

## Piergaetano Marchetti

### Intervento al Convegno sulla “lista del Consiglio”

Ringrazio il Presidente per avermi invitato a questo seminario e ringrazio Senatrici e Senatori che avranno la cortesia e pazienza di ascoltarmi.

Anche al di là dello specifico argomento è molto importante in questo momento che le istituzioni guardino ai mercati finanziari e, più in generale, agli strumenti e strutture che assicurino competitività alle imprese italiane. L'accesso ai capitali di rischio è un tema cruciale. Ce lo ricorda il recente Libro verde del MEF sulla competitività dei mercati finanziari italiani; ce lo ricorda l'OCSE con il rapporto Capital Market Review Italy 2020; ce lo ricorda il rapporto OXERA commissionato dalla Commissione Europea.

Negli ultimi tempi si sono accresciuti i casi di trasferimento di sedi di società quotate all'estero ed anche di scelta di altri paesi per accedere alla quotazione.

Si parla di *regulatory* e di *listing shopping* da parte di altri ordinamenti. E ciò è considerato, cito, “una minaccia fatale per il futuro del mercato di capitali italiani e sulla sua capacità nel sostenere l'economia del paese”. Così il Rapporto annuale di Assonime sulla *corporate governance* italiana del 2021.

Il nostro sistema deve essere competitivo con i sistemi europei. Competitivo non nel senso di ordinamento più permissivo, ma neppure nel senso di ordinamento più oneroso, più limitante. Occorre rimuovere ma anche evitare “nell'ambito della disciplina del mercato dei capitali e del diritto societario” norme che “conducono a vincoli più stringenti e

costi maggiori rispetto a quanto richiesto dal diritto europeo armonizzato (i c.d. casi di *goldplating*)”. Sono testuali parole del libro verde MEF.

Il sistema ha tutti gli elementi per evitare e reprimere abusi.

Qui sta il punto anche a proposito del disegno di legge in esame.

Se approvata, questa disciplina costituirebbe un *unicum* livello comunitario e non solo.

Che gli amministratori possano presentare, presentino candidature per il rinnovo del Consiglio è prassi diffusa, non solo tollerata, ma voluta nei paesi comunitari.

Non voglio dilungarmi sul punto. Altri colleghi forniranno dati precisi.

Le risposte alla consultazione lanciata da Consob a seguito del primo Richiamo di attenzione sulla lista del Consiglio sono eloquenti. In nessun ordinamento comunitario la lista del Consiglio è legata al fatto che la società non abbia azionisti di controllo e con influenza notevole.

I paesi comunitari non sono certo paesi ove il mercato è solo rappresentato da società ad azionariato diffuso. Sono i dati di fatto, dunque, a dire che la lista del Consiglio non è prassi seguita solo in particolari circostanze, ma sia prassi diffusa, fisiologica, favorita oggi dagli ordinamenti con cui ci confrontiamo. Una prassi dunque presente, accettata, pensata anche per società quotate non ad azionariato diffuso o fluido che dir si voglia.

Mi si obietterà che negli altri paesi non è previsto il voto di lista. La risposta è allora, semmai, di domandarsi se il nostro sistema di voto per lista non abbia bisogno di una rivisitazione o, perlomeno, di una manutenzione, una manutenzione che non pregiudica affatto le minoranze, ma anzi può potenziarle.

Qualcosa non va. È diventato proverbiale il caso della lista corta che vince; ma perché il numero dei candidati copra solo una minoranza di

posti non riesce ad essere maggioritaria tradendo così la volontà dell'elettorato. I posti mancanti vengono tratti dalla lista di minoranza. E così con un gioco di prestigio la minoranza diventa maggioranza. L'accusa di un'atavica tendenza del nostro paese al trasformismo non si smentisce.

Dunque, due primissime osservazioni. In primo luogo: la necessità che il provvedimento di cui si discute non si risolva in un danno, in un isolamento per il sistema italiano, non faciliti ancor più la fuga all'estero. In secondo luogo, e comunque, dopo 25 anni di vita del TUF (la legge Draghi), prima di intervenire sull'onda di questo o quel caso con provvedimenti *ad hoc*, pare doveroso chiedersi se non sia opportuno rivedere l'insieme.

I temi per una manutenzione del TUF vanno ben aldilà del voto di lista e della lista del Consiglio. L'equiparazione delle *trading venues* di mercati regolamentati, la nozione di prodotto finanziario, lo spazio ed il ruolo della tecnologia sono solo alcuni temi di cui urge una regolamentazione sistematica armonizzata con un nuovo testo del TUF.

