

FIN-GOV

Centro di ricerche finanziarie sulla corporate governance



UNIVERSITÀ
CATTOLICA
del Sacro Cuore

RAPPORTO FIN-GOV SULLA CORPORATE GOVERNANCE IN ITALIA

Governance, legge capitali e riforma del TUF

Massimo Belcredi

Università Cattolica del Sacro Cuore

Milano, 10 novembre 2025

Ringraziamenti

- Sponsor e sostenitori di FIN-GOV



- Analisi corporate governance e sostenibilità nelle (184) società quotate su MTA con dati disponibili ad agosto
 - Forte riduzione (- 23) numero di società nel campione
 - E' rilevante? Richiede riforme?
- Non solo autodisciplina: anche *compliance* con normativa di interesse
- Focus di quest'anno:
 - a) Risposta degli emittenti alle Raccomandazioni del Presidente Comitato CG
 - b) Progressiva applicazione della Legge Capitali
 - c) Temi d'interesse per progetto di riforma del TUF
 - d) *Politiche di remunerazione del CEO (focus su remunerazione ESG-based)*
 - e) *Informazioni in materia di sostenibilità (RDS vs DNF) post recepimento CSRD*

La risposta degli emittenti alle raccomandazioni/inviti del Comitato CG

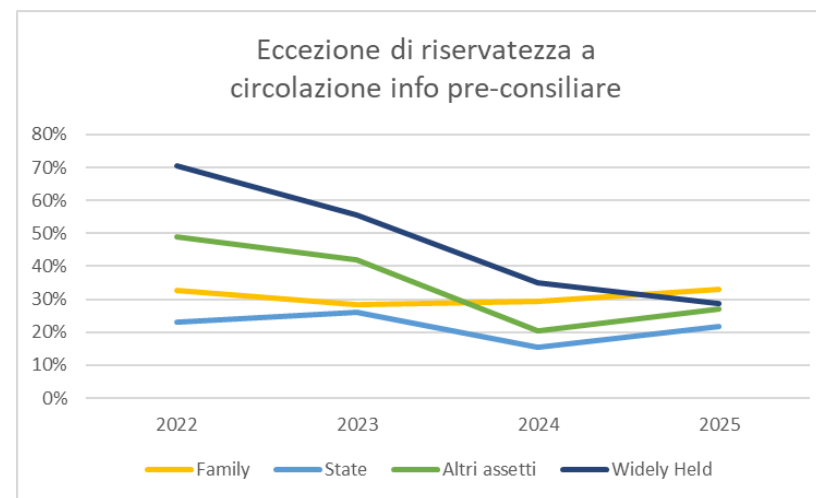
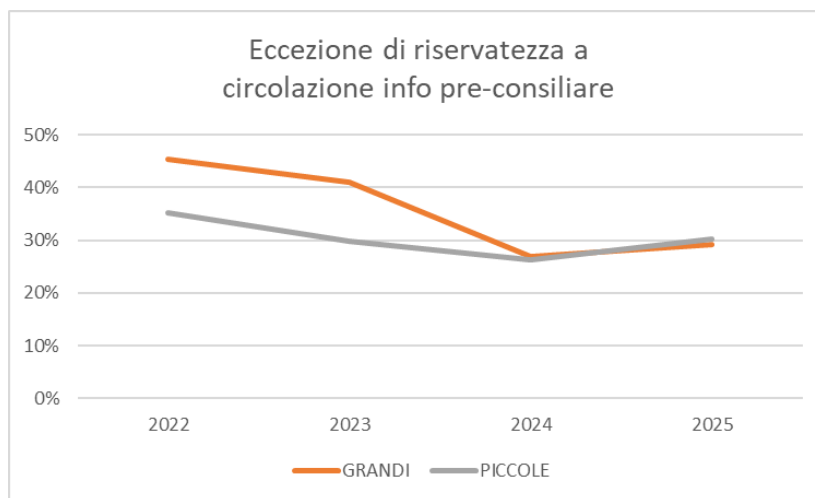
Le raccomandazioni del Comitato per il 2024

- Lettera del Presidente (17/12/2024) ai Presidenti delle società quotate
- Raccomandazioni/inviti alle società. Riferimento a 3 ambiti principali:
 - a) tempestività e completezza dell'informativa pre-consiliare
 - b) attribuzione di deleghe al presidente del CdA
 - c) *(fornitura di tutte le informazioni utili sull'applicazione del Codice in materia di policy di remunerazione)*

