

Interventi a sostegno della competitività dei capitali (AS 674)

Audizione del Cav Lav Francesco Gaetano Caltagirone

Senato della Repubblica 6a Commissione (Finanze e Tesoro)

Roma, 27 giugno 2023

Signor Presidente, senatrici e senatori,
sono qui per parlarvi dell'esperienza che ho avuto come azionista di una grande società italiana.

Non sono un tecnico né uno studioso della materia e neanche un esperto. Però ho avuto delle esperienze imprenditoriali, credo uniche, perché l'anno scorso, credo per la prima volta in Italia, una lista presentata dal Consiglio uscente è stata contrapposta a una lista presentata da un azionista italiano rilevante.

Quell'azionista rilevante era una società del mio gruppo. Mi sono riproposto di non esprimere opinioni, ma parlare semplicemente di fatti, perché io non sono appunto né uno studioso né un legislatore quindi enuncerò i problemi che ho incontrato.

1. - La lista del Consiglio è nata nel mondo anglo americano, dove esistono grandi società con un azionariato polverizzato.

In quelle situazioni è difficile trovare chi ha l'interesse o la consistenza azionaria per presentare una lista e il consiglio di amministrazione svolge un ruolo di supplenza, cioè colma un vuoto non occupato da altri. Svolge in ultima analisi un servizio a favore di tutti gli azionisti.

Questa supplenza consiste nell'indicare un numero abbondante di possibili futuri consiglieri, lasciando la libera scelta all'assemblea che li vota uno per uno, risultando eletti quelli che prendono più voti.

Quindi in effetti la selezione la fa l'assemblea e non ci sono posizioni di rendita o precostituite.

Il modello della lista del consiglio è stato calato in una struttura di diritto completamente diversa quale è la nostra, senza che il legislatore fosse intervenuto. Il problema che voi dovete risolvere è se sia necessario un intervento, perché il nostro diritto societario prevede il voto di lista, cioè un voto su una lista bloccata senza possibilità di scelta individuale. In sostanza l'azionista può accettare o non accettare una lista nel suo insieme, senza scelte individuali. Quindi, se come ben può accadere, in una lista ci sono persone valide e altre meno valide, comunque tutte vengono elette in blocco.

È evidente che la tentazione per chi fa la lista del consiglio, che sono poi di fatto il Presidente e l'amministratore delegato, è quella di inserire persone che assecondano la loro visione. Al contempo, il consiglio uscente, che è quello che

propone la lista, finisce coll'essere corrivo e solidale con chi – in definitiva – decide come comporre la lista.

Come risultato di tutto ciò, si affievolisce la funzione di controllo e monitoraggio del consiglio di amministrazione fino, quale ipotesi estrema, all'azzeramento della funzione propulsiva e di monitoraggio, quasi fossero tutti yes-men.

Inoltre in Italia vi sono, come previsto dalla legge, un numero di consiglieri molto basso destinato alle minoranze. Prendendo spunto da una nota realtà finanziaria e mi perdonerete se svolgerò considerazioni necessariamente semplificate, faccio l'esempio della Società Alfa il cui statuto prevede che il consiglio sia formato da 15 membri, di cui tre riservati alle minoranze, da dividere così: due sono attribuiti alla prima lista di minoranza, uno alla seconda. Ora lo Statuto di questa società prevede però che se c'è una quarta lista ed essa è presentata da un fondo, indipendentemente dal risultato numerico della contesa, quest'ultima sarà comunque considerata terza nell'esito elettorale. Pertanto l'effetto è che su 15 consiglieri, se c'è la presentazione di una lista da parte del consiglio uscente quest'ultima otterrà 12 posti cui si affiancherà quello presentato dai fondi, mentre agli altri azionisti privati rimarrebbero soltanto due posti. E questo accadrebbe anche se i soci privati rappresentassero ben il 49% del capitale.

Alla luce della disciplina vigente non è allora irrealistico pensare – anche per le ragioni che dirò nel prosieguo – che gli amministratori possano impadronirsi delle società.

In Generali, il Consiglio per decenni è stato eletto in base a una lista presentata da Mediobanca che aveva la maggioranza relativa. Fino alla recente esperienza, dunque su 13 consiglieri Mediobanca ne aveva espressi 11, mentre 2 erano stati tratti dalla lista di Assogestioni che presenta sempre liste di minoranza e dunque non preordinate a esprimere il controllo sul Consiglio di Amministrazione.

