

Commissione Finanze e Tesoro
Senato della Repubblica

Seminario istituzionale

Presentazione di liste di candidati da parte dei consigli di amministrazione uscenti
delle società quotate (A.S. 2433)

Intervento del Prof. Massimo Belcredi¹
Senato della Repubblica
Roma, 16 giugno 2022

¹ Ordinario di Finanza Aziendale e Direttore FIN-GOV, Centro di ricerche finanziarie sulla corporate governance, Università Cattolica del S.Cuore.

Signor Presidente, Onorevoli Senatori, ringrazio la Commissione per avermi invitato a questo seminario, nell'ambito dell'esame del Disegno di Legge in materia di Presentazione di liste di candidati da parte dei consigli di amministrazione uscenti delle società quotate (A.S. 2433). Dopo una breve descrizione della situazione normativa vigente in materia nel nostro Paese e delle caratteristiche salienti del disegno di legge, mi soffermerò sulla prassi internazionale in tema di "lista del CdA uscente", da cui trarrò indicazioni sull'opportunità di modificare la normativa vigente.

1) Premessa

Punto di partenza del mio intervento è la considerazione che il meccanismo di elezione dei consigli di amministrazione è paragonabile alla legge elettorale e che quello di selezione dei candidati consiglieri è paragonabile a quello dei candidati alle elezioni politiche (Belcredi-Bozzi-Di Noia 2013). Da questo parallelismo discendono varie conseguenze:

a) Non esiste una "legge perfetta"; ogni legge alloca potere tra vari soggetti (nel caso, CdA, soci di maggioranza e di minoranza) e influisce in modo pervasivo sui rapporti di forza, e sulle varie fasi del processo, tra loro collegate (così come la legge elettorale influisce sul processo di selezione dei candidati). Al contrario che negli Stati Uniti, in Europa continentale (e l'Italia non fa eccezione) la posizione dei soci è molto forte rispetto a quella del CdA (Cools 2005); i rischi di autoreferenzialità del CdA appaiono quindi limitati.

b) Nelle società è opportuno che la scelta dei meccanismi di nomina/elezione tenga conto dell'assetto proprietario, che può essere molto differenziato (e tipicamente stabile nel tempo): esistono azionisti di controllo? O la società è una *public company*? E qual è l'identità dell'azionista di controllo: è una famiglia, lo Stato, altri soggetti?

È opportuno, in generale, lasciare alle società un certo grado di autonomia (statutaria) nel decidere la soluzione più adatta alle proprie esigenze. Libertà che dovrebbe trovare limiti nel caso in cui si dimostri l'esistenza di "fallimenti di mercato" (superabili tramite l'intervento legislativo) o esistano superiori esigenze di carattere pubblico.

2) Il voto di lista: la situazione attuale e il disegno di legge A.S. 2443

Per analizzare il possibile impatto delle previsioni del disegno di legge in esame è necessario tenere conto della situazione attuale. Oggi le società italiane quotate adottano leggi elettorali differenziate; questo è il frutto combinato di previsioni legali obbligatorie (non derogabili) e autonomia statutaria. Il sistema può essere sintetizzato come segue:

a) Voto su **liste bloccate** (obbligatorio: per interpretazione prevalente dell'art.147-ter TUF);

b) **Sistemi di voto molto vari**: si va dal proporzionale puro al maggioritario a turno unico ("all'inglese"); il sistema maggioritario è ampiamente prevalente;

c) **Riserva di seggi per le minoranze** (art.147-ter TUF), sempre che sia presentata una lista alternativa. Tale opportunità è stata sfruttata nel 55% delle società (70% degli eletti provengono da "liste Assogestioni"; ma se c'è contesa sul controllo gli azionisti votano sovente altri candidati, come accaduto nell'ultima assemblea Generali);

d) **Liste presentate** – tipicamente – **dai soci** (che detengono quote non inferiori alla soglia fissata nello statuto, in coerenza con i vincoli previsti da TUF e Regolamento Emittenti Consob).

