (2023). *Così non fan tutte*. An analysis of Italian companies moving abroad, FIN-GOV working paper, disponibile al sito: <https://centridiricerca.unicatt.it/fin-gov-centro-di-ricerca-sulla-corporate-governance-fin-gov -pubblicazioni#content>.
5. Berle, A.A. e G.C. Means (1932). The modern corporation and private property, New York, Macmillan.
6. Choi, S., Fisch, J. e M. Kahan (2010) The power of proxy advisors: myth or reality? *Emory Law Journal*, 58 (4), pp. 869-918.
7. Presti, G. (2023). Elezione degli amministratori e lista del CdA: peggio il rammendo del buco, *Rivista delle Società*, n.5/6, pp. 1078–1095.
8. Shleifer, A. e R.W. Vishny (1997). A survey of corporate governance, *Journal of Finance*, 52, pp. 737-783.
9. Shu, C. (2024). The proxy advisory industry: influencing and being influenced, *Journal of Financial Economics*, 154.
10. Stella Richter jr, M. (2024). Lista del consiglio di amministrazione e autonomia statutaria: prime riflessioni, Studio n.43-2024/I, Consiglio Nazionale del Notariato.
11. Ventoruzzo, M. (2024). Art.12: Lista del consiglio di amministrazione nelle società per azioni quotate, in Marchetti, P. e M. Ventoruzzo (a cura di), Commentario alla legge capitali (Legge 5 marzo 2024, n. 21), Pisa, Pacini, pp.84-106.

Tabella 1. Azionariato alla data dell'assemblea

| | Az.1 | Q1 | Az.2 | Q2 | Az.3 | Q3 | Az.4 | Q4 | Az.5 | Q5 |
|------------------------------|--|-------|---|-------|---|-------|--------------------------------|------|-------------------|------|
| Assicurazioni Generali 2022 | MEDIOBANCA - BANCA DI CREDITO FINANZIARIO S.P.A, | 17.19 | CALTAGIRONE FRANCESCO GAETANO | 9.95 | DEL VECCHIO LEONARDO | 9.82 | GRUPPO BENETTON | 4.75 | | |
| Avio 2023 | MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE | 29.63 | COBAS ASSET MANAGEMENT SGIC, SA | 8.09 | Servizi CGN | 6.43 | DEL VECCHIO LEONARDO | 3.79 | | |
| Banco BPM 2023 | CREDIT AGRICOLE SA | 9.90 | CAPITAL RESEARCH AND MANAGEMENT COMPANY | 4.99 | DAVIDE LEONE AND PARTNERS INVESTMENT COMP | 4.70 | NORGES BANK | 3.32 | | |
| BFF Bank 2021 | EQUINOVA UK HOLDCO | 7.60 | SCALVE SARL | 4.64 | | | | | | |
| BFF Bank 2024 | CAPITAL RESEARCH AND MANAGEMENT COMPANY | 5.21 | SCALVE SARL | 4.94 | JPMORGAN ASSET MANAGEMENT HOLDINGS INC | 3.20 | | | | |
| Cattolica Assicurazioni 2021 | ASSICURAZIONI GENERALI | 24.41 | BERKSHIRE HATHAWAY | 9.33 | BANCA DEL MONTE DI LOMBARDIA | 3.26 | | | | |
| Cellularline 2023 | ALEOTTI CHRISTIAN | 9.11 | FIRST CAPITAL SPA | 7.40 | QUAERO CAPITAL S.A | 7.22 | | | | |
| Fincobank 2023 | BLACKROCK INC, | 8.08 | CAPITAL RESEARCH AND MANAGEMENT COMPANY | 5.03 | WELLINGTON MANAGEMENT GROUP LLP | 4.94 | FMR LLC | 4.46 | | |
| Illimity Bank 2022 | MAURIZIO SELLA SAPA | 10.00 | LR TRUST | 8.12 | FERMON INVESTMENT GROUP LIMITED | 7.26 | TENSILE CAPITAL MANAGEMENT LLC | 7.01 | ATLAS MERCHANT LP | 6.56 |
| Mediobanca 2023 | DELFIN S.A.R.L. | 19.74 | CALTAGIRONE FRANCESCO GAETANO | 9.98 | BLACKROCK | 4.15 | BANCA MEDIOLANUM SPA | 3.43 | | |
| Prysmian 2021 | BLACKROCK INC, | 5.01 | T. ROWE PRICE ASSOCIATES INC, | 3.07 | | | | | | |
| Prysmian 2024 | BLACKROCK INC, | 5.01 | FMR LLC | 4.81 | | | | | | |
| Sabaf 2021 | QUAESTIO CAPITAL SGR SPA* | 30.57 | CINZIA SALERI SAPA | 20.94 | BULGARELLI CLAUDIO*** | 11.53 | FMC LLC | 5.30 | | |
| Telecom Italia 2021 | VIVENDI SA | 23.75 | CASSA DEPOSITI E PRESTITI SPA | 9.81 | CANADA PENSION PLAN INVESTMENT BOARD | 3.19 | | | | |
| Telecom Italia 2024 | VIVENDI SA | 23.75 | CASSA DEPOSITI E PRESTITI SPA | 9.81 | | | | | | |
| Unicredit 2021 | BLACKROCK INC, | 5.16 | CAPITAL RESEARCH AND MANAGEMENT COMPANY | 5.01 | ALLIANZ SE | 3.10 | NORGES BANK | 3.00 | | |
| Unicredit 2024 | BLACKROCK INC, | 6.83 | ALLIANZ SE | 4.14 | | | | | | |
| UniEuro 2022 | NIEL XAVIER | 12.18 | AMUNDI ASSET MANAGEMENT | 6.75 | GIUSEPPE SILVESTRINI | 6.24 | | | | |