Infatti Assogestioni non presenta un numero di consiglieri tali che possano governare. È la forte differenza con la lista del Consiglio che invece si propone di governare. Quindi, andando avanti, nel Consiglio uscente su 13 consiglieri undici erano della lista Mediobanca. Di questi undici, quattro erano di altri azionisti rilevanti diversi da Mediobanca, sette di Mediobanca. Uno di essi ha dichiarato di non voler essere riconfermato. Dei sei riconfermabili ne sono stati riconfermati cinque nella nuova lista del Consiglio.

Anche dopo l'ultimo rinnovo, avvenuto questa volta per il tramite della lista del Consiglio, in Generali sono quindi rimasti molti esponenti riferibili al socio Mediobanca ancorché questa non abbia presentato una propria lista. Di fatto, quindi, sia pure tramite la lista del Consiglio, nulla è cambiato rispetto a prima posto che il consiglio continua oggi a essere riferibile allo stesso azionista di maggioranza relativa e al management che questa aveva espresso. Di qui l'ovvia considerazione che – tramite la lista del consiglio – si rischia di perpetrare e comunque non riuscire mai a superare un determinato assetto di potere, si rischia insomma – per usare una iperbole – una vera e propria autocrazia.

E non regge l'obiezione per cui questo meccanismo è praticato e usato negli Stati Uniti perché là, come ho detto, non solo il consiglio uscente esercita un ruolo di

supplenza ma per di più la votazione è individuale sui singoli candidati e non su liste bloccate.

In Generali abbiamo invece vissuto il paradosso della presentazione di una lista da parte del consiglio uscente contro quella di un socio e, in virtù dell'attuale assetto normativo, "bloccata", dunque da votare senza possibilità di alcuna selezione di merito.

2. – Poche parole adesso sull'assemblea.

Credevo, come molte altre persone, che i fondi di investimento, cui è affidata una quota di risparmio assai importante, agissero sulla base di scelte selettive e meditate.

In realtà, molti sono i fondi cosiddetti passivi che comprano i titoli sul listino in modo del tutto standard e automatico, senza particolare ponderazione o criterio specifico (comprano l'indice). Mi spiego meglio, questi fondi passivi decidono di investire sui titoli in Italia 1.000€ e dei 1.000, € 100 sono investiti in Generali perché Generali rappresenta ponderalmente il 10% del listino.

Data questa modalità di investimento, i fondi in discussione non hanno un ufficio studi che svolga per loro ricerche o approfondimenti e, quindi, al momento del voto si trovano nell'impossibilità di dotarsi di un proprio autonomo orientamento fondato sulla qualità specifica dei candidati.

Ecco che appaiono quindi all'orizzonte delle organizzazioni chiamate proxy. Le principali sono due americane di diritto privato. Queste organizzazioni esprimono un parere, sulla votazione da dare alle diverse liste in concorrenza senza assumersi nessuna responsabilità, perché sono semplicemente dei consulenti.

E i fondi a loro volta votano senza assumersi responsabilità, limitandosi a seguire le indicazioni dei proxy. Il risultato finale è che i fondi determinano il risultato dell'elezione del consiglio di amministrazione di un'importantissima società, senza effettiva assunzione di responsabilità e senza alcuno studio specifico, limitandosi a aderire all'indicazione dei proxy che sono semplicemente dei consulenti.

Mi pare evidente quello che è il rischio: si finisce per mettere nelle mani di alcune organizzazioni consulenziali il futuro di fondamentali imprese italiane.

È un problema che va in qualche maniera considerato. Ma non è tutto. I proxy non vivono facendo solo questa attività, essi in realtà fanno consulenza a più ampio spettro, dunque spesso anche su incarico della società interessata al rinnovo del consiglio di amministrazione. È dunque chiaro che, se il consiglio uscente ha dato dei mandati ai proxy, questi ultimi saranno probabilmente più benevoli e avranno un occhio di riguardo verso la lista dei candidati presentata dallo stesso consiglio che ha dato loro incarichi e remunerazione.

È insomma chiaro il rischio di conflitti di interesse: il consiglio di amministrazione, che propone la lista è lo stesso che dà mandati consulenziali ai proxy advisor ed è ancora lo stesso direttamente interessato a quelle che sono le indicazioni di voto.

Il conflitto di interesse può riguardare peraltro gli stessi fondi azionisti. Ad esempio le Generali che dispongono di centinaia di miliardi di risorse da gestire e investire

e di questi almeno molte decine di miliardi sono affidati a fondi di investimento che possono essere anche contestualmente, azionisti della Compagnia.

Quindi immaginate, come esempio teorico, un fondo Alfa che è azionista di una società e riceve 2 miliardi da gestire da parte di quest'ultima. In questo caso, si badi bene, le commesse che il fondo in questione riceve non sono sottoposti alla normativa in materia di parti correlate.