- **Negli ultimi anni** si è diffusa negli statuti la previsione – non vietata dalla legge vigente e, anzi, contemplata dal Codice di autodisciplina – secondo cui **anche il CdA** uscente può presentare una **propria lista**. Questo non contraddice quanto affermato riguardo alla posizione di forza dei soci rispetto al CdA: la previsione **richiede una modifica dello statuto** (che deve essere approvata dai soci, per di più **a maggioranza qualificata**). Se i soci non vogliono lista del CdA basta non modificare lo statuto.
- Circa 50 emittenti hanno inserito nello statuto tale facoltà; essa è stata esercitata in 15 società; si tratta tipicamente di *public companies* (senza azionisti sopra il 20% dei diritti di voto), esattamente la tipologia in cui il ruolo di supplenza del CdA ha maggior ragion d'essere (FIN-GOV 2021).
- Nelle società dove una lista del CdA è stata presentata, è solitamente previsto un meccanismo trasparente di nomina dei candidati, che prevede il coinvolgimento del Comitato Nomine. Sulla trasparenza e correttezza dell'intero processo vigila Consob.

Questo è il sistema su cui intende intervenire il disegno di legge A.S. 2443, attualmente in esame in Commissione. Esso prevede **quattro rilevanti novità**:

- a) Vincoli alla lista del Cda, che deve essere “piena” (ossia avere candidati pari al numero di posti disponibili) e non può includere candidati in carica da 6 anni o più; inoltre, essa va depositata 40 gg prima dell'assemblea (quelle dei soci, come oggi, 25 gg prima);
- b) Un complesso meccanismo di voto: se la lista del CdA non arriva prima nel computo dei voti, essa resta esclusa dal riparto seggi (per le minoranze); se invece arriva prima, si effettua un ulteriore referendum sui singoli candidati, che risultano eletti solo se votati – a loro volta – a maggioranza (*majority voting*); a questo secondo turno partecipano anche i soci che prima hanno votato altre liste (in caso di bocciature sarà l'assemblea a integrare il CdA incompleto); lo stesso accade se la lista del CdA è l'unica presentata;
- c) Se il CdA presenta una sua lista, tutti i soci che detengono una quota > 0,50% del capitale sono considerati parti correlate (e eventuali operazioni con essi sono assoggettate al Regolamento OPC); si tratta, verosimilmente, di una norma anti-collusione;
- e) Il CdA non può usare risorse dell'emittente per promuovere consensi sulla propria lista. Questa è invece una norma anti-*entrenchment*.

Il sistema che ne risulterebbe appare problematico, per due ordini di ragioni:

- a) È totalmente **asimmetrico rispetto alla prassi internazionale**; questo è un problema grave, perché **riduce l'attrattività** dell'investimento nelle società italiane per i grandi investitori esteri;
- b) Anche se l'intenzione dichiarata è regolamentare la lista del CdA, il risultato è quello di **frapporre** alla sua presentazione **ostacoli** di importanza tale da renderla **sostanzialmente impraticabile**. Basti pensare all'applicazione “punitiva” della normativa parti correlate, che può ingessare la gestione e prosciugare alla fonte il consenso dei soci per qualsiasi lista del CdA.

Per comprendere le basi di tali affermazioni è necessario rivolgere lo sguardo a normativa e prassi prevalenti nei principali Paesi di riferimento (area Euro + UK + USA).

3) Il voto per l'elezione degli amministratori: un Inquadramento internazionale

L'analisi che segue si fonda su due punti di riferimento:

- Un'indagine sulle società Eurostoxx 50 (principali società area Euro), condotta in FIN-GOV 2021;
- Una descrizione del sistema USA (pre e post recente riforma su “*universal proxy voting*”, che entra in vigore nel 2022); peraltro, conclusioni analoghe valgono anche per UK.

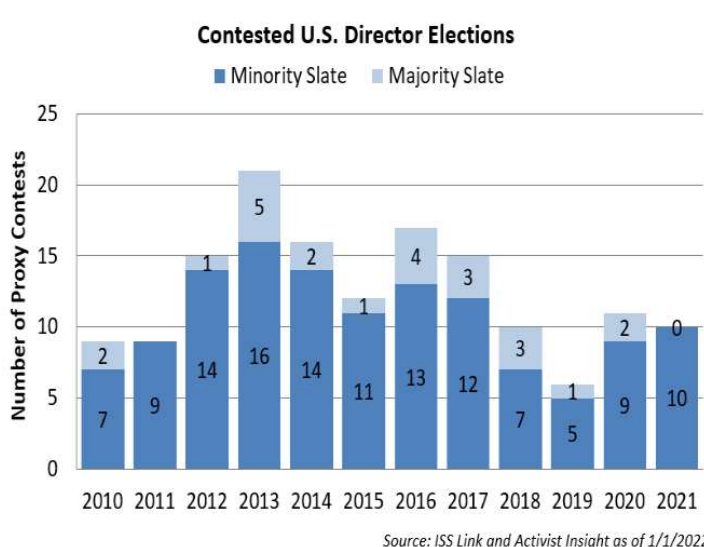
Pur con qualche differenza da Paese a Paese, il sistema prevalente in Europa prevede:

- Voto su liste aperte** (non bloccate; tutti i candidati sono votati uno per uno);
- Lista di candidati presentata** – tipicamente – **dal CdA uscente** (Armour *et al* 2017).
 - In Europa talvolta è previsto un obbligo di presentazione per CdA (Germania/Olanda, Irlanda) e/o sono frapposti limiti a liste dei soci (ad es. in Olanda candidature alternative possono essere sovente presentate solo dopo la bocciatura – con maggioranza di 2/3 – dei candidati proposti dal CdA);
 - La lista del CdA è presentata pressoché sempre, anche dove non è previsto un obbligo. L'elezione è vista come un **“normale” punto all’ordine del giorno**, su cui spetta al CdA (che ha definito l’agenda dell’assemblea) formulare proposte. Non fa differenza il fatto che la società sia una *public company* o esista un socio di controllo. A tale prassi si conformano, tra l’altro, anche le società “italiane” trasferitesi all’estero (es. Campari, Cementir, EssilorLuxottica, Ferrari...);
 - Non si riscontrano **quasi mai candidature alternative** (si sono identificati solo tre casi in Germania, da parte di un’associazione di piccoli azionisti e di disturbatori di assemblea);
 - **I candidati del CdA uscente vincono praticamente sempre.**

La situazione non è molto diversa negli USA:

- Lista di candidati presentata sempre da CdA uscente. Talvolta sono presentate candidature alternative (elezione *contested*): in tali casi normalmente si passa al *plurality voting*, cioè sono eletti i candidati che prendono più voti e **non è richiesta maggioranza qualificata dei voti**;
- Elezioni *contested* sono peraltro rarissime (Figura 1). Anche in tale eventualità i candidati del CdA uscente vincono quasi sempre. Nelle parole di un ex-Presidente della SEC: “*A director has a better chance of being struck by lightning than losing an election*” (Levitt 2006).

Figura 1: Numero di elezioni contested (rispettivamente con liste “lunghe” che puntano alla maggioranza e con liste “corte” che puntano a una minoranza di seggi)



Fonte: CII (2021)

- Ulteriori dati sono forniti dalla SEC. Dati 2017-20: 101 *contests*; ammessi al voto 47 (spesso CdA e soci attivisti si accordano *a latere*, es. tramite inserimento candidati del socio dissenziente in lista del CdA); in soli 18 casi la lista alternativa ha avuto successo, almeno parziale (“*achieved some board representation*”, SEC 2021);
- 2014-15: 72 *contests*; ammessi al voto 24;
- Negli USA, oltre alla *proxy fight* per la maggioranza dei seggi esistono altre possibilità, che possono prevedere la ricerca di posti di minoranza (Figura 1). Dal 2010, ad es., è possibile il c.d. *proxy access* (inserimento da parte di qualche socio di candidati di minoranza – 1 o 2 – nella lista del CdA): opportunità pochissimo utilizzata perché richiede una serie di pre-condizioni difficili da raggiungere: modifica dello statuto; superamento di eventuali ulteriori condizioni previste negli statuti (ad es. la richiesta di inserire candidature “dei soci” deve essere comunicata preventivamente – coi nomi – al CdA); soprattutto le candidature possono essere proposte solo da soci che abbiano ininterrottamente detenuto almeno il 3% del capitale per 3 anni, soglia molto alta dove l’azionariato è diffuso (*public company*) e/o dove il possesso azionario dei fondi è alto;
- Nel 2022 entrano in vigore le regole sul c.d. *universal proxy*: il nuovo sistema richiede a CdA e soci l’elaborazione di moduli di voto per delega (*proxy card*) secondo un formato unificato, di modo che essi siano facilmente integrabili; in assemblea si voterà, di fatto, come se tutte le candidature fossero tratte da un’unica lista, tendenzialmente con *plurality voting* (sarà eletto chi prende più voti, senza maggioranze qualificate). Da osservare che il termine per la pubblicazione delle liste è pari a 50 gg per il Cda e solo a 25 gg per i soci dissenzienti (che però sono tenuti a comunicare le candidature alternative al CdA almeno 60 gg prima dell’assemblea).

