

SENATO DELLA REPUBBLICA

XVIII LEGISLATURA

6^a COMMISSIONE
Finanze e tesoro

SEMINARIO ISTITUZIONALE

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

16 GIUGNO 2022

INDICE

	Pagina
Interventi	
Prof. Paolo SAVONA - Consob.....	1
Dott. Marcello BIANCHI - Assonime.....	7
Prof. Piergaetano MARCHETTI.....	25
Prof. Massimo BELCREDI.....	33
Prof. Maurizio IRRERA.....	41
Prof. Mario Stella RICHTER.....	47
Prof. Marco VENTORUZZO.....	55
Prof. Alberto GAMBINO.....	61
Prof. Marco MAUGERI.....	66
Prof. Roberto SACCHI.....	77
Prof.ssa Giuliana SCOGNAMIGLIO.....	82
Prof. Antonio NUZZO.....	93

***Intervento del prof. Paolo Savona, Presidente Consob, al Seminario del
16 giugno 2022
sulla
Presentazione di liste di candidati
per la nomina dei consigli di amministrazione***

Per affrontare il tema, bisogna partire da alcuni dati oggettivi:

- 1) Sul piano dei principi vi è divergenza di impostazione tra riconoscere alle imprese il potere di autogovernarsi o/e agli organi della democrazia di intervenire direttamente.
- 2) non esistono norme comunitarie in materia di nomina degli organi sociali di società quotate, creando un habitat propenso verso la prima impostazione;
- 3) a livello internazionale, la nomina del *board* di società quotate è regolata in modo composito da leggi, da codici di comportamento o da semplici prassi;
- 4) in diversi paesi è diffusa la formulazione di candidature da parte del board uscente ed esistono sistemi che prevedono la votazione su ciascuna singola candidatura;
- 5) peculiarità italiana è il sistema di votazione “in blocco” di un’intera lista;
- 6) i Comitati nomine, in maggioranza composti da amministratori indipendenti, sono generalmente investiti all’estero del compito di assistere l’organo amministrativo nell’istruttoria sulla formulazione di candidature; ciò avviene per lo più sulla scorta di indicazioni dei codici di autodisciplina (fanno eccezione gli Stati Uniti dove le regole post-Enron impongono che gli amministratori indipendenti controllino il processo di nomina del board).

- 7) L'evoluzione recente di alcuni ordinamenti mira a valorizzare il ruolo dei soci di minoranza. Ad esempio, negli Stati Uniti i sistemi di votazione dei singoli candidati consentono ai soci di influenzare l'esito dell'elezione del *board* e favoriscono la formulazione di candidature da parte di minoranze qualificate. Nel Regno Unito, per le società quotate sul segmento *premium* in cui è presente un azionista di controllo, la nomina degli amministratori indipendenti avviene con la doppia approvazione da parte della generalità degli azionisti e da parte dei soli soci indipendenti.
- 8) In Italia, un quarto delle società quotate (n. 49) ha inserito nel proprio statuto la possibilità che il CdA uscente presenti una lista di candidati per il rinnovo;
- 9) di queste 49, il concreto esercizio della facoltà statutaria è avvenuto in circa il 30% dei casi (15 società) con riferimento ai CdA eletti nel triennio 2020-22;
- 10) nel biennio precedente (2018-19), si sono registrati solo 5 casi, per un totale di 20 società nelle ultime 5 stagioni assembleari.

Il fenomeno, in linea generale, può essere letto come l'assunzione da parte del CdA di un ruolo di "supplenza" per affrontare l'inerzia dei soci in società ad azionariato molto diffuso. E infatti i dati mostrano che nel biennio 2018-2019 il fenomeno ha interessato in Italia public company (o cooperative).

Dal 2020 si osserva però sul mercato italiano un cambiamento: nel fenomeno risultano infatti coinvolte in modo crescente società con assetti proprietari meno frammentati e con azionisti privati rilevanti che non sono investitori istituzionali.

La quota media di capitale in mano ad azionisti rilevanti è infatti passata, nelle società che registrano liste presentate dai CdA uscenti, dal 9% nel 2018 a oltre il 37% nel 2022; e, se si guarda ai soli soci privati non istituzionali, dall'1% nel 2018-19 al 30% nel 2022.

In alcuni di questi casi ci si è trovati in presenza di situazioni particolari, come la dichiarazione dei soci stabili o dei nuovi soci di non avere interesse a presentare una lista o l'uscita dal capitale del socio che aveva nominato la maggioranza degli amministratori.

*I dati sinteticamente descritti hanno indotto nuove riflessioni sul fenomeno che riguardano il corretto funzionamento dei diversi istituti che regolano il governo societario come **la trasparenza pre-assembleare, il collegamento tra liste, le operazioni con parti correlate, gli istituti dell'OPA e dei patti parasociali.***

Con il Richiamo di attenzione del 21 gennaio 2022, preceduto da una pubblica consultazione, la Consob ha voluto indicare le aree su cui è utile e opportuno che siano effettuate valutazioni attente per il buon funzionamento del governo societario in caso di presentazioni di liste da parte dei CdA uscenti. Le considerazioni svolte nel Richiamo prescindono da ogni valutazione di legittimità.

In particolare, nel Richiamo è stata effettuata la ricostruzione della normativa di riferimento (l'art. 147-ter del TUF) introdotta dalla Riforma sul Risparmio del 2005-2006.

Come noto, la legge italiana ha dettato una disciplina speciale per la nomina degli organi sociali delle società quotate incentrata sul ruolo dei soci, anche di minoranza.

La norma introduce l'obbligo del c.d. "voto di lista", ovvero dispone che la nomina avvenga sulla base di liste presentate da soci che hanno una partecipazione qualificata, individuata anche sulla base della regolamentazione della Consob.

Vale la pena di ricordare che il voto di lista è stato introdotto per la prima volta in Italia nel 1994 all'epoca delle grandi privatizzazioni, per favorire la conversione di grandi

società pubbliche a *public companies*, garantendo assetti di governo apprezzabili dal mercato.

La presentazione di candidature da parte del CdA uscente non è contemplata espressamente.