Il risultato è che il management può assicurare al fondo commissioni molto generose, sicché è ovvio che questo fondo sarà ancora una volta benevolo e avrà un occhio di riguardo verso la lista che sia presentata dal consiglio uscente, cioè dagli stessi amministratori che hanno garantito al fondo soldi e provvigioni.

Si può arrivare al paradosso che questi fondi, che sono l'equivalente dei fornitori per le società industriali, arrivano a determinare il futuro delle società finanziarie. Il tutto con il doppio cappello di azionista e controparte commerciale, sulla base di incarichi affidati dal management, senza alcun effettivo monitoraggio o controllo. E pensare che se, invece, un consigliere di amministrazione dovesse affittare un appartamento dalle Generali, questa operazione sarebbe per legge monitorata attraverso la procedura parti correlate e vagliati eventuali conflitti di interesse: quando si dice il paradosso.

Lo stesso può dirsi per il fenomeno del prestito titoli che fa sì che chi vota può esprimere un potere decisionale del tutto sganciato dall'investimento nella società, ragione per la quale proprio le associazioni internazionali che regolano il fenomeno prevedono che esso non sia consentito o che sia direttamente vietato se finalizzato a determinare il controllo di una società e comunque anche solo a esercitare il diritto di voto.

La mancanza di regole ha consentito invece che il socio Mediobanca votasse in assemblea per circa il 6,5% dei votanti a favore della lista del Consiglio.

3. – Nei rischi di autop perpetuazione e del conflitto di interessi sta un problema che il legislatore non può ignorare. Non si può immaginare un futuro in cui il Consiglio fa la lista e i fornitori/fondi si sostituiscono agli azionisti stabili determinando l'esito della votazione.

Comprendo e richiamo la solita obiezione che mi vien fatta: questo è il mercato! Ma io credo che non sia affatto così: un conto è il mercato e gli investimenti, altra cosa è la speculazione, cioè la ricerca del guadagno finanziario nel breve termine. Faccio il mio esempio personale. Io ho ottant'anni, sono 55 anni che lavoro. I profitti fatti in questi anni io li ho sempre reinvestiti, anche aprendo siti e stabilimenti industriali. Sono iniziative che portano sì dei guadagni ma in un tempo necessariamente più lungo, di anni.

È ciò che fa l'investitore stabile: rinuncia a profitti immediati, reinveste con pazienza e attende il tempo necessario. Purtroppo, questa logica, saggia e che assicura crescita, ormai non riesce a prevalere.

Siamo arrivati al punto che la borsa, che dovrebbe essere punto di incontro del capitale con le attività produttive non svolge più questo ruolo.

È oggetto di attenzione diffusa da parte di tutti coloro che si occupano di borsa e società quotate il caso del riacquisto delle azioni proprie. Una società ha in ipotesi

fatto importanti profitti e, invece di reinvestirli (magari aprendo un nuovo stabilimento) usa le risorse per comprare le azioni proprie, ossia compra le azioni dai propri azionisti riducendo il capitale. Spesso la reazione ad una richiesta di aumento di capitale è un ribasso.

Ma non è finita. Dato che il risultato deve essere gradito ai fondi internazionali, per definizione soci a breve termine, si dà un'incentivazione ai manager per portare appunto risultati immediati, riconoscendo così cifre che spesso sono davvero cospicue, il tutto senza che gli azionisti speculativi abbiano nulla da ridire. È chiaro, dunque, che ci troviamo di fronte a un perverso cortocircuito: da una parte, le alte remunerazioni dei manager, cui questi ultimi sono fisiologicamente interessati, non sono legate al successo dell'impresa nel lungo termine ma ai risultati immediati; dall'altra parte tali risultati di breve periodo sono quelli cui sono interessati i fondi, che possono poi garantire la rielezione dei manager.

Questa è un'altra differenza con un azionista a lungo termine che spiego tornando al mio caso personale. Io sono o sono stato presidente di 4 società quotate del mio gruppo da oltre quarant'anni. Sono quarant'anni che mi viene assegnato un compenso ma io lo rifiuto perché, essendo azionista, l'utile lo prendo dallo sviluppo della società.

Invece nelle realtà dove gli azionisti stabili non esprimono la guida, la meccanica funziona tutta al contrario: qui le società sono impegnate a dare il massimo del dividendo, comprare il massimo delle azioni proprie e a dare ai manager il massimo dei compensi mungendo le aziende e compromettendo lo sviluppo futuro.

Facendo così, avremmo in futuro aziende sempre più piccole rispetto ai competitors, che mangiano ricchezza anziché produrne di nuova. Credo che una riflessione vada fatta.