* Azioni a voto maggiorato

** Azioni su cui non è ancora maturato il voto maggiorato

*** Azioni prevalentemente a voto maggiorato

Tabella 2. Esiti elezioni CdA (ante Legge capitali)

| Società/Anno Assemblée elezione CdA | Turnout e voti ricevuti dalle singole liste | | | | | | | | | Posti in CdA assegnati | | | | |
|--|---|--------------|-----------------------|----------------------|--------------------------|----------------------|-------------------------------|-------------------------|--------------|------------------------|-----------------------|----------------------|----------------------|-------------|
| | N.liste | Lista CdA | Lista Assogestioni | Lista Azionista 1 | Azionista 1 (nominativo) | Lista Azionista 2 | Azionista 2 (nominativo) | Astenuti/Non votanti | Turnout | Lista CdA | Lista Assogestioni | Lista azionista 1 | Lista azionista 2 | Totale |
| Liste soci <= 20% | | | | | | | | | | | | | | |
| Avio 2023 | 2 | 86.5% | 13.5% | | | | | 0.0% | 69.5% | 8 | 3 | | | 11 |
| Finecobank 2023 | 2 | 86.3% | 12.6% | | | | | 1.1% | 80.4% | 9 | 2 | | | 11 |
| Prysmian 2021 | 2 | 85.5% | 12.3% | | | | | 2.2% | 66.9% | 10 | 2 | | | 12 |
| Prysmian 2024 | 2 | 86.2% | 12.8% | | | | | 1.0% | 71.8% | 10 | 2 | | | 12 |
| Telecom Italia 2021 | 2 | 95.0% | 4.2% | | | | | 0.8% | 59.7% | 10 | 5 | | | 15 |
| Telecom Italia 2024 | 3 | 49.0% | | 2.4% | Merlyn Partners SCSp | 1.0% | Bluebell Capital Partners Ltd | 47.6% | 51.1% | 6 | | 2 | 1 | 9 |
| Unicredit 2024 | 2 | 91.5% | 8.4% | | | | | 0.1% | 68.8% | 9 | 2 | | | 11 |
| Media | 2.1 | 82.8% | 10.6% | 2.4% | | 1.0% | | 7.6% | 66.9% | 8.9 | 2.7 | 2.0 | 1.0 | 11.6 |
| Mediana | 2 | 86.3% | 12.4% | 2.4% | | 1.0% | | 1.0% | 68.8% | 9 | 2 | 2 | 1 | 11 |
| Liste soci > 20% | | | | | | | | | | | | | | |
| Assicurazioni Generali 2022 | 3 | 56.0% | 1.9% | 41.7% | Caltagirone | | | 0.3% | 70.6% | 10 | 0 | 3 | | 13 |
| Banco BPM 2023 | 3 | 64.0% | 30.6% | 0.2% | Soci dipendenti | | | 5.3% | 59.8% | 12 | 2 | 1 | | 15 |
| BFF Bank 2021 | 2 | 70.5% | 21.8% | | | | | 7.7% | 61.0% | 8 | 1 | | | 9 |
| BFF Bank 2024 | 2 | 46.5% | 51.9% | | | | | 1.7% | 69.6% | 7 | 2 | | | 9 |
| Cattolica Assicurazioni 2021 | 3 | 74.7% | 15.4% | 9.7% | Lista dei territori | | | 0.1% | 54.7% | 10 | 2 | | | 12 |
| Cellularline 2023 | 2 | 59.8% | | 40.2% | First Capital | | | 0.0% | 69.4% | 6 | | 4 | | 10 |
| Illimity Bank 2022 | 2 | 74.3% | 25.3% | | | | | 0.4% | 55.0% | 8 | 2 | | | 10 |
| Mediobanca 2023 | 3 | 52.6% | 4.6% | 41.7% | Del Vecchio | | | 1.0% | 77.6% | 12 | 1 | 2 | | 15 |
| Sabaf 2021 | 3 | 56.3% | | 21.5% | Cinzia Saleri | 15.5% | Fintel (Bulgarelli) | 6.7% | 76.1% | 7 | | 1 | 1 | 9 |
| Unicredit 2021 | 2 | 76.3% | 22.8% | | | | | 0.9% | 60.5% | 11 | 2 | | | 13 |
| UniEuro 2022 | 2 | 53.5% | 28.5% | | | | | 18.0% | 49.5% | 7 | 4 | | | 11 |
| Media | 2.5 | 62.2% | 22.5% | 25.8% | | | | 3.8% | 64.0% | 8.9 | 1.8 | 2.2 | 1.0 | 11.5 |
| Mediana | 2 | 59.8% | 22.8% | 30.9% | | | | 1.0% | 61.0% | 8 | 2 | 2 | 1 | 11 |