Come visto, la lista del CdA è stata utilizzata da 20 società quotate in cinque stagioni assembleari, inizialmente come rimedio all'inerzia dei soci e ultimamente anche con altre motivazioni che hanno indotto un maggiore allineamento a prassi consolidate all'estero dove gli investitori istituzionali internazionali (molto presenti nell'azionariato delle quotate italiane) e i *proxy advisor* sono abituati alla presentazione di candidature da parte del *board* uscente.

La Consob ha voluto evidenziare al mercato alcuni profili di rischio generalizzati, come quelli di autoreferenzialità e autoperpetuazione dei CdA, e alcune questioni legate più da vicino alle caratteristiche proprie del sistema italiano, come noto connotato da assetti proprietari molto concentrati.

In particolare, la Consob ha indicato quattro aree nelle quali possono porsi problemi:

- I. trasparenza del processo di selezione delle candidature e di formazione della lista, per assicurare meccanismi di corretta competizione tra liste;
- II. individuazione corretta delle persone che agiscono di concerto (ai sensi della disciplina dell'OPA);
- III. mappatura corretta delle parti correlate della società;
- IV. collegamenti tra liste.

La Consob ha voluto fornire al mercato il proprio indirizzo sulle misure che possono essere idonee ad affrontare tali rischi.

Si tratta di:

- 1) regole procedurali per assicurare trasparenza e documentabilità del processo di selezione dei candidati, anche in linea con il Codice di *Corporate Governance*, attraverso una procedura da adottare *ex ante* e che disciplini le diverse fasi del processo (autovalutazione e orientamenti ai soci sulla composizione ottimale, criteri di selezione dei candidati, definizione della *long list*, della *short list* e della lista finale);
- 2) valorizzazione del ruolo delle componenti indipendenti del board: comitato nomine o altro comitato e presidente indipendente ovvero *lead independent director* (o altro indipendente) in affiancamento all'eventuale presidente non indipendente;
- 3) trasparente e documentata interlocuzione con i soci che, soprattutto per i possibili rischi di OPA obbligatoria (es. in presenza di azionisti titolari complessivamente di partecipazioni superiori alla soglia rilevante), abbia ad oggetto i criteri qualitativi da seguire per l'individuazione della composizione ottimale complessiva del CdA e dei profili più idonei a ricoprire la carica di amministratore;
- 4) alcuni criteri sulla partecipazione al processo della lista del CdA di amministratori che siano, ad esempio, soci dell'emittente per evitare "collegamenti" tra lista del CdA e l'eventuale lista del socio;
- 5) adeguata informativa sul processo svolto (incluse eventuali votazioni a maggioranza) e sugli scenari possibili all'esito del voto assembleare;
- 6) indicazioni puntuali per una corretta mappatura delle parti correlate (ad esempio laddove un amministratore che proviene dalla lista del CdA sia comunque espressione di un socio).

La Consob ha voluto quindi esprimersi, dopo aver raccolto le opinioni anche di molti esperti presenti qui oggi, su una materia complessa che, come succede

diffusamente anche all'estero, richiede un mix di regole, autonomia statutaria, buone procedure, prassi corrette di comportamento e di trasparenza, con l'obiettivo di consentire a tutti i soci un processo di partecipazione consapevole al governo di società che si rivolgono al mercato.

Va rilevato che le questioni relative all'esistenza non dichiarata di patti, accordi o collegamenti tra soci, che possono emergere anche in occasione della nomina dei CdA, sono regolate da un insieme consolidato di disposizioni normative il cui rispetto è affidato alla vigilanza della Consob, che esercita da tempo un'attenta sorveglianza su eventuali violazioni della materia. Questo implica una vigilanza **continua** pre-assembleare, tutta tesa alla trasparenza, e post-assembleare, volta a sanzionare gli illeciti accertati in qualsiasi fase della nomina.

Anche alla luce delle vicende recenti, si deve ribadire che la competizione tra soci, e anche tra liste di candidati al CdA, è un processo fisiologico, apprezzato dagli investitori istituzionali nazionali e internazionali che si stanno, infatti, rivolgendo al nostro mercato in misura crescente e più attiva. Gli investitori istituzionali esteri stanno svolgendo un ruolo sempre più importante, non solo con l'afflusso di capitali per quote molto molto importanti della capitalizzazione, ma anche esprimendo interesse diretto alla gestione delle imprese.

14/2022

Interventi

Seminario istituzionale sul disegno di legge n. 2433, relativo alla presentazione di liste di candidati da parte dei consigli di amministrazione uscenti delle società quotate

Marcello Bianchi

16 giugno 2022

**Seminario istituzionale sul disegno di legge n.
2433, relativo alla presentazione di liste di
candidati da parte dei consigli di
amministrazione uscenti delle società quotate**

Marcello Bianchi

Roma, 16 giugno 2022

La ratio del disegno di legge

1. Opportunità di legittimare, con apposita disciplina, la presentazione di una lista da parte del consiglio uscente nel sistema di nomina adottato dal TUF, incentrato sul ruolo degli azionisti nella presentazione delle liste (voto di lista).
2. Interesse suscitato dal ricorso alla lista del consiglio anche da parte di società con azionisti stabili o di riferimento, considerato una sorta di «anomalia» rispetto alla fisiologia del suo utilizzo: società ad azionariato diffuso e polverizzato (tipiche dei paesi anglosassoni).
3. Nelle società che hanno soci di riferimento, infatti, la lista del consiglio determina specifiche criticità riguardanti la tutela degli investitori e l'integrità del mercato del controllo.
4. Di qui la necessità di prevedere regole procedurali e di trasparenza per il suo utilizzo.

1. Opportunità di legittimare la presentazione di una lista da parte del consiglio uscente

L'obiettivo non è espressamente indicato nella relazione, ma è di fatto realizzato al comma 1 dove si dice che «*se lo statuto lo prevede, .. può essere presentata una lista di candidati da parte del consiglio di amministrazione uscente*».