4) Quali lezioni dall’estero (e dalle esperienze italiane)?

Si possono, a questo punto, trarre alcune lezioni dall’esame delle normative e prassi estere, nonché da alcune rilevanti esperienze italiane, di seguito riportate:

a) La **lista del CdA** uscente non è “strana” ma **è la normalità**, anche dove c’è azionista di controllo, e **vince quasi sempre**. Spesso non ci sono vincoli alla formulazione di candidature da parte del CdA. Dove ci sono, si obbliga CdA a presentare lista ed eventualmente si tutela società/CdA contro eventuali proposte “abusive” di azionisti dissenzienti.

b) **Non ci sono vincoli di legge a tipo di candidature** (salvo quote di genere): in particolare, non si riscontrano vincoli legati alla durata in carica come quelli proposti nel disegno di legge: semmai, talvolta, sono previsti vincoli legati all’età dei candidati (talvolta riferiti a una certa % del CdA: ad es. in EssilorLuxottica i candidati oltre i 75 anni devono essere non più del 50%).

c) La lista del CdA **è un potere/dovere del CdA quindi non ci sono vincoli normativi a spese per raccolta deleghe** (al contrario di quanto proposto nel disegno di legge), malgrado esse siano spesso sostanziali (Tabella 1).

Tabella 1: Stima delle spese sostenute per la raccolta dei consensi (“solicitation”) da parte di CdA (“registrant”) e azionisti proponenti candidature autonome (“dissident”) negli USA, anni 2017-2020.

	Mean	Median	Minimum	Maximum
Estimated Total Costs:				
Registrant	3.891.886	1.650.000	65.000	35.000.000
Dissident	1.812.938	750.000	20.000	25.000.000
Estimated Fees Paid to Proxy Solicitor:				
Registrant	540.486	300.000	10.000	3.500.000
Dissident	278.614	125.000	12.500	2.500.000

Fonte: SEC (2021), p.87

d) La tendenza generale punta verso una **simmetria di regole tra CdA e soci** presentatori. In particolare:

- **No doppio voto** (prima su liste e poi su singoli candidati): la proposta del disegno di legge non ha precedenti internazionali ed è difficile che essa risulti gradita al mercato; è asimmetrica perché prevista solo per candidati del CdA; inoltre, è un sistema che mette in grande difficoltà chi vota per delega (tutti oggi nel vigore della normativa Covid; gli investitori istituzionali comunque, anche tornando alle assemblee in presenza);
- **No esclusione dal riparto per lista seconda arrivata** (da chiunque presentata), come previsto dal disegno di legge: non ha precedenti internazionali. Da osservare che in Italia sono già presenti norme anti-collusione:
 - È garantita la rappresentanza ad un candidato da lista “non collegata” a quella risultata di maggioranza (art. 147-ter co. 2 TUF);
 - Consob deve monitorare eventuali collegamenti: esistono precedenti (caso Benetton Generali 2008) in cui la semplice richiesta di informazioni ante assemblea ha portato al ritiro di una lista “sospetta”;
 - Sotto un profilo sostanziale, non si vede perché escludere dall’elezione candidati di una lista, da chiunque presentata, che abbiano ottenuto molti voti; significherebbe andare contro la volontà espressa da una significativa minoranza di soci.
- In merito alla **comunicazione anticipata** al mercato da parte di CdA **non ci sono evidenze conclusive**:
 - non è la prassi prevalente in Italia: in 2/3 dei casi lo statuto prevede date di deposito allineate per tutte le liste (FIN-GOV 2021);
 - Esistono precedenti internazionali di pubblicazione anticipata della lista del CdA; peraltro, in tali casi è in genere prevista la comunicazione anticipata alla società – da parte dei soci dissenzienti – delle candidature alternative;
 - Il tema vero è **garantire informazione adeguata ai soci**, sia da parte del CdA uscente sia da parte dell’azionista che propone una lista alternativa (che potrebbe estromettere CdA uscente prendendo di fatto il controllo del CdA). Il primo caso è stato oggetto del Richiamo di Attenzione Consob; oggi sembra semmai opportuno valutare se è sufficiente l’informazione fornita dai soci che presentano una lista concorrente, nel caso in cui la lista sia “lunga” e punti quindi al controllo del CdA.