| Tabella 3A. Voti utili raccolti da ciascuna lista (post Legge capitali) | | % di voti assegnati a ciascuna lista, comprensive (quando voti liste soci > 20%) di riassegnazione voti liste < 3% | | | | | |
|--|---------|---|--------------------|-------------------|--------------------------|-------------------|-------------------------------|
| Società/Anno Assemblea elezione CdA | N.liste | Lista CdA | Lista Assogestioni | Lista Azionista 1 | Azionista 1 (nominativo) | Lista Azionista 2 | Azionista 2 (nominativo) |
| <i>Liste soci <= 20%</i> | | | | | | | |
| Avio 2023 | 2 | 86,5% | 13,5% | | | | |
| Finecobank 2023 | 2 | 86,3% | 12,6% | | | | |
| Prysmian 2021 | 2 | 85,5% | 12,3% | | | | |
| Prysmian 2024 | 2 | 86,2% | 12,8% | | | | |
| Telecom Italia 2021 | 2 | 95,0% | 4,2% | | | | |
| Telecom Italia 2024 | 3 | 49,0% | | 2,4% | Merlyn Partners SCSp | 1,0% | Bluebell Capital Partners Ltd |
| Unicredit 2024 | 2 | 91,5% | 8,4% | | | | |
| <i>Liste soci > 20%</i> | | | | | | | |
| Assicurazioni Generali 2022 | 3 | 56,0% | | 43,6%* | Caltagirone | | |
| Banco BPM 2023 | 3 | 64,0% | 30,7%** | | Soci dipendenti | | |
| BFF Bank 2021 | 2 | 70,5% | 21,8% | | | | |
| Cattolica Assicurazioni 2021 | 3 | 74,7% | 15,4% | 9,7% | Lista dei territori | | |
| Cellularline 2023 | 2 | 59,8% | | 40,2% | First Capital | | |
| Illimity Bank 2022 | 2 | 74,3% | 25,3% | | | | |
| Mediobanca 2023 | 3 | 52,6% | 4,6% | 41,7% | Del Vecchio | | |
| Sabaf 2021 | 3 | 56,3% | | 21,5% | Cinzia Saleri | 15,5% | Fintel (Bulgarelli) |
| Unicredit 2021 | 2 | 76,3% | 22,8% | | | | |
| UniEuro 2022 | 2 | 53,5% | 28,5% | | | | |