Questa esigenza di legittimazione si scontra con la prassi e la letteratura prevalente (come riconosciuto nella Relazione) e pertanto:

- da un lato, appare non necessaria
- dall'altro, rischia di ingenerare un dubbio sulla legittimità delle prassi precedenti.

Un ulteriore effetto, con conseguenze più teoriche che pratiche, è di legare la legittimazione alla presentazione della lista del consiglio a una specifica previsione statutaria (sulla cui necessità c'è un dibattito aperto in dottrina).

2. La presunta «anomalia» della lista del consiglio nelle società con azionisti di riferimento (1)

In realtà, in tutti i principali paesi, la lista del consiglio è la prassi dominante è anche nelle società con azionisti di controllo e di riferimento.

Nella maggior parte dei paesi, la legittimazione alla presentazione di candidati non è disciplinata dalla legge (né per le società in generale né per le società quotate), ma è rimessa all'autonomia societaria.

La legittimazione del consiglio uscente discende dai doveri/poteri generali attribuiti all'organo di amministrazione che riguardano:

- in generale, la presentazione di proposte sulle materie oggetto di deliberazione assembleare
- in particolare, la responsabilità di assicurare l'adeguatezza dell'assetto organizzativo che può ben comprendere la composizione del consiglio stesso

Di per sé, la lista del consiglio nelle società con azionisti di riferimento non costituisce un'anomalia, né nel quadro internazionale né nel quadro della disciplina societaria italiana.

2. La presunta «anomalia» della lista del consiglio nelle società con azionisti di riferimento (2)

Nelle società italiane quotate, la presenza in statuto della facoltà per il consiglio di presentare una propria lista è significativa e crescente:

- circa un quarto delle società (49 società al 31/12/2021), di cui oltre la metà hanno una proprietà concentrata;
- in oltre la metà delle società che si sono quotate negli ultimi 5 anni (18 su 37), di cui quasi due terzi a proprietà concentrata.

La lista del consiglio è adottata, peraltro, da tutte le imprese con matrici italiane che hanno spostato all'estero la sede sociale mantenendo la quotazione principale in Italia.

Per queste società, la disciplina applicabile sulla nomina del consiglio non è quella del TUF, ma quella del paese di incorporazione (quasi sempre l'Olanda).

Si tratta di una decina di società di grandi dimensioni: rappresentano oltre un quarto della capitalizzazione di Euronext Milan. Tutte hanno azionisti di riferimento e in tutte la nomina avviene sulla base della presentazione di una lista di candidati da parte del consiglio uscente.

Queste società sarebbero comunque escluse dalle modifiche al TUF.

3. Le criticità nella tutela degli investitori e nell'integrità del mercato del controllo

Il DDL individua alcune rischi specifici legati alla presentazione di una lista da parte del consiglio uscente nelle società con azionista di riferimento:

- a. Difficoltà di individuare un'azione di concerto tra amministratori/soci che concordino su una lista del consiglio (con effetti sull'obbligo di lanciare un'opa)
- b. Difficoltà di identificare collegamenti tra lista del cda ed eventuale lista presentata dal socio di riferimento (con un possibile effetto di spiazzamento di un'eventuale lista di minoranza)
- c. Rischio di autopertuazione del consiglio
- d. Rischio di guadagnare il consenso di azionisti significativi con la realizzazioni di operazioni con la società a loro vantaggio (con una elusione sostanziale della disciplina sulle operazioni con parti correlate)

3. L'approccio del DdL rispetto a queste criticità

Le criticità evidenziate sono reali ma gli strumenti individuati nel DdL per affrontarle appaiono inadeguati e/o sovradimensionati:

- a. Il tema **dell'azione** di concerto non è affrontato.
- b. Il tema del collegamento tra liste è risolto considerando sempre la lista del consiglio collegata alla eventuale lista di maggioranza, con l'**effetto** di discriminare il voto degli azionisti che hanno sostenuto la lista del consiglio.
- c. Il tema **dell'autoperpetuazione** è risolto attraverso due strade:
 - introducendo un limite temporale al mandato (6 anni) per i soli amministratori della lista del consiglio, introducendo una discriminazione giuridicamente dubbia e rischiando di compromettere la continuità della gestione (riguarda anche gli esecutivi)
 - prevedendo un voto individuale sui soli candidati della lista del consiglio, anche qui introducendo una discriminazione tra liste di dubbia legittimità
- d) Il tema dei conflitti di interesse è risolto abbassando la soglia di identificazione delle parti correlate per tutti gli azionisti, anche di quelli che non hanno partecipato alla presentazione e alla votazione della lista del consiglio.

Si introduce, inoltre, un obbligo di astenersi dal sostenere e raccogliere consensi sulla lista del consiglio, la cui violazione costituisce causa di revoca del consiglio per giusta causa, alterando la competizione tra liste.

●4. Regole procedurali e di trasparenza

- L'**impressione** è che l'effetto di queste misure sarebbe più quello di scoraggiare *tout court* la presentazione della lista del consiglio che di disciplinarlo.
- È invece reale l'**esigenza** di assicurare procedure decisionali e di trasparenza per la presentazione della lista del consiglio uscente.
- È discutibile se sia necessario un intervento normativo e peraltro il DDL non interviene su questo punto: l'**unica** regola procedurale o di trasparenza è quella che prevede l'**anticipo** della tempistica di deposito e pubblicazione della lista del consiglio rispetto alle liste presentate dai soci (40 gg vs. 25 e 21).
- Principi generali e raccomandazioni specifiche su procedure e trasparenza sono invece previsti dall'**autodisciplina** (nuovo Codice di Corporate Governance):
 - *Dovere di diligenza del consiglio: «cura che il processo di nomina degli amministratori sia trasparente e funzionale a realizzare la composizione ottimale»*
 - *Istituzione e ruolo di un comitato nomine, composto in maggioranza da amministratori indipendenti: «supporta il board nell'autovalutazione, nella definizione della composizione ottimale e nell'eventuale presentazione di una lista, secondo modalità che ne assicurino una formazione e una presentazione trasparente*
 - *Rapporti del consiglio con gli azionisti regolati da un'apposita «politica per il dialogo», funzionale anche nel caso di presentazione di una lista*

4. Le prassi procedurali e di trasparenza

La maggior parte delle società quotate in cui è stata presentata la lista del consiglio hanno adottato e pubblicato apposite procedure per la governance del processo di nomina, che seguono le indicazioni del Codice (9 società su 15). Le altre società hanno comunque adottato prassi equivalenti.