- **Raccomandazione 11 del Codice**

- Il CdA fissa «*i termini per l'invio preventivo dell'informativa*» e le modalità di tutela della riservatezza dei dati «*in modo da non pregiudicare la tempestività e la completezza dei flussi informativi*». Fornisce adeguata informazione «*sul rispetto delle procedure*»
- Tema annoso:
 - termini invio documenti non noti o no info su loro rispetto; anche per comitati
 - «esimenti» legate a generiche ragioni di riservatezza/segretezza
 - prassi non indicate come disapplicazione del Codice, quindi non motivate
- Invito a indicare – se del caso – i motivi della disapplicazione, come la decisione è stata presa e come si intenda assicurare il rispetto del Principio IX del Codice

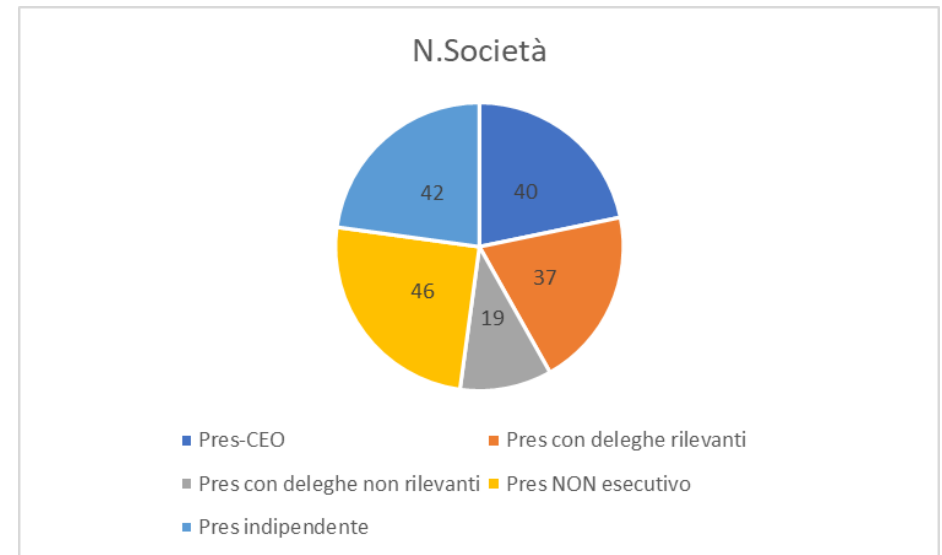
Persistenza dell'eccezione di riservatezza (30% dei casi)



- “*motivi della disapplicazione*” quasi mai indicati; talvolta info su come info è trattata (es. fornitura dei documenti con ridotto anticipo oppure solo in riunione e su formato cartaceo);
- Info su come è stata presa la decisione in pochi casi («*presa dal presidente, in conformità con la procedura vigente*»);
- Info su “*come si intenda assicurare il rispetto del Principio IX del Codice*” in genere limitata alle modalità di circolazione d’urgenza o al fatto che il Presidente cura che il CdA può effettuare adeguati approfondimenti nel corso della riunione

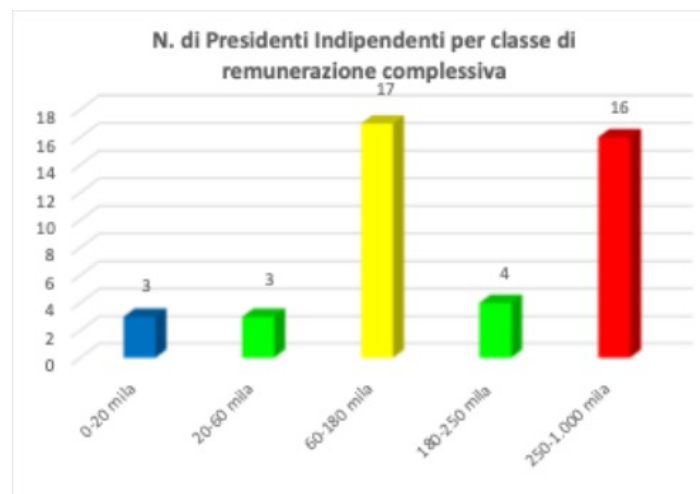
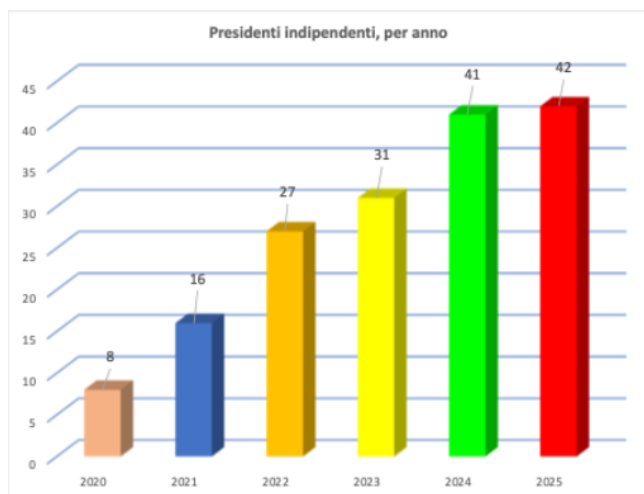
- **Raccomandazione 4 del Codice**