Anche partendo e focalizzandosi sulle tematiche oggetto del disegno di legge in esame, è evidente come "tutto si tenga". E così si vuol impedire che gli amministratori uscenti facilitino la loro permanenza in carica per oltre sei anni. Eppure ciò è consentito se la proposta arriva dagli azionisti, da quegli azionisti che sono chiamati essi ad approvare la lista del Consiglio.

Insomma: l'obiettivo è quello di evitare eccessive permanenze in carica di amministratori? Se fosse questo l'obiettivo, non si vede francamente perché esso non deve essere perseguito in generale, indipendentemente da colui dal quale proviene la proposta di nomina.

Ed ancora, che senso ha incentivare il voto multiplo, le azioni a più voti le c.d. *loyalty shares*, se possedute stabilmente e così considerare obiettivo

importante la stabilità e poi imporre a chi (l'azionista) è custode della stabilità di far ruotare i gestori dell'impresa?

Si dice, si pensa che la investitura su proposta (il Consiglio uscente propone non decide) abbia più peso, più *appeal* di quella degli azionisti. Si afferma testualmente nella Relazione che dietro la lista del Consiglio, ove non vi sia la giustificazione di un azionariato frammentato, vi può essere l'intento dell'emittente di "attribuire a tale lista o rafforzarne la percezione di una sua maggior indipendenza e spessore".

Lista del Consiglio dunque seducente sirena, specchietto per le allodole? L'interrogativo credo riceva immediatamente risposta negativa sol che si esamini (le fonti non mancano a cominciare dal rapporto annuale Consob sulla *corporate governance*) quale sia oggi la struttura, la fisionomia dell'azionariato. Il *retail* in presa diretta sta scomparendo. Accanto ad eventuali azionisti di controllo e in assenza di azionisti di controllo la platea è occupata da investitori istituzionali, da gestori di risparmio forti ed organizzati, assistiti da qualificati *advisor* al momento del voto. Una platea che non si piega come un giunco di fronte ad un capo azienda o ad un Consiglio, pur autorevole che sia, ma che il capo azienda ed il Consiglio stesso assoggetta ad attenta selezione e monitoraggio.

Il dato, il nudo, crudo dato, che emerge dalla prassi di ordinamenti che non appartengono certo al paese dei campanelli, ai paradisi fiscali della *black list* ammettono proprio ciò che la Relazione al d.l. indica come pericolo, e cioè il fatto che il Consiglio è in grado di formulare proposte per il suo rinnovo serie, particolarmente calibrate sulle esigenze delle società.

Ed allora, non pochi dubbi sulla stessa costituzionalità della proposta per cui gli azionisti hanno, alla stregua della legislazione vigente, piena facoltà di candidare e votare amministratori in carica da più di sei anni,

ma perdono tale facoltà di voto ove la proposta venga dal Consiglio di amministrazione da rinnovare.

Si ritiene che anche nelle società quotate, come in molte istituzioni, le cariche devono ruotare, che si debba porre un limite di durata? Il tema può certo essere approfondito. Lo si affronti allora così, in questi termini generali.

Le proposte non mancano. Basti pensare al c.d. *staggered board* del Consiglio che ogni anno in parte si rinnova.

Non va comunque trascurato che per gli amministratori indipendenti un limite di durata c'è per mantenere tale qualifica. E gli amministratori indipendenti tendono ormai ad essere più della metà dei consiglieri. Il che implica evidentemente una rotazione complessiva.

Si ritiene che il circuito azionista di controllo o rilevante, Consiglio di amministrazione, rinnovo del Consiglio dia luogo ad una eccessiva concentrazione di potere? Se così fosse allora bisognerebbe agire appunto sulla struttura dell'azionariato. Ci si lavorò al tempo delle privatizzazioni ponendo un limite ai possessi azionari. Se questo (ma ho molti dubbi) è un obiettivo da perseguire, la via è appunto quella dei limiti del possesso, del voto scalare (cioè il sistema per cui le azioni superando certi livelli vedano diminuire la loro potenza di voto) o di altre soluzioni, ma non certo quella di limitare, con una misura di sapore espropriativo il voto dell'azionista di controllo a seconda di chi sia l'autore di una proposta che è sempre e solo l'azionista a dover vagliare ed a poter votare.

È questo aspetto che trovo francamente sottovalutato. Coloro ai quali spetta il voto sono sempre i soci. E così se la lista del Consiglio non risultasse la più votata vorrebbe dire che i nominativi da essa tratti godono la fiducia di una minoranza di soci. Il TUF vuole appunto questo: che i soci che in assemblea sono minoritari possano vedersi

rappresentati in Consiglio. Faccio davvero fatica a comprendere perché la lista del Consiglio votata da una minoranza non debba essere presa in considerazione, con un vero e proprio atto espropriativo della volontà dei soci minoritari che la ebbero a votare.