In generale, la «qualità» delle attività funzionali alla nomina del consiglio (autovalutazione, orientamenti, politiche di dialogo con gli azionisti) appare maggiore in presenza di una previsione statutaria sulla lista del consiglio e, ancora di più, dell'effettiva presentazione.

Emerge che in queste società è rilevabile una maggiore responsabilizzazione del board (e in particolare delle sue componenti indipendenti) rispetto all'obiettivo di assicurare una composizione adeguata del consiglio e a una scelta trasparente dei suoi componenti.

L'autodisciplina e le prassi delle singole società hanno ricevuto un utile complemento dal richiamo di attenzione della Consob del gennaio 2022, che ha fornito una legittimazione delle migliori pratiche e utili indicazioni per prevenire possibili criticità legate alla convivenza della lista del consiglio con la tutela delle minoranze.

Conclusioni

Il quadro normativo italiano sul sistema di nomina del consiglio è già particolarmente complesso e intrusivo rispetto agli standard degli altri principali paesi.

La prassi della presentazione della lista da parte del consiglio rappresenta una convergenza verso quegli standard e si sta affermando in un quadro solido di autoregolamentazione e di scelte individuali da parte delle società.

Questa prassi sembra peraltro rispondere alla crescente esigenza di valorizzare la natura strategica del processo di formazione del consiglio, soprattutto per affrontare le transizioni ambientali e digitali, e più in generale il percorso verso la sostenibilità.

Esistono rischi di «tensioni», sia sul piano concettuale sia sul piano operativo, tra il sistema del voto di lista e la presentazione di una lista da parte del consiglio uscente.

Le criticità, presenti in ogni sistema, sono affrontabili con gli strumenti normativi esistenti, in Italia già più severi che negli altri paesi europei, e con un'efficace attività di vigilanza.

Ci si può chiedere, al contrario, se non sia il caso di valorizzare ulteriormente l'autonomia delle società nel determinare il processo di nomina del consiglio, tornando all'impostazione originaria del TUF del 1998.

APPENDICE

Alcuni dati sull'analisi delle prassi

Tabella 1. La lista del CdA uscente nelle società quotate ⁽¹⁾ su Euronext Milan

(situazione al 31/12/2021)

	lista CdA in statuto		lista CdA presentata	
	numero società	capitalizzazione (in % del totale mercato)	numero società	capitalizzazione (in % del totale mercato)
Totale società italiane	49	36,8%	15	13,4%
Di cui:				
azionariato diffuso ⁽²⁾	19	14,7%	13	12,2%
controllata ⁽³⁾	20	1,7%	0	0,0%
privatizzata ad azionariato diffuso ⁽⁴⁾	2	1,2%	2	1,2%
privatizzata controllata ⁽⁵⁾	8	19,2%	0	0,0%
Totale società estere	13	26,0%	13	26,0%
Di cui:				
azionariato diffuso ⁽²⁾	2	0,5%	2	0,5%
controllata ⁽³⁾	11	26,0%	11	26,0%
Totale	62	62,8%	28	39,3%

(1) Società italiane ed estere incluse negli indici di Euronext Milan

(2) Società nel cui azionariato non c'è un azionista di controllo

(3) Società nel cui azionariato c'è un azionista di controllo o un patto di sindacato con più del 30%

(4) Società soggetta alla legge sulle privatizzazioni nel cui azionariato non c'è un azionista di controllo

(5) Società soggetta alla legge sulle privatizzazioni nel cui azionariato c'è un azionista di controllo o un patto di sindacato con più del 30%

Fonte: Assonime

Tabella 2. La lista del CdA uscente nelle società che si sono quotate ⁽¹⁾ su Euronext Milan negli ultimi 5 anni (IPO)

(situazione al 31/12/2021)

	Totale IPO	IPO con lista CdA in statuto	
		Numero società	Capitalizzazione (in % capitalizzazione totale IPO)
Totale IPO società italiane	37	18	54,5
Di cui:			
azionariato diffuso ⁽²⁾	7	7	43,8%
controllata ⁽³⁾	30	11	10,7%
Totale IPO società estere	1	1	2,5%
Di cui:			
controllata ⁽³⁾	1	1	2,5%
Totale	38	19	57,0%

(1) Società italiane ed estere incluse negli indici di Euronext Milan

(2) Società nel cui azionariato non c'è un azionista di controllo

(3) Società nel cui azionariato c'è un azionista di controllo o un patto di sindacato con più del 30%

Fonte: Assonime

Tabella 3. Voti ottenuti dalla lista dell'azionista di controllo o del cda nelle società italiane del FTSE MIB

	voti totali (in % presenti in assemblea)	voti diversi dall'azionista di controllo o di riferimento (in % presenti an assemblea)
lista dell'azionista di controllo	69,6%	20,9%
lista del cda	77,6%	64,3%

Fonte: Assonime

Tabella 4. La governance del processo di nomina nelle società italiane dove è stata presentata la lista del cda uscente

	Svolge autovalutazione	Autovalutazione con comitato nomine	Orientamenti cda uscente	Pubblicazione procedura ad hoc per formazione della lista	Espresso coinvolgimento consulente esterno
azionariato diffuso	13	12	12	8	5
privatizzata	2	2	2	1	1
<i>Totale</i>	<i>15</i>	<i>14</i>	<i>14</i>	<i>9</i>	<i>6</i>

Fonte: Assonime

Tabella 4.1. Dettaglio sul processo di nomina nelle società italiane dove è stata presentata la lista del cda uscente: tempi pubblicazione dell'orientamento del cda (giorni antecedenti all'assemblea)

	Giorni prima della data dell'assemblea	N. società
azionariato diffuso		
	>30 gg e <60 gg	4
	>60 gg	8
privatizzata		
	>60 gg	2
<i>totale</i>		<i>14</i>

