

FIN-GOV

Centro di ricerche finanziarie sulla corporate governance



UNIVERSITÀ
CATTOLICA
del Sacro Cuore

LISTA DEL CDA E LEGGE CAPITALI: UN'ANALISI QUANTITATIVA

Massimo Belcredi

Stefano Bozzi

Ringraziamenti

- Sponsor e sostenitori di FIN-GOV



Perché questo studio

- Crescente diffusione della lista CdA
- Art. 12 l. capitali varato in assenza di studi preliminari. Norma molto criticata:
 - Divergenza da prassi internazionale
 - Disincentivo a presentare lista CdA
 - Dubbi di costituzionalità
 - Incertezze applicative
- Obiettivo dello studio:
 - Esaminare come ha funzionato lista CdA sotto le vecchie norme
 - Analizzare conseguenze della nuova norma in scenari alternativi costruiti a partire da HP su
 - Funzionamento (interpretazione) della nuova norma
 - Comportamento (passivo/attivo) dei soci/investitori
- Rilevanza: emergono problemi seri; ma c'è ancora una finestra per intervenire
- *Grazie a Sodali & Co per la fornitura di dati analitici sui voti espressi da investitori istituzionali*

Le modifiche normative

- Passaggio da libertà statutaria a sistema vincolistico
 - Vincoli a presentazione lista CdA
 - **Esito imprevedibile: NON SI SA ex ante come avverrà il riparto seggi**
 - Tre «leggi elettorali»: quella applicabile cambia secondo il risultato del voto
 - Inoltre, se lista CdA maggioritaria, si attiva secondo turno per singoli candidati da essa presentati
- Incertezze applicative su aspetti essenziali
 - Voti «espresi», estensione sistema proporzionale, funzionamento secondo turno

	OLD	NEW
Presentazione lista CdA	Libertà statutaria	Approvata da CdA con 2/3 voti N.candidati = N.posti x 4/3 Depositata con anticipo (40gg ante assemblea)
Legge elettorale	Riserva di posti (1) a liste minoranza	Se lista CdA maggioritaria, due sistemi alternativi a) Se liste soci < 20% voti "espresi": Quota riservata = 20%, ripartiti tra prime due liste No soglia di sbarramento
	Voto su liste bloccate	b) Se liste soci > 20% voti "espresi"
	Quasi sempre maggioritario con quota riservata	Sistema proporzionale; soglia sbarramento 3%;
	Assegnazione posti minoranza con quozienti	Comunque doppio turno su candidati lista CdA

La ricerca: campione e metodologia

- 50 società quotate (circa 1/4 listino) prevedono statutariamente lista CdA
 - 85 attribuiscono a C.Nomine ruolo di supporto a eventuale presentazione lista CdA
- Campione: 14 assemblee dove è stata presentata lista CdA (2021-23) + 4 (2024) = 18
- Confronto tra **esito storico** e **simulazioni** in HP alternative
 - 1) Estensione autonomia statutaria riguardo a sistema proporzionale
 - Applicato a riparto tra maggioranza (lista CdA) e minoranze (liste soci) (proporzionale PURO) vs
 - Applicato solo a riparto tra liste minoranza (proporzionale LIMITATO)
 - 2) Definizione di voti «espresi»
 - Rilevante per superamento soglie e per legittimazione a votare al secondo turno
 - Favorevoli, astenuti, non votanti, contrari?
 - 3) Comportamento dei soci
 - Passivo (non modificano comportamento rispetto a caso-base) vs
 - Attivo (presentazione e votazione liste)

Analisi storica (caso-base)



Le ipotesi di base

- Tre leggi elettorali (riparto seggi), a seconda dell'esito del voto:
 - Se Lista del CdA assente o minoritaria: resta sistema da statuto ante l.Capitali
 - Se maggioritaria e minoranze $\leq 20\%$ «voti espressi»: spetta 20% seggi
 - Se maggioritaria e minoranze $> 20\%$, abbiamo analizzato due alternative:
 - Proporzionale limitato (HP cap a seggi di minoranza =1/3)
 - Proporzionale puro
- Voti «espressi»: voti a favore + astenuti + non votanti + contrari
 - Astenuti = non votanti e contrari di solito trascurabili
 - Dove ci sono molti astenuti il punto principale è analizzare incentivo a diventare attivi
- Comportamento soci passivo vs attivo
 - Comportamento passivo soci = immutato rispetto a caso-base
 - Liste corte Assogestioni restano tali