| Tabella 3B. Esiti elezioni CdA (post Legge capitali) | | | | Se liste soci > 20%: Posti in CdA assegnati con proporzionale "puro"; Se liste soci < 20%: con maggioritario (con floor = 20%); lista Assogestioni di numerosità pari a quella storica | | | | | Se liste soci > 20%: Posti in CdA assegnati con proporzionale "puro"; Se liste soci < 20%: con maggioritario (con floor = 20%); lista Assogestioni corta ma di lunghezza massima | | | | | Solo casi con liste soci > 20%: Posti in CdA assegnati con proporzionale "limitato"; Statuto prevede cap=1/3 posti in CdA alle minoranze; lista Assogestioni di numerosità pari a quella storica | | | | | Solo casi con liste soci > 20%: Posti in CdA assegnati con proporzionale "limitato"; Statuto prevede cap=1/3 posti in CdA alle minoranze; lista Assogestioni corta ma di lunghezza massima | | | | |
|--|---|----|------|--|------------------------------|--------------|-----------------------|----------------------|--|--------|--------------|-----------------------|----------------------|--|--------|--------------|-----------------------|----------------------|--|--------|--------------|-----------------------|----------------------|
| | | | | N. Candidati Lista Assogestioni | Candidati altri azionisti | Lista CdA | Lista Assogestioni | Lista Azionista 1 | Lista Azionista 2 | Totale | Lista CdA | Lista Assogestioni | Lista Azionista 1 | Lista Azionista 2 | Totale | Lista CdA | Lista Assogestioni | Lista Azionista 1 | Lista Azionista 2 | Totale | Lista CdA | Lista Assogestioni | Lista Azionista 1 |
| <i>Liste soci <= 20%</i> | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Avio 2023 | 2 | 4 | NO | 8 | 3 | | | 11 | 8 | 3 | | | 11 | | | | | | | | | | |
| Finecobank 2023 | 2 | 2 | NO | 9 | 2 | | | 11 | 8 | 3 | | | 11 | | | | | | | | | | |
| Prysmian 2021 | 2 | 2 | NO | 10 | 2 | | | 12 | 9 | 3 | | | 12 | | | | | | | | | | |
| Prysmian 2024 | 2 | 3 | NO | 9 | 3 | | | 12 | 9 | 3 | | | 12 | | | | | | | | | | |
| Telecom Italia 2021 | 2 | 5 | NO | 12 | 3 | | | 15 | 12 | 3 | | | 15 | | | | | | | | | | |
| Telecom Italia 2024 | 3 | NO | 10+6 | 7 | | 2 | | 9 | 7 | | 2 | | 9 | | | | | | | | | | |
| Unicredit 2024 | 2 | 2 | NO | 9 | 2 | | | 11 | 8 | 3 | | | 11 | | | | | | | | | | |
| <i>Liste soci > 20%</i> | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Assicurazioni Generali 2022 | 3 | 4 | 13 | 7 | 0 | 6 | | 13 | 7 | 0 | 6 | | 13 | 9 | 0 | 4 | | 13 | 9 | 0 | 4 | | 13 |
| Banco BPM 2023 | 3 | 2 | 1 | 13 | 2 | 0 | | 15 | 10 | 5 | 0 | | 15 | 13 | 2 | 0 | | 15 | 10 | 5 | 0 | | 15 |
| BFF Bank 2021 | 2 | 1 | NO | 8 | 1 | | | 9 | 7 | 2 | | | 9 | 8 | 1 | | | 9 | 7 | 2 | | | 9 |
| Cattolica Assicurazioni 2021 | 3 | 2 | 3 | 9 | 2 | 1 | | 12 | 9 | 2 | 1 | | 12 | 9 | 2 | 1 | | 12 | 9 | 2 | 1 | | 12 |
| Cellularline 2023 | 2 | NO | 5 | 6 | | 4 | | 10 | 6 | | 4 | | 10 | 7 | | 3 | | 10 | 7 | | 3 | | 10 |
| Illimity Bank 2022 | 2 | 3 | NO | 8 | 2 | | | 10 | 8 | 2 | | | 10 | 8 | 2 | | | 10 | 8 | 2 | | | 10 |
| Mediobanca 2023 | 3 | 3 | 5 | 8 | 0 | 7 | | 15 | 8 | 0 | 7 | | 15 | 10 | 0 | 5 | | 15 | 10 | 0 | 5 | | 15 |
| Sabaf 2021 | 3 | NO | 2+2 | 6 | | 2 | 1 | 9 | 6 | | 2 | 1 | 9 | 6 | | 2 | 1 | 9 | 6 | | 2 | 1 | 9 |
| Unicredit 2021 | 2 | 2 | NO | 11 | 2 | | | 13 | 10 | 3 | | | 13 | 11 | 2 | | | 13 | 10 | 3 | | | 13 |
| UniEuro 2022 | 2 | 4 | NO | 7 | 4 | | | 11 | 7 | 4 | | | 11 | 8 | 3 | | | 11 | 8 | 3 | | | 11 |