Fonte: Assonime

Tabella 4.2. Dettaglio sul processo di nomina nelle società italiane dove è stata presentata la lista del cda uscente: grado di coinvolgimento del comitato nomine nel processo di nomina

Tipo società	Coinvolgimento del comitato nomine	Esiste procedura ad hoc per formazione lista cda	Non esiste procedura ad hoc per la formazione della lista del cda	<i>totale</i>
azionariato diffuso	buono	1	3	4
	rafforzato	7	2	9
privatizzata	buono		1	1
	rafforzato	1		1

Fonte: Assonime

Tab. 4.3. La qualifica del Presidente del consiglio di amministrazione nella fase di presentazione della lista del consiglio uscente

Tipo di società	Presidente		
	esecutivo	non esecutivo	indipendente TUF e Codice
azionariato diffuso	1	3	2
privatizzata		1	1
<i>totale</i>	1	4	3

Fonte: Assonime

Note alle tabelle

Tabella 1.

La previsione della facoltà del consiglio uscente di presentare una propria lista rappresenta una caratteristica significativa del mercato domestico: questa previsione è presente negli statuti di 49 società italiane e di 13 società estere quotate sul mercato regolamentato gestito da Borsa Italiana (Euronext Milan). La significatività del fenomeno emerge soprattutto considerando il peso che tali imprese hanno sul mercato domestico: le 49 società italiane rappresentano oltre un terzo (36,8%) e le 13 società estere oltre un quarto (26%) del mercato borsistico, con un peso complessivo del 62,8%. Quasi la metà di queste società ha anche concretamente visto la presentazione della lista del consiglio uscente (15 società italiane e 13 estere, per un peso complessivo del 39,3% sul mercato).

La previsione statutaria della lista del consiglio uscente non sembra essere influenzata dagli assetti proprietari, essendo tale previsione presente sia in società che presentano assetti proprietari maggiormente diffusi sia nelle società controllate. Al contrario, il grado di diffusione dell'azionariato sembra giocare un ruolo nella decisione del consiglio di presentare una lista, ragionevolmente anche per l'esigenza concreta di prevenire le conseguenze negative sulla continuità gestoria che potrebbero manifestarsi in assenza di un'iniziativa da parte degli azionisti. La lista del consiglio uscente è presentata principalmente in società con azionariato diffuso (13 su 19 che lo prevedono in statuto) o privatizzate con azionariato diffuso (2 su 2 che lo prevedono in statuto). La diffusione degli assetti non pare invece incidere sulla presentazione della lista del consiglio uscente nelle società di diritto estero quotate sul mercato borsistico di Milano dove la lista del consiglio è sempre presentata (13 su 13), sebbene nella maggior parte di queste (12 su 13) sia presente un azionista di controllo: ciò appare riconducibile alla maggiore diffusione di questa prassi negli altri ordinamenti e alla relativa assenza di vincoli normativi al processo di nomina.

Tabella 2.

La previsione della lista del consiglio uscente rappresenta uno strumento diffuso per le società che decidono di accedere al mercato: complessivamente, le società quotate (italiane ed estere) rappresentano oltre la metà delle imprese che hanno scelto l'IPO sul mercato regolamentato negli ultimi 5 anni.

Tabella 3.

La lista del consiglio uscente, qualora presentata, riceve un significativo sostegno del mercato. Considerando soltanto le società del FTSE MIB, dove la presentazione della lista è anche più diffusa, si rileva che la lista del consiglio uscente riceve in media un sostegno del 77,6% dei voti in assemblea, mentre la lista presentata dall'azionista di controllo/riferimento riceve in media il 69,6% dei voti espressi in assemblea. Il gradimento per la lista del consiglio uscente appare ancora più rilevante se si considerano i voti espressi dagli azionisti diversi da quello di controllo o comunque di riferimento: in tal senso, la lista del consiglio uscente raccoglie un consenso decisamente più ampio tra gli investitori rispetto alla lista presentata dall'azionista di controllo/riferimento: la lista del consiglio riceve infatti in media un voto favorevole del 64,3% degli investitori, tre volte il voto degli investitori raccolto dalla lista dell'azionista (20,9%).

Tabella 4.

Concentrando la nostra analisi alle 15 società dove è stata presentata la lista del consiglio si osserva che queste società hanno ampiamente sviluppato la governance del processo di nomina, attuando gli strumenti offerti dall'autodisciplina che responsabilizzano il ruolo del consiglio di amministrazione nella cura dell'adeguata composizione ed efficace funzionamento del consiglio. In particolare, emerge che in quasi tutte le società dove è presentata la lista del consiglio è stata condotta l'autovalutazione degli organi sociali e il consiglio uscente ha formulato l'orientamento sulla sua composizione ottimale. Quasi tutte hanno attuato queste best practice e hanno anche valorizzato in tali fasi il contributo della componente indipendente all'interno del consiglio e, in particolare, del comitato nomine.

Quasi due terzi delle società dove è presentata la lista del consiglio hanno anche sviluppato ulteriori prassi che, da un lato, rispondono alle raccomandazioni del Codice di Corporate Governance di assicurare la trasparenza del processo di formazione e presentazione della eventuale lista del consiglio uscente, dall'altro, riflettono le best practice evidenziate dalla Consob nel richiamo di attenzione n. 1/22 del 21 gennaio 2022. Questo fenomeno traspare da alcuni elementi osservati nella prassi di queste società, tra le quali abbiamo rilevato in particolare:

- L'anticipazione della pubblicazione dell'orientamento del consiglio uscente che nei due terzi dei casi (10 società su 15) è pubblicato con ampio anticipo (oltre 60 gg) rispetto alla data dell'assemblea convocata per il rinnovo degli organi, mentre in altri comunque precede la pubblicazione dell'avviso di convocazione. Frequentemente la pubblicazione degli orientamenti preannuncia esplicitamente la decisione del consiglio di presentare la propria lista per il rinnovo dell'organo di amministrazione. Cfr. Tab. 4.1.
- La predisposizione e la pubblicazione di una articolata procedura che regola il processo di formazione e presentazione della lista del consiglio uscente, prevista da quasi due terzi delle società censite (9 su 15). L'adozione della procedura testimonia quasi sempre un coinvolgimento "rafforzato" degli amministratori indipendenti e, in particolare, del comitato nomine che è incaricato delle diverse fasi del processo, dalla