- Nel caso in cui «*al presidente sia attribuita la carica di CEO o gli siano attribuite rilevanti deleghe gestionali, il CdA spiega le ragioni di tale scelta*»
 - Sostanzialmente, soluzione NON raccomandata (di fatto è *comply-or-explain*)
 - Comporta nomina LID
- Il presidente può assumere ruoli distinti
 - Segmentazione raccomandazioni abbassa l'asticella: una *best practice* per ogni situazione?
- Ragioni fornite in 87% dei casi (67 su 77)
 - In 52 casi sono *family firms*
 - Ruolo del fondatore, esperienza gestionale, ruolo di impulso del Presidente



Il presidente indipendente

- Possibile col nuovo Codice, “ove non ricorra alcuna delle circostanze” indicate nella Racc.7
 - Progressivo aumento dei presidenti indipendenti
- Ma: Presidente NON è un indipendente come gli altri
 - Allentamento parametri per valutare la “significativa remunerazione aggiuntiva” che compromette l’indipendenza
 - Da compenso-base non esecutivi (60mila € in media) a compenso-base per carica e comitati (246mila € in media)



Applicazione legge capitali

Tre temi principali

- Art. 11: Ricorso esclusivo al Rappresentante Designato
 - Emittenti interessati: assemblee snelle e veloci; no disturbatori; investitori istituzionali votano in anticipo; parlano in incontri separati, non in assemblea
 - Investitori preoccupati: compressione/eliminazione diritti di *voice* dei soci di minoranza
- Art. 12: «Regolamentazione» Lista del CdA
(Cfr. *Belcredi-Bozzi 2024*)
- Art. 13-14: potenziamento azioni a voto plurimo/a voto maggiorato (da 2-3 a MAX 10 voti)
 - Emittenti interessati al voto maggiorato (NON al plurimo) vs investitori preoccupati
(Cfr. *Belcredi-Rigamonti-Signori 2025*)

Ricorso «esclusivo» al Rappresentante Designato

- Prevista facoltà di *opt-in*: in via definitiva (3 società) vs scelta di volta in volta (66: erano 50)
- Prudenza società più soggette a scrutinio investitori (FTSE-Mib, finanziarie, *state* e *widely held*)
 - Proposta bocciata in 5 casi; maggioranza risicata in 6 casi



- Proposta riforma TUF introduce art.125-bis.1: per convocazione in remoto basta delibera CdA con doppia maggioranza: ordinaria e soli indipendenti (da TUF)

Lista del CdA

- Legge capitali lascia forti dubbi applicativi. Normativa secondaria emanata pochi giorni fa
- Previsione statutaria era in circa 50 emittenti; MA alcune società hanno tolto facoltà dallo statuto
- Ante I.capitali 15 società avevano in carica consiglieri tratti da lista «del CdA»
 - 3 sono andate a rinnovo a primavera 2025 + 1 a ottobre
 - Nessuna lista presentata da CdA uscente
- Cambierà qualcosa post modifiche a Regolamento Emittenti?