| Tabella 4A. Ipotesi alla base delle simulazioni di tab. 4B (solo i casi in cui esistono le condizioni per l'attivismo degli azionisti) | Ipotesi 1 | Ipotesi 2 | Ipotesi 3 | Ipotesi 4 |
|--|--|---|---|---|
| Assicurazioni Generali 2022 | Lista Assogestioni non ottiene consiglieri | Si analizzano le migrazioni di chi ha votato lista Assogestioni | | |
| Mediobanca 2023 | Lista Assogestioni non ottiene consiglieri | Si analizzano le migrazioni di chi ha votato lista Assogestioni | | |
| Telecom Italia 2021 | Vivendi presenta una sua lista | Lista Assogestioni non ottiene consiglieri (a seguito di Ipotesi 1) | Si analizzano le migrazioni di chi ha votato lista Assogestioni e di istituzionali che hanno votato lista CdA | |
| Telecom Italia 2024 | Vivendi presenta una sua lista | Le liste dei due fondi di private equity non ottengono consiglieri (a seguito di ipotesi 1) | Voti liste PE vanno a Vivendi | Si analizzano le migrazioni di istituzionali che hanno votato lista CdA |
| UniEuro 2022** | Iliad (azionista 1) presenta una sua lista | Assogestioni presenta la lista corta in base ai numeri storici | Si analizzano le migrazioni di istituzionali che hanno votato lista CdA | |

| Tabella 4B. Esiti elezioni CdA (post Legge capitali) con azionisti "attivi" (solo i casi in cui esistono le condizioni per l'attivismo degli azionisti) e ipotesi di proporzionale puro | | | | | Lista Assogestioni di numerosità pari a quella storica; liste fondi private equity presentate anche se morte | | | | | Liste morte non presentate; investitori istituzionali votano con lista CdA | | | | | Liste morte non presentate; investitori istituzionali votano con lista minoranze | | | | | Liste morte non presentate; investitori istituzionali ripartiscono i propri voti tra lista minoranze e lista CdA | | | | | |
|---|----------|---------------------------------------|----|------|--|--------------|-----------------------|----------------------|----------------------|--|--------------|-----------------------|----------------------|----------------------|--|--------------|-----------------------|----------------------|----------------------|--|--------------|-----------------------|----------------------|----------------------|--------|
| Società/Anno Assemblea elezione CdA | N. liste | N. Candidati Lista Assogestioni | | | Candidati altri azionisti | Lista CdA | Lista Assogestioni | Lista Azionista 1 | Lista Azionista 2 | Totale | Lista CdA | Lista Assogestioni | Lista Azionista 1 | Lista Azionista 2 | Totale | Lista CdA | Lista Assogestioni | Lista Azionista 1 | Lista Azionista 2 | Totale | Lista CdA | Lista Assogestioni | Lista Azionista 1 | Lista Azionista 2 | Totale |
| | | >20% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Assicurazioni Generali 2022 | 3 | 1 | 4 | 13 | 7 | 0 | 6 | | 13 | 8 | | 5 | | 13 | 7 | | 6 | | 13 | 8 | | 5 | | 13 | |
| Mediobanca 2023 | 3 | 1 | 3 | 5 | 8 | 0 | 7 | | 15 | 9 | | 6 | | 15 | 8 | | 7 | | 15 | 8 | | 7 | | 15 | |
| Telecom Italia 2021* | 2 | NO | 5 | NO | 9 | 0 | 6 | | 15 | 9 | 0 | 6 | | 15 | 3** | 0 | 12 | | 15 | 3** | 0 | 12 | | 15 | |
| Telecom Italia 2024* | 3 | NO | NO | 10+6 | 4 | | 5 | 0 | 9 | 4** | | 5 | | 9 | 2** | | 7 | | 9 | 3** | | 6 | | 9 | |
| UniEuro 2022*** | 2 | 1 | 4 | NO | 4 | 4 | 3 | | 11 | 8 | | 3 | | 11 | 4 | | 7 | | 11 | 6 | | 5 | | 11 | |