- selezione dell'eventuale consulente estero alla selezione e all'intervista dei candidati della lista da sottoporre all'approvazione del consiglio di amministrazione. Cfr. Tab. 4. e Tab. 4.2.
- Anche in assenza della formalizzazione della procedura per la formazione della lista, è da notare che l'informativa fornita dalla società fornisce sovente informazioni di dettaglio sulla presentazione della lista e/o prevede un coinvolgimento anche "rafforzato" del comitato nomine nella sua formazione. Cfr. Tab. 4. e 4.2.
 - Il ruolo del presidente è rilevante nella cura del processo di nomina e di formalizzazione della lista del consiglio uscente ed è stato pertanto esaminato considerando la fase antecedente alla concreta presentazione della lista da parte del consiglio uscente. Quasi tutte le società dove la lista è presentata, il presidente era non esecutivo (14 su 15) e nei due terzi dei casi è stato qualificato come indipendente ai sensi del TUF o del Codice di Corporate Governance. Cfr. Tab. 4.3.

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.

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.

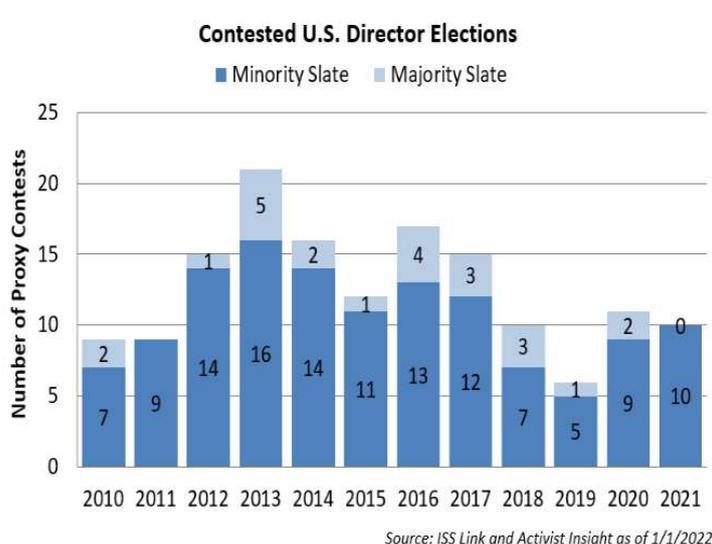
Pur con qualche differenza da Paese a Paese, il sistema prevalente in Europa prevede:

- 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>.



Torino, li 16 giugno 2022

Spettabile
SENATO DELLA REPUBBLICA ITALIANA
COMMISSIONE FINANZE E TESORO
Piazza Madama
00186 – Roma

Seminario istituzionale

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

Osservazioni al disegno di legge relativo all'introduzione dell'art. 147-ter.1, T.U.F. in materia di presentazione di liste di candidati da parte dei consigli d'amministrazione uscenti delle società quotate

Gentile Presidente,

Onorevole D'Alfonso e Onorevoli Senatori,

nel ringraziare Loro per il cortese invito a partecipare al Seminario, mi permetto di sottoporre alla Loro attenzione alcune osservazioni in merito al testo dell'art. 147-ter.1, T.U.F. di cui al disegno di legge in oggetto.

La bozza di norma si propone di regolamentare la presentazione di liste di candidati da parte dell'organo amministrativo uscente di società quotata (nel seguito, per brevità, la "**Lista del CdA**"), sino ad ora rimessa alla disciplina statutaria e alla forza persuasiva del *Richiamo d'attenzione n. 1/22 del 21 gennaio 2022* ad opera di CONSOB. L'intento è certamente condivisibile, soprattutto in un'ottica di prevenzione di quelli che – a mio avviso – sono i due rischi principali di tali liste, vale a dire, da un lato, l'eccessiva autoreferenzialità che potrebbe connotarle; dall'altro lato, che dietro la la Lista del CdA si celino un socio forte, oppure uno o più soci forti che tendano ad occultare un loro collegamento, i quali "approfittino" dell'aurea di indipendenza ed autorevolezza della Lista del CdA al fine di condizionarne la composizione e creare, nei fatti, una sorta di duplicato della lista presentata come soci. Il tutto, com'è evidente, in contrasto con i principi di leale competizione nell'elezione degli amministratori e, in particolare, a scapito delle liste concorrenti dei soci le quali, similmente alla Lista del CdA, siano composte da un numero di candidati quantomeno pari ai componenti dell'organo amministrativo e aspirino a conseguire la maggioranza degli amministratori (di seguito, per brevità, le "**Liste Lunghe**", per distinguerle dalle liste esplicitamente di minoranza, le quali generalmente sono costituite da un numero di candidati pari a quelli riservati alla minoranza e che, per comodità, possono essere denominate "**Liste Corte**" o "**Liste di Minoranza**") .



La proposta di legge in esame, peraltro, pur facendosi apprezzare per il generale equilibrio nell'individuazione dei criteri di composizione della Lista del CdA, mi pare possa essere in qualche misura modificata, proprio al fine di garantire maggior tutela del corretto svolgimento della competizione fra liste concorrenti (con particolare riguardo alla tutela dei diritti dei soci che abbiano espresso Liste Lunghe).

Nel prosieguo, pertanto, si cercherà di esaminare partitamente la bozza del “nuovo” art. 147 *ter*.1, T.U.F., sottoponendo alla Loro attenzione – in appositi box di lettura – alcuni suggerimenti diretti a completare il quadro normativo.