Voto plurimo/maggiorato/super-maggiorato

- Maggiorazione voto serve a rafforzare il controllo
 - da maggioranza assemblea ordinaria a straordinaria
- Voto plurimo di fatto ignorato (8 casi)
- 13 società hanno convocato assemblea straordinaria per istituire o modificare il voto maggiorato (7 nel 2024 e 6 nel 2025)
 - in 3 casi proposta l'istituzione del solo voto maggiorato (2 voti per azione);
 - in 10 il meccanismo di super-maggiorazione (fino a 10 voti per azione);
 - in 2 casi la proposta ha riguardato ambedue i punti;
 - in 3 società (tra cui le 2 appena citate) super-maggiorazione limitata a 3 voti per azione.
- Nessuna IPO con voto plurimo post legge capitali

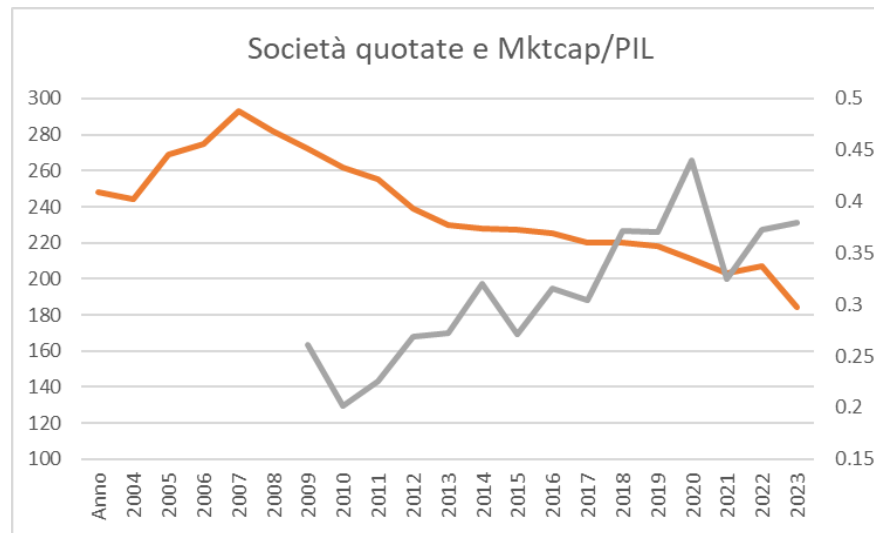
Voto maggiorato e OPA: il mostro di Loch-Ness?

- Dove Primo azionista ha 50% capitale ma 2/3 diritti di voto (ddv), può effettuare OPA diretta a *delisting*, a prezzo basso
 - Se OPA ha successo (> 90%), si procede a *delisting*
 - Se OPA non ha successo, assemblea straordinaria delibera fusione in società-veicolo non quotata e il *delisting* si fa lo stesso; delibera drogata da voto maggiorato
 - Meccanismo dichiarato già in prospetto offerta
- Alternativamente, con concorso di terzo acquirente
 - Compra quota >30% capitale da Primo azionista (che si impegna a cedere anche resto)
 - Primo azionista conserva maggiorazione su quota restante
 - Se OPA ha successo, Primo azionista cede subito anche quota restante
 - Se OPA non ha successo, Primo azionista vota in assemblea straordinaria e poi cede
- Coazione a vendere (*pressure to tender*) per investitori istituzionali
 - Problema destinato ad aggravarsi se regole OPA cambiano in senso favorevole a potenziale acquirente (vedi Progetto di riforma TUF)

Temì d'interesse per proposta di riforma del TUF

Proposta di riforma del TUF

- Finalità dichiarate (relazione accompagnatoria):
 - «a) sostenere la crescita del Paese, favorire l'accesso delle imprese al capitale di rischio con particolare riguardo ai mercati regolamentati, favorire l'accesso delle piccole e medie imprese a forme alternative di finanziamento e la canalizzazione degli investimenti verso le imprese e rendere le imprese maggiormente attrattive per gli investitori internazionali;»