Un ultimo tema indirettamente sollevato dal disegno di legge è **se sia opportuno o utile passare da liste bloccate a liste aperte** (per tutti i posti in lizza). Ciò permetterebbe – in astratto – maggiore

allineamento alla prassi internazionale ma in Italia **produrrebbe rilevanti “unintended consequences”**. Tra queste merita segnalare quanto segue:

- a) Si scardinerebbe il sistema di rappresentanza delle minoranze: l'azionista di controllo potrebbe eleggere, uno per uno, tutti i suoi candidati e ottenere il dominio incontrastato del CdA. Si esprimono forti riserve in proposito, anche perché il sistema del voto di lista ha funzionato abbastanza bene in Italia come sistema di tutela delle minoranze e del mercato (Belcredi-Enriques 2015).
- b) Negli emittenti dove esiste un azionista con maggioranza relativa ma non assoluta dei voti (tra cui numerose società a controllo pubblico: es. Eni, Enel, Italgas, Leonardo, Saipem, Snam, Terna), i singoli candidati (inclusi Presidente e AD) sarebbero a rischio di bocciatura su base individuale da parte di azionisti che detengono quote piccole ma che potrebbero coalizzarsi raggiungendo la maggioranza dei voti. Il sistema genererebbe quindi una instabilità potenzialmente assai problematica e potrebbe anche rappresentare un grosso freno all'evoluzione degli assetti proprietari in Italia.
- c) Introdurre salvaguardie e correttivi è possibile, ma questi richiedono tipicamente meccanismi complessi che possono produrre ulteriori effetti indesiderati (es. segmentare voto per rappresentanti delle minoranze va in direzione opposta a tendenze internazionali) (Belcredi-Caprio 2015).

5) Conclusioni

In conclusione, l'analisi condotta consiglia di ponderare con grande attenzione le proposte contenute nel disegno di legge. Il mio parere è che esso esponga a rischi che superano le opportunità:

- a) Il sistema esistente funziona ragionevolmente bene e non ci sono chiare evidenze di “fallimenti del mercato”;
- b) Le proposte aumenterebbero l'attuale divergenza dell'Italia dallo standard internazionale, riducendo l'attrattività del nostro sistema-Paese;
- c) Eventuali correttivi per attenuare tale divergenza porterebbero, verosimilmente, problemi di notevole portata.

Milano, 15/6/2022

Riferimenti bibliografici

Armour, J., Davies, P., Enriques, L., Hansmann, H., Hertig, G., Hopt, K., Kanda, H., Kraakman, R. e E. Rock. (2009), *The Anatomy of Corporate Law. A comparative and Functional Approach*, 3 ed. (2017), Oxford University Press.

Belcredi M., Bozzi S. e C. Di Noia (2013): *Board elections and shareholder activism: The Italian experiment*, in M. Belcredi – G. Ferrarini (a cura di) *Boards and Shareholders in European Listed Companies: Facts, Context and Post-Crisis Reforms*, Cambridge University Press, pp.365-421.

Belcredi M. e L. Caprio (2015): *Amministratori indipendenti e amministratori di minoranza: stato dell'arte e proposte evolutive*, in A. Mollo (ed.) *Atti dei seminari celebrativi per i 40 anni dall'istituzione della Consob*, Quaderno Giuridico n.9, Consob, pp.19-52.

Belcredi M. e L. Enriques (2015): *Institutional Investor Activism in a Context of Concentrated Ownership and High Private Benefits of Control: the Case of Italy*, in R. Thomas – J. Hill (eds.) *Research Handbook on Shareholder Power*, Edward Elgar, pp.383-403.

CII – Council of Institutional Investors (2021): *Universal Proxy Cards*, disponibile al sito: https://www.cii.org/cii_universal_proxy.

Cools, S. 2005. The real difference in corporate law between the United States and continental Europe: Distribution of powers, *Delaware Journal of Corporate Law* 30: 697-766.

FIN-GOV (2021): *Risposta alla consultazione Consob sul tema “La presentazione di una lista da parte del consiglio di amministrazione uscente per il rinnovo del medesimo consiglio. Richiamo di attenzione”*, disponibile al sito: <https://centridiricerca.unicatt.it/fin-gov-Risposta%20a%20consultazione%202021%2012%2015.pdf>.

Levitt, Jr, A., 2006. Stocks populi, *The Wall Street Journal* (October 27).

SEC - Securities and Exchange Commission (2021): *Universal Proxy. Final Rule*, disponibile al sito: <https://www.sec.gov/rules/final/2021/34-93596.pdf>.