La disposizione esordisce prescrivendo che: *«fermo quanto previsto all'articolo 147-ter, commi 1-ter, 3 e 4, se lo statuto lo prevede, per l'elezione del consiglio d'amministrazione può essere presentata una lista di candidati anche dal consiglio di amministrazione uscente. In tale caso si osservano le seguenti disposizioni»*, le quali sono dedicate ai criteri di composizione della Lista del CdA.

Come si è veduto, il rischio principale della Lista del CdA è che la sua composizione venga condizionata dal socio (o dai soci) di maggioranza, che così potrebbero concorrere al rinnovo delle cariche sia con la lista depositata in veste di soci, sia attraverso la Lista del CdA, pregiudicando così la possibilità per gli altri soci di eleggere i propri candidati nel Consiglio d'amministrazione. Il che, evidentemente, rende poco opportuna la formazione della Lista del CdA in quelle società ove vi sia un azionariato non particolarmente frammentato e – per così dire – chiaramente polarizzato fra diversi gruppi di soci.

Per contro, credo che la Lista del CdA sia particolarmente opportuna quando vi sia una reale, concreta e rilevante frammentazione dell'azionariato. In tal caso, infatti, una lista di provenienza consiliare potrebbe fungere da aggregatore di consensi degli azionisti. Per contro, nell'ipotesi in cui siano facilmente rinvenibili soci titolari di una partecipazione azionaria di un certo “peso” – quantificabile in una forchetta compresa fra il 10% e il 15% del capitale sociale – sarebbe opportuno, e maggiormente trasparente, che fossero tali soci a presentare le liste di candidati all'organo amministrativo, senza che l'organo amministrativo possa esprimere la Lista del CdA.

Si suggerisce, quindi, di integrare l'*incipit* della disposizione, prevedendo – oltre al richiamo alle norme sull'indipendenza e sulla composizione di genere del Consiglio – che la Lista del CdA non possa essere presentata anche laddove in seno al Consiglio d'amministrazione uscente vi siano amministratori riferibili a soci che, da soli in forza di patti parasociali, rappresentino più del 10%-15% dei voti esercitabili in assemblea. In tal caso, infatti, evidenti ragioni di trasparenza renderebbero opportuno che il socio forte (o il gruppo di soci forti) presenti a proprio nome una lista unitaria, eventualmente aggregando altri soci.

Esaminando più compiutamente i requisiti che devono possedere i candidati inseriti nella Lista del CdA, spicca quanto previsto alla bozza di **art. 147-ter.1, comma 1, lett. b)**, secondo cui: *«non possono essere inclusi nella lista candidati che abbiano ricoperto il medesimo incarico presso l'emittente per sei o più anni consecutivi o, in ogni caso, per sei o più esercizi consecutivi»*.

Mi pare che il limite posto dalla bozza di norma sia eccessivamente punitivo, considerato che – di fatto – priverebbe della possibilità di essere ricandidati amministratori che abbiano alle spalle solo due mandati.

Si suggerisce – ove si reputi necessario mantenere un limite di mandati ai fini della candidatura nella Lista del CdA – di elevare tale limite a nove anni o comunque nove esercizi, in analogia con quanto previsto dal Codice di *Corporate Governance* (che all'art. 2, Raccomandazione n. 7, lett. e) indica, fra le circostanze suscettibili di incidere sull'indipendenza degli amministratori, l'aver svolto il ruolo di amministratore per più di nove esercizi – anche non consecutivi – negli ultimi 12 anni).

Sembra invece particolarmente opportuna, anche in un'ottica di trasparenza nei confronti dei soci, la prescrizione di cui all'art. **147-ter.1, comma 1, lett. c)**, per la quale: *«in deroga all'articolo 147-ter, comma 1-bis, la lista deve essere depositata e resa pubblica entro il quarantesimo giorno precedente l'assemblea»*. Il deposito anticipato della Lista del CdA, infatti, può consentire ai soci di stabilire, alla luce dei candidati espressi dalla Lista del CdA, se proporre liste concorrenti.

Peraltro, se è pienamente condivisibile la previsione dell'anticipato deposito della Lista del CdA, ritengo che sul piano procedurale la composizione della lista stessa necessiti di ulteriori cautele, che non sembrano del tutto coperte dal *Richiamo di attenzione n. 1/22 del 21 gennaio 2022* di CONSOB, quali l'obbligo che la lista sia votata in seno al Consiglio uscente a maggioranza qualificata (a tutela del fatto che sia ampiamente condivisa da tutti gli amministratori e non solo da quelli riferibili alla maggioranza azionaria), nonché una più puntuale specificazione delle modalità di coinvolgimento degli amministratori indipendenti nominati dalla minoranza in seno al Comitato Nomine, che già oggi, in forza del predetto *Richiamo di attenzione*, è chiamato ad esprimersi in merito alle candidature per la Lista del CdA.

Si suggerisce perciò di integrare la disposizione stabilendo: *a)* che la lista del Consiglio d'amministrazione uscente debba essere approvata con una maggioranza rafforzata dei 2/3 (o 3/4) dei componenti del Consiglio uscente; *b)* che la predisposizione delle liste debba passare attraverso il vaglio del Comitato Nomine e – a maggior tutela delle minoranze azionarie – degli amministratori indipendenti tratti dalla lista di minoranza

L'art. **147-ter.1, lett. d)**, opportunamente stabilisce che: *«ove la lista non risulti quella che ha ottenuto il maggior numero di voti, la medesima lista è in ogni caso esclusa dal riparto dei componenti da eleggere in deroga all'art. 147-ter, comma 3, e alle eventuali ulteriori disposizioni statutarie applicabili»*. Riterrei peraltro opportuno precisare che tale disposizione si applichi solo laddove prima classificata sia giunta una Lista Lunga e vi sia ancora almeno una Lista di Minoranza, quali sono tipicamente le liste presentate dai fondi di investimento, interessati a partecipare al consiglio d'amministrazione in veste di consiglieri di minoranza.

Alla luce di quanto precede, si ritiene opportuno integrare la disposizione precisando che essa non si applichi nell'ipotesi in cui, oltre alla Lista del CdA venga presentata, da parte dei soci, unicamente una Lista Corta. In tale ipotesi, difatti, non vi sarebbe più la necessità di evitare che la Lista del CdA prevalga su un'eventuale Lista di Minoranza concorrente e, conseguentemente, non parrebbe

necessario prevedere meccanismi a tutela dei candidati di minoranza espressi dai soci rispetto a quelli indicati nella Lista del CdA.