* Per Telecom Italia 2021 e 2024 l'ipotesi di base è che Vivendi (Azionista 1) presenti una propria lista.

** Lista del CdA in minoranza; disapplicata Legge capitali

*** Per UniEuro 2022 si ipotizza che Iliad presenti una sua lista e che Assogestioni, alternativamente: a) voti la lista del CdA; b) voti la lista di Iliad; c) presenti una sua lista

Tabella 5. Voti e investimento necessari per l'acquisizione di un posto in CdA (post Legge capitali)

| Società/Anno Assemblea elezione CdA | Ipotesi lista corta Assogestioni | | Ipotesi lista Assogestioni di numerosità pari al numero MAX di posti di minoranza disponibili | | |
|---|--|---------------|---|-----------------|--|
| | Quota % per un posto | Costo (in €) | Quota % per un posto | Costo (in €) | |
| <i>Liste soci < 20%: con maggioritario (con floor = 20%)</i> | | | | | |
| Avio 2023 | 3.12% | 7,074,340 | 3.12% | 7,074,340 | |
| Finecobank 2023 | 1.00% | 87,137,134 | 3.36% | 293,129,493.0 | |
| Prysmian 2021 | 1.00% | 70,139,375.7 | 2.75% | 192,829,640.8 | |
| Prysmian 2024 | 3.07% | 404,479,215 | 3.07% | 404,479,215 | |
| Telecom Italia 2021 | 0.84% | 54,106,321 | 0.84% | 54,106,321 | |
| Telecom Italia 2024 | 0.61% | 21,178,615 | 0.61% | 21,178,615 | |
| Unicredit 2024 | 0.50% | 299,787,208.4 | 1.92% | 1,151,277,737.0 | |
| <i>Liste soci > 20%; Statuto prevede cap=1/3 posti in CdA alle minoranze</i> | Posti in CdA assegnati con proporzionale "limitato"; | | Posti in CdA assegnati con proporzionale "limitato"; | | Posti in CdA assegnati con proporzionale "puro"; |
| Assicurazioni Generali 2022 | 7.71% | 2,354,613,273 | 7.71% | 2,354,613,273 | 5.14% 1,569,742,182 |
| Banco BPM 2023 | 1.79% | 100,291,469 | 3.68% | 205,557,076 | 3.68% 205,557,076 |
| BFF Bank 2021 | 1.88% | 21,668,242 | 7.53% | 86,722,932 | 6.14% 70,701,741 |
| Cattolica Assicurazioni 2021 | 4.21% | 51,332,665 | 4.21% | 51,332,665 | 4.21% 51,332,665 |
| Cellularline 2023 | 9.30% | 5,793,488 | 9.30% | 5,793,488 | 6.91% 4,306,595 |
| Illimity Bank 2022 | 4.65% | 44,830,479 | 4.65% | 44,830,479 | 4.09% 39,439,308 |
| Mediobanca 2023 | 6.48% | 611,640,032 | 6.48% | 611,640,032 | 4.63% 436,885,737 |
| Sabaf 2021 | 8.18% | 27,055,213 | 8.18% | 27,055,213 | 7.14% 23,606,744 |
| Unicredit 2021 | 1.81% | 366,712,122 | 4.59% | 927,077,367 | 4.59% 927,077,367 |
| UniEuro 2022 | 4.70% | 16,124,977 | 4.70% | 16,124,977 | 3.52% 12,093,733 |

Tabella 6. Voti e investimento necessari per la costituzione di un blocco di minoranza ostativo alla presentazione della lista del CdA (post Legge capitali).