4. – Torniamo all'esperienza pratica che ho avuto. Dopo avere parlato della formazione della lista, dopo aver parlato del comportamento degli azionisti di lunga e breve scadenza, parlerò di cosa succede nel concreto quando un azionista rilevante si contrappone alla lista presentata dal Consiglio di Amministrazione.

Io ho provato a misurarmi contro qualcuno che ha utilizzato tutti i mezzi della società per bloccare il rivale, senza contare che il rivale era ed è un azionista di peso. In particolare, la Società ha potuto ricorrere alle proprie risorse per pagare i professionisti, le campagne di stampa, i consulenti anche bancari, e addirittura una sollecitazione per raccogliere deleghe di voto.

Io come azionista mi sono trovato contro i manager della Compagnia. La lista del consiglio, da meccanismo nato per supplire ai casi nei quali nessun azionista ha la percentuale per presentare una lista (o in concreto non intende farlo), è diventato strumento grazie al quale i manager possono auto-perpetuarsi anche in contrasto con le scelte e le visioni dei propri azionisti stabili.

Sarebbe successa la stessa cosa, e credo sia importante che lo dica, anche all'Enel, se il Consiglio di Amministrazione avesse presentato una propria lista. In una tale evenienza la lista presentata dal Tesoro sarebbe stata in seria difficoltà e avrebbe potuto perdere.

Insomma, la lista del consiglio, se non confinata a casi particolari, rischia di sublimare quella che spesso è l'autoreferenzialità di manager che si impadroniscono delle società, come fossero roba loro, mediante un rapporto privilegiato con gli azionisti di breve termine.

5. – Certo non sta a me dare soluzioni.

Faccio però presente, richiamandomi anche a quanto emerge dalle cronache, che ormai i nuclei stabili di azionisti italiani, proprio e anche per i problemi che vi ho oggi illustrato, trasferiscono le aziende dove esiste il voto plurimo. È quanto ha dichiarato recentemente anche Brembo che si è trasferita in Olanda e ha detto che se ne va per il voto multiplo.

Che cos'è il voto multiplo? È quello che consente al socio stabile di nominare gli amministratori. E credo che sia una cosa indispensabile in una realtà industriale quale quella italiana, caratterizzata a tutt'oggi da molte imprese familiari. Non è possibile che appunto un'azienda familiare che si quota per recuperare risorse da destinare agli investimenti, diluendosi perciò magari al 30% del capitale, rischi poi di essere espropriata da speculatori che impongono propri amministratori orientati solo al breve termine.

Quindi il voto multiplo è una soluzione a cui bisogna pensare a protezione e a difesa dalla speculazione. Non contro il mercato, ma contro la speculazione.

La speculazione può essere certo tollerata, ma una società evoluta non può privilegiare la speculazione.

6. – Da ultimo l'art.8 della legge sulla competitività dei capitali prevede che per le società quotate si possa aumentare il capitale mediante conferimento fino al limite del 20% senza rispettare le maggioranze qualificate e privando gli azionisti del diritto di opzione. Ciò fino al 30 aprile 2025. Ma attenzione. Nel caso di consiglio eletto con lista del consiglio, quest'ultimo può scegliere il destinatario del 20% delle azioni della società individuando un soggetto gradito così creando il nuovo socio di maggioranza senza che i preesistenti azionisti possano opporsi essendo stata esclusa per legge la minoranza di blocco, sarebbe quasi un esproprio.

Si potrebbe arrivare al punto che è il manager che si sceglie l'azionista e non il contrario, con tutte le conseguenze negative che ho provato a illustrare.

Facciamo un esempio: la società Alfa, che ha una grossa partecipazione in Brasile, la conferisce ad una società quotata (come potrebbe essere Generali o Enel) e riceve il 20% delle azioni. La società Alfa può così divenire socio di controllo della società che ha fatto l'aumento di capitale escludendo il diritto di opzione di tutti gli altri soci. Mi pare un rischio che non debba essere sottovalutato.

Mi rendo conto che è molto importante che il mercato e la legislazione italiana siano attrattivi.

Non è però pensabile che possano rischiare di passare di mano aziende così importanti sulla base di decisioni di manager che non rendono conto a nessuno se non a sé stessi.

7. – È giusto pensare ad essere attrattivi ma anche a come non far fuggire i soci e le società italiani all'estero.

Se mi passate la battuta, come ogni allenatore di calcio sa, la prima regola è non subire gol. Bisogna impedire che gli italiani se ne vadano.

È importante che gli azionisti stabili si sentano rassicurati e siano difesi dalla speculazione e dell'invasione di manager inamovibili.