Fonte: Bollettino Statistico Consob, vari anni

Incentivi alla quotazione e attrattività per gli investitori

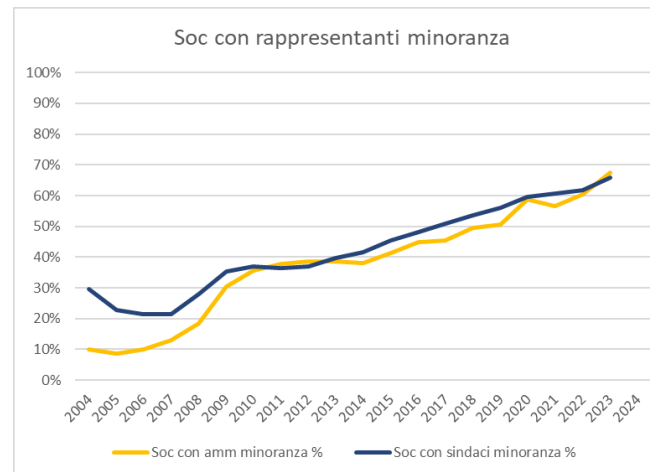
- È necessario valutare a fondo effetti incentivanti
 - Non reagiscono solo le imprese (azionisti di controllo) ma anche gli investitori (mercati)
 - Se pre-IPO, si riverberano su Prezzo e quindi su incentivo a quotarsi (come accaduto per voto plurimo)
 - Se post IPO, trasferiscono ricchezza
- Riforme ultimi 10 anni non paiono avere incentivato quotazione, né essere attrattive per investitori
 - Voto maggiorato (2014): utilizzato (circa 1/3 listino) ma sgradito a investitori
 - Voto plurimo (2014): praticamente inutilizzato
 - Maggiorazione + OPA: incentivo a *delisting* a prezzi favorevoli
 - Super-maggiorazione (2024): potenzia pregi e difetti già esistenti
 - Lista CdA (normale all'estero): destinata all'estinzione?

Proposta di riforma del TUF: aspetti «delicati»

- Segnaliamo due aspetti, tra i tanti: uno tecnico e uno di impostazione
 - Riduzione (da 12 a 6 mesi) del periodo di riferimento per OPA totalitaria rischia di incrementare *delisting* a prezzi bassi
 - Conferma da Relazione accompagnatoria: obiettivo è «contenere l'onere connesso all'acquisto della partecipazione di controllo attraverso l'OPA»
 - Attenzione al lato oscuro dell'autonomia statutaria (+ meccanismi di *opt-in* e *opt-out*)
 - Abbandono standardizzazione aumenta complessità e costi di informazione per investitori
 - Crea rischi di comportamenti opportunistici, soprattutto per società già quotate, in cui investitori non hanno l'arma dello sconto sul prezzo di IPO
 - Esempio: Creazione regime per «società di nuova quotazione»
 - Ma possibili sia *opt-out* che *opt-in* entro due anni per PMI con *mkt cap* < 1Mld nei tre anni precedenti (126 a fine 2024)
 - Difese sufficienti? Assemblea straordinaria + *whitewash* + diritto di recesso
 - Possibile delibera *two-stage*: adesione a regime subito, singole modifiche dopo (entro un termine variabile)

Regime neoquotate e PMI potenzialmente *opting-in*

- Regime neoquotate prevede soprattutto liberalizzazione regole elezione organi sociali
 - Non obbligatoria rappresentanza in CdA alle minoranze (oggi si trovano consiglieri in 124 società = 68% totale)



- 126 PMI potrebbero fare *opt-in* su regime neoquotate
- Norma su elezioni non applicabile a 57 PMI «state» e/o con voto maggiorato/plurimo
- Applicabile alle restanti 69 società (33 delle quali hanno consiglieri di minoranza); se tutte li eliminassero, le società con amm.minoranza scenderebbero da 68% a 50% del totale
- Sindaci di minoranza (oggi riscontrabili in 67% delle società) restano invece ineliminabili

Conclusioni (1 parte)

Conclusioni (1 parte)

- Successo parziale delle raccomandazioni del Presidente Comitato CG
 - Circolazione info pre-consiliare continua a essere problematica: è sufficiente continuare pressione su emittenti? Si può elevare circolazione informazioni a principio inderogabile?
 - OK info su deleghe al presidente; ma segmentazione raccomandazioni è compatibile con *best practice*?
- Applicazione legge capitali
 - Voto maggiorato e super-maggiorato: tema controverso
 - Problemi evidenti in caso di OPA per *delisting*
 - Voto plurimo: innovazione nata morta
 - Rappresentante designato: discreto successo, ma prudenza società soggette a scrutinio dei mercati
 - Lista CdA: iniziata l'estinzione, come da previsioni
- Proposta di riforma del TUF
 - Chiari incentivi a *delisting*. Ma a nuove quotazioni?
 - Autonomia statutaria nuovo mantra: esiste un «grado ottimo» di autonomia?
 - Può esserci «*too much of a good thing*»?
 - Riforme tra Scilla (irrilevanza) e Cariddi (rischi di favorire comportamenti opportunistici)