Esito del voto con investitori passivi

- Proporzionale limitato (seggi minoranza = $1/3$): impatto trascurabile
 - Piccoli spostamenti di seggi (+ o - 1)
 - Solo in Mediobanca: Delfin +3; Lista CdA -2; Assogestioni -1
 - Cap a $1/3$ impedisce modifiche sostanziali assetto di governance
- Proporzionale puro: impatto tendenzialmente limitato MA:
 - In due assemblee (Generali e Mediobanca), le liste dei soci critici vs management ottengono voti $> 40\%$ e minoranza di blocco in CdA (rispettivamente 6 su 13 e 7 su 15)
 - Minoranza di blocco = n.seggi $> 1/3$, tale da impedire presentazione lista CdA, se sgradita
 - Ma - potenzialmente - impatti diffusi su funzionamento organo
 - Stessi soci (Caltagirone e Delfin + altri minori) a ruoli scambiati (uno presenta la lista, l'altro la vota) in due società tra loro collegate
 - Nessun'altra società è impattata in misura rilevante

Analisi di simulazione: investitori attivi

Le ipotesi di base

- Liste morte NON più presentate
 - Lista morta = lista che ha ottenuto voti insufficienti a eleggere un consigliere con nuove regole
 - Chi aveva votato lista morta dirige i suoi voti su altre liste
 - Fondi di private equity votano lista alternativa a CdA
 - Chi ha votato lista Assogestioni può votare lista CdA o soci critici o disperdere il voto (50/50%)
- Azionisti con influenza notevole ($ddv > 10\%$) presentano una loro lista
 - Se non già rappresentati o comunque critici verso CdA uscente: oltre a Generali e Mediobanca, considerate Telecom (2021 e 2024) e UniEuro
 - Gli altri azionisti rilevanti non modificano il loro voto (sostengono lista votata nel caso-base)
 - Investitori istituzionali che hanno votato lista CdA + tutti i soci che hanno votato lista Assogestioni possono votare lista CdA o soci critici o disperdere il voto (50/50%) (anche se lista Assogestioni è viva)

Esito del voto con investitori attivi

- Generali e Mediobanca: cambia poco rispetto a scenario con soci passivi
 - Lista alternativa c'è già e voto è già polarizzato
 - Lista morta Assogestioni porta a riallocazione suoi (pochi) voti
 - Riparto seggi può cambiare (+ o – 1 seggio per lista CdA o alternativa) secondo lo scenario
 - Ma la morale non cambia: azionisti critici raggiungono minoranza di blocco
- Ci sono però 3 casi nuovi
 - Telecom 2021 e 2024: HP Vivendi presenta una lista + *proxy fight* tra lista CdA e azionisti critici
 - UniEuro 2022: HP Iliad presenta una lista, in competizione con liste CdA e Assogestioni
 - L'esito del voto si modifica in modo clamoroso

Simulazione Riparto seggi Tim 2021	Storico	Soci passivi	Soci attivi; istituzionali votano lista CdA	Soci attivi; istituzionali votano lista soci attivi	Soci attivi; istituzionali si disperdono (50/50)
Lista CdA	10	12	9	3	3
Lista Vivendi			6	12	12
Lista Assogestioni	5	3			
Totale	15	15	15	15	15

- Se Vivendi presenta lista
 - Taglia fuori lista Assogestioni; suoi voti migrano
 - Ma anche istituzionali che hanno votato lista CdA possono modificare proprio voto
 - Vivendi può ottenere minoranza di blocco (scenario più probabile?)
 - o prendere il controllo del CdA
 - NB: se lista CdA minoritaria si applica sistema maggioritario

Simulazione Riparto seggi Tim 2024	Storico	Soci passivi	Vivendi presenta lista; liste fondi PE non ritirate	Soci attivi; istituzionali votano lista CdA	Soci attivi; istituzionali votano lista soci attivi	Soci attivi; istituzionali si disperdono (50/50)
Lista CdA	6	7	4	4	2	3
Lista Vivendi			5	5	7	6
Lista Merlyn	2	2				
Lista Bluebell	1					
Totale	9	9	9	9	9	9

- Se Vivendi presenta lista
 - Taglia fuori liste Private Equity; loro voti migrano
 - Se PE presentano lista, loro voti (<3%) vanno a Vivendi (che prende 5 seggi contro 4 della lista CdA)
 - **Lista di minoranza per voti prende maggioranza seggi**
 - Istituzionali che hanno votato lista CdA possono modificare proprio voto
 - **Vivendi prende il controllo del CdA in ogni caso**
 - NB: se lista CdA minoritaria si applica sistema maggioritario

Simulazione Riparto seggi UniEuro	Storico	Soci passivi	Soci influenti attivi; istituzionali restano su lista Assogestioni	Soci attivi; istituzionali votano lista CdA	Soci attivi; istituzionali votano lista soci attivi	Soci attivi; istituzionali si disperdono (50/50)
Lista CdA	7	7	4	8	4	6
Lista Iliad			3	3	7	5
Lista Assogestioni	4	4	4			
Totale	11	11	11	11	11	11

- Se Iliad presenta lista
 - Non taglia fuori lista Assogestioni
 - CdA spaccato, consiglieri Assogestioni ago della bilancia
 - Se Assogestioni si ritira e istituzionali migrano, scenari variabili
 - Iliad può ottenere rappresentanza di rilievo o minoranza di blocco
 - Presa di controllo meno probabile