Arrivo forse tardi al tema che pure apre la relazione al disegno di legge. Mi riferisco all'argomento del rischio che dietro la lista del Consiglio "si celino uno o più soci forti che tendono ad occultare collegamenti di fatto". Si evoca addirittura il rischio che nella lista del Consiglio ricorrano gli estremi dell'azione di concerto.

Forte è pure la preoccupazione che le liste presentate dai soci amministratori possano essere ritenute collegate alla lista del Consiglio e così escluse ai sensi della normativa vigente della ripartizione dei seggi. A me pare agevole osservare come esista un'Autorità di Vigilanza fornita di poteri tali da verificare la sussistenza di impropri accordi. L'argomento, poi, dell'accordo di fatto implicito nell'accordo tra consiglieri azionisti prova davvero troppo, dicono i giuristi, e così prova poco o nulla perché allora presunzione di concerto tra azionisti si dovrebbe avere ogniqualvolta in Consiglio siedono soci, che pur eletti magari in diverse liste o in liste presentate da terzi, concordino sui piani, gli indirizzi, le operazioni aziendali.

Ed ancora, se la lista del Consiglio recasse il rischio di occultare accordi tra i soci, se di fronte a tale rischio irrilevanti sono i poteri dell'Autorità di Vigilanza, allora non resterebbe che vietare la lista del Consiglio. Ma a tanto non giunge il disegno di legge.

Quanto ai collegamenti va rammentato come il legislatore, anche ove le liste sono presentate solo da soci, non detta una tipologia chiusa. Lascia all'Autorità di Vigilanza che interviene caso per caso e che quando anche è intervenuta in via generale (comunicazione 26 febbraio 2009) ha formulato una casistica non esaustiva.

Il disegno di legge, se non erro, almeno nella prima versione diffusa (quella che recava come proponenti i senatori D'Alfonso e Ferri) è precedente al primo Richiamo di attenzione Consob del 2 dicembre 2021, alla conseguente consultazione, al testo finale del Richiamo di attenzione del 21 gennaio 2022.

Un intervento quello dell'Autorità di Vigilanza coraggioso che ha dato buona prova di sé, come riconosciuto unanimemente dal mercato, dai giudici severi del mercato.

Un intervento, quello del Richiamo di attenzione Consob, allora da buttare? Da ignorare?

A mio modesto avviso si è trattato di una regolamentazione (aldilà della formula, il Richiamo di attenzione indica anche precise linee di comportamento) soddisfacente. Un intervento che non ci isola nel contesto europeo, che ha ampi spazi di flessibilità, che offre una soluzione equilibrata anche ai problemi del collegamento.

Nella cornice di un eventuale revisione o manutenzione del TUF tutto, alla luce dell'esperienza dell'intervento della Autorità di Vigilanza, credo che il tema della lista del Consiglio debba anzitutto essere trattato tenendo conto dell'analisi, delle valutazioni del mercato, a mio modesto avviso, piuttosto che alla luce di un intervento legislativo *ad hoc* mirato, È questo, francamente, anche il modo, per quel che mi riguarda, per poter leggere il disegno di legge con la serenità capace di allontanare l'eco di argomentazioni largamente utilizzate, diffuse, di parti in causa in una determinata vicenda

Ciò vale anche per una pesante, pesantissima affermazione contenuta nella Relazione al d.l. laddove appunto afferma che il voto di lista comporti l'evidente rischio di dar voce ad un vero e proprio “mercato di voto”.

Io credo sia doveroso chiedere all'Autorità di Vigilanza, che ogni anno il Parlamento riferisce, se abbia avuto segni nei non pochi casi di rinnovi del Consiglio con la presentazione di una lista del Consiglio di formazione del formarsi di un mercato del voto. Così come constatato che l'attrazione nelle parti correlate di potenziali mercanti di voti è materia pure essa rientrante, per scelta del legislatore, nella competenza regolatoria della Autorità di Vigilanza.

Non ho molto altro da aggiungere e non entro in questione più di dettaglio.

Affido alla saggezza di questa Commissione se davvero vi siano adeguate ragioni per dar spazio a soluzioni sconosciute negli ordinamenti con cui ci confrontiamo estranee alla articolata, ponderata regolamentazione europea nel momento in cui l'Europa chiama ad uno sforzo comune e corale per spingere le imprese a secondare appieno la sostenibilità e così il futuro nostro e di chi verrà dopo di noi.