| Società/Anno Assemblea elezione CdA | % su azioni in circolazione | Costo per la minoranza di blocco |
|--|-----------------------------|----------------------------------|
| <i>Ipotesi di elezione CdA con metodo proporzionale "puro"; lista Assogestioni di numerosità pari a quella storica</i> | | |
| Assicurazioni Generali 2022* | | |
| Avio 2023 | 34.4% | 77,943,021 |
| Banco BPM 2023 | 22.6% | 1,264,774,456 |
| BFF Bank 2021 | 34.4% | 395,929,751 |
| Cattolica Assicurazioni 2021 | 29.2% | 356,016,467 |
| Cellularline 2023* | | |
| Finecobank 2023 | 39.6% | 3,453,589,026 |
| illimity Bank 2022 | 29.2% | 281,709,341 |
| Mediobanca 2023* | | |
| Prysmian 2021 | 40.9% | 2,866,318,319 |
| Prysmian 2024 | 44.2% | 5,827,734,681 |
| Sabaf 2021 | 30.6% | 101,323,914 |
| Telecom Italia 2021 | 31.5% | 2,024,184,024 |
| Telecom Italia 2024* | | |
| Unicredit 2021 | 33.0% | 6,662,713,358 |
| Unicredit 2024 | 31.5% | 18,868,098,644 |
| UniEuro 2022 | 18.8% | 64,499,921 |

* Esiste già una minoranza di blocco

Tab. 7. Quota percentuale degli investitori istituzionali presenti in assemblea necessari per bocciare al II turno un candidato della lista del CdA

| | Al II turno votano solo gli azionisti che hanno votato la lista CdA | | Al II turno votano tutti gli azionisti presenti in assemblea. Chi al I turno ha votato (non ha votato) la lista del CdA al II turno vota (non vota) i candidati ai primi posti della lista del CdA e non vota (vota) i candidati successivi. | | Al II turno votano tutti gli azionisti presenti in assemblea. Chi al I turno ha votato (non ha votato) la lista del CdA al II turno vota (non vota) i candidati della lista del CdA e non vota (vota) i candidati successivi. Ipotesi di attivismo degli azionisti aventi influenza notevole | |
|---------------------------------|---|-----------------------------------|--|-----------------------------------|--|-----------------------------------|
| | % critica voti degli investitori istituzionali | Numero critico voti Istituzionali | % critica voti degli investitori istituzionali | Numero critico voti Istituzionali | % critica voti degli investitori istituzionali | Numero critico voti Istituzionali |
| ASSICURAZIONI GENERALI SPA 2022 | n.s. | n.s. | 30.4% | 91,905,548 | | |
| AVIO 2023 | n.s. | n.s. | n.s. | n.s. | | |
| BANCO BPM SPA 2023 | n.s. | n.s. | 76.5% | 384,782,005 | | |
| BFF BANK SPA 2021 | 71.3% | 39,529,728 | 60.8% | 50,454,946 | | |
| CATTOLICA ASSICURAZIONI 2021 | n.s. | n.s. | n.s. | n.s. | | |
| CELLULARLINE SPA 2023 | n.s. | n.s. | n.s. | n.s. | | |
| FINECOBANK SPA 2023 | 74.0% | 211,765,270 | 69.5% | 245,363,456 | | |
| ILLIMITY BANK SPA 2022 | n.s. | n.s. | n.s. | n.s. | | |
| MEDIOBANCA SPA 2023 | 89.6% | 171,581,237 | 26.0% | 61,421,237 | | |
| PRYSMAN SPA 2021 | 60.8% | 75,344,455 | 59.0% | 88,151,122 | | |
| PRYSMAN SPA 2024 | 62.2% | 84,407,496 | 60.1% | 97,889,032 | | |
| SABAF SPA 2021 | n.s. | n.s. | 48.1% | 707,734 | | |
| TELECOM ITALIA SPA 2021 | n.s. | n.s. | n.s. | n.s. | 26.5% | 887,224,464 |
| UNICREDIT SPA 2021 | 52.2% | 517,635,888 | 51.6% | 678,322,621 | | |
| UNICREDIT SPA 2024 | 60.6% | 529,259,429 | 59.5% | 578,476,675 | | |
| UNIEURO SPA 2022 | n.s. | n.s. | 61.6% | 2,533,499 | 0.3% | 13,125 |

n.s. corrisponde ai casi in cui gli investitori istituzionali non sono decisivi ai fini dell'eventuale esclusione di uno dei candidati della lista del CdA dal novero degli eletti.