Sintesi

- Il proporzionale puro genera – con frequenza – impatti rilevanti
 - Minoranze di blocco (dato *turnout* medio basta poco più del 20% del capitale)
 - CdA spaccati e/o poco governabili
 - Presa del controllo da parte di soci di minoranza
- Il sistema incentiva l'attivismo dei soci, anche perché asimmetrico
 - Maggioritario se vincono i soci
 - Proporzionale se vince il CdA
 - Premi alle minoranze azionarie
- Il sistema incentiva la costruzione di pacchetti di disturbo, in ottica di breve periodo
 - Strategia costosa, ma non sempre (1 posto in CdA Telecom conquistabile con poco più di 20 M€)

Il secondo turno

Le nuove regole

- Secondo turno previsto solo su candidati lista CdA, se risulta maggioritaria
 - Candidati lista del CdA ridondanti
 - Referendum su singoli candidati senza quorum minimo: vincono i più votati (*plurality voting*), anche se hanno preso pochi voti (al limite 1)
- Norma molto criticata
 - Ennesima asimmetria: perché solo su lista CdA?
 - Problemi di formazione della lista (candidati di riserva, rischi anche per candidati ai primi posti, rispetto normativa *fit&proper*)
 - Incertezza: chi è legittimato al voto?
- Analisi di simulazione
 - Due scenari: votano tutti vs vota solo chi ha votato lista CdA al primo turno
 - Secondo turno spinge azionisti ad abbandonare voto *naif* (a favore o contro tutti i candidati)
 - Voto «strategico» (sostegno a singoli candidati, abbandonando gli altri)

Un esempio

- Board da 9; lista CdA da 12; da 1 turno seggi ripartiti 6 CdA + 3 soci:
 - Soci rilevanti (90 azioni) votano *for* primi 6 candidati e *against* gli altri
 - Se votassero *for* tutti i candidati, gli istituzionali (10 azioni) possono far cadere chi vogliono: basta che votino *for* ma che qualcuno voti *against* un candidato (o più candidati) con 1 azione

Voto naif Candidato	Voti for		
	Azionisti rilevanti	Istituzionali	Totale
1 (Presidente)	90	10	100
2 (AD)	90	10	100
3	90	9	99
4	90	9	99
5	90	9	99
6	90	9	99
7	90	9	99
8	90	9	99
9	90	10	100
10	90	10	100
11	90	10	100
12	90	10	100

Voto strategico Candidato	Voti for		
	Azionisti rilevanti	Istituzionali	Totale
1 (Presidente)	90	10	100
2 (AD)	90	10	100
3	90	9	99
4	90	9	99
5	90	9	99
6	90	9	99
7	0	9	9
8	0	9	9
9	0	10	10
10	0	10	10
11	0	10	10
12	0	10	10

Il ruolo degli istituzionali

- Anche gli istituzionali voteranno, ove possibile, in modo strategico
- Diventa cruciale il grado di loro coesione (es. via allineamento a *proxy advisors*)
 - Ancor di più se al secondo turno possono votare tutti i soci (l'«assemblea»)
- Aumenta l'importanza degli istituzionali per l'esito del voto
 - Scenario 1: istituzionali hanno voti sufficienti per far cadere candidati in 7 assemblee (su 16)
 - Scenario 2: istituzionali hanno voti sufficienti per far cadere candidati in 11 assemblee
- Ruolo potenziato potrebbe essere gradito agli istituzionali, non alle società
 - Imprevedibilità esiti non gradita a nessuno
 - Dubbi su asimmetria della normativa (perché secondo turno solo per lista CdA?)

Conclusioni

- Forti incertezze applicative art.12 L.Capitali
 - Non solo: alcune interpretazioni generano chiari problemi (non solo di carattere giuridico)
 - Forte rischio di *unintended consequences*
- Elementi cruciali:
 - Applicazione del sistema elettorale proporzionale PURO
 - Possibile attivismo degli azionisti con influenza notevole (e creazione di pacchetti di disturbo)
 - Incertezze sul funzionamento del secondo turno (e asimmetria del sistema)
- Opportuno un intervento chiarificatore del legislatore
 - Tutelare autonomia statutaria (es. adozione proporzionale LIMITATO come da OdG Camera)
 - Chiarire funzionamento del secondo turno (es. legittimare al voto solo chi ha votato lista CdA al primo turno)
 - Valutare comunque soluzioni alternative?

Grazie per l'attenzione!

Prof. Massimo Belcredi
Ordinario di Finanza Aziendale
Direttore FIN-GOV
Centro di ricerche finanziarie
sulla corporate governance
Università Cattolica del S.Cuore
Via Necchi, 7
20123 Milano
massimo.belcredi@unicatt.it

Prof. Stefano Bozzi
Ordinario di Finanza Aziendale
Centro di ricerche finanziarie
sulla corporate governance
Università Cattolica del S.Cuore
Largo F. Vito, 1
00168 Roma
stefano.bozzi@unicatt.it