Se la previsione dei criteri per l'inserimento nella Lista del CdA e i meccanismi di nomina e presentazione della stessa sono complessivamente condivisibili, le previsioni del progetto di legge atte a superare il voto su liste bloccate prestano il fianco ad alcune critiche.

Le norme dedicate a tal fine sono contenute, nella bozza di articolato, all'**art. 147-ter.1, comma 1, lett. a), e) e f)**, nonché all'**art. 147-ter.1, comma 2**, i quali dispongono: « **[I] a) la lista deve contenere un numero di candidati pari o superiore al numero massimo dei componenti da eleggere [...] e) ove la lista risulti quella che ha ottenuto il maggior numero di voti, dalla stessa sono tratti i componenti da eleggere con le seguenti modalità: 1) l'assemblea procede a una ulteriore votazione individuale su ogni singolo candidato; 2) i candidati, purché comunque confermati dall'assemblea, sono ordinati sulla base del numero di voti da ciascuno di essi ottenuto dal più alto al più basso; 3) risultano eletti i candidati confermati dall'assemblea con esclusione di quelli che non siano stati confermati dall'assemblea o, in subordine e per quanto occorra, che abbiano ottenuto i minori suffragi nel numero necessario ad assicurare l'elezione dei componenti tratti dalla lista o dalle liste di minoranza eventualmente presentate in conformità all'articolo 147-ter, comma 3; 4) in caso di ulteriore parità tra candidati, e sempre che ciò sia necessario per assicurare l'elezione dei candidati tratti dalla lista o dalle liste di minoranza, si procede a voto di ballottaggio tra gli interessati o, in caso di ulteriore parità, in base all'ordine progressivo con il quale i medesimi interessati sono elencati; 5) qualora in sede di votazione individuale dei candidati della lista, il numero di coloro i quali risulti confermato sia inferiore a quello degli amministratori da eleggere i restanti amministratori sono eletti con delibera assunta dall'assemblea a maggioranza di legge; f) ove la lista risulti l'unica ritualmente presentata, il consiglio di amministrazione è tratto per intero dalla stessa qualora ottenga la maggioranza richiesta dalla legge per l'assemblea ordinaria e risultano eletti i relativi componenti che, sulla base di votazione individuale per singolo candidato, risultano confermati dall'assemblea. Qualora il numero di candidati così nominati sia inferiore a quello degli amministratori da eleggere, i restanti sono eletti con delibera assunta dall'assemblea a maggioranza di legge. [II] Se in esito all'applicazione dei criteri di cui al comma 1, secondo periodo, lettere d) ed e), non risulta eletto il numero minimo di amministratori necessario ad assicurare il rispetto di quanto previsto all'articolo 147-ter, commi 1-ter e 4, ovvero il rispetto di eventuali ulteriori requisiti statutari, si procede nei termini che seguono: a) coloro tra gli eletti della lista che in sede di votazione individuale abbiano ricevuto meno suffragi e che risultino privi dei requisiti di cui all'articolo 147-ter, commi 1-ter e 4, ovvero degli eventuali ulteriori requisiti statutari, sono sostituiti con i candidati tratti dalla medesima lista aventi i requisiti richiesti e risultati non eletti, che abbiano ricevuto più voti; b) nel caso di parità tra i candidati eletti privi dei requisiti di cui all'articolo 147-ter, commi 1-ter e 4, ovvero degli eventuali ulteriori requisiti statutari, e non eletti muniti dei medesimi requisiti si procede a voto di ballottaggio tra gli interessati e, in caso di ulteriore parità, trova applicazione agli uni o agli altri, a seconda**

delle circostanze, il criterio di sostituzione rappresentato dal numero progressivo più alto; c) qualora anche applicando i criteri di sostituzione di cui alle lettere a) e b) non siano individuati idonei sostituti, l'assemblea delibera a maggioranza di legge. In tale ipotesi, sempre che siano state presentate e votate più liste, le sostituzioni sono effettuate una dopo l'altra a partire dalle liste via via più votate e dai candidati contraddistinti con il numero progressivo più alto».

Come si può verificare anche da una lettura piana delle disposizioni, le regole – ed in particolare il meccanismo del voto confermativo su ciascun candidato – appaiono eccessivamente complesse, in relazione all'obiettivo perseguito (ossia impedire la sostanziale perpetuazione del *management* dell'impresa). Tale obiettivo, infatti, sembra compiutamente perseguito con la previsione dell'ineleggibilità dopo sei anni o esercizi (oppure, in caso di accoglimento di quanto precedentemente proposto, nove anni o esercizi) di permanenza in Consiglio.

Inoltre, il meccanismo della Lista del CdA non bloccata sembra confliggere con il sistema della *board evaluation* (su cui sia consentito il rinvio a Irrera, *L'autovalutazione del Consiglio di amministrazione tra soft law, prescrizioni regolamentari, aspirazioni e limiti intrinseci*, destinato agli studi in onore di Paolo Montalenti e in corso di pubblicazione su *Riv. dir. soc.*, 2022). Il sistema di *self-assesment* dell'organo amministrativo, già previsto dal Codice di *Corporate Governance*, dalle *Disposizioni di Vigilanza* di cui alla Circolare n. 285/13 di Banca d'Italia, dal D.M. 169/2020 (sia pur limitatamente alla valutazione dei requisiti di idoneità degli esponenti) e dal Regolamento IVASS n. 38/2018, ha fra i propri obiettivi l'individuazione, da parte degli amministratori uscenti, dell'ottimale composizione quali-quantitativa dell'organo amministrativo medesimo. È tuttavia evidente che il risultato concreto del voto confermativo espresso dall'assemblea su ciascun candidato della Lista del CdA potrebbe condurre a risultati contraddittori proprio sul piano dell'equilibrio nella composizione del Consiglio d'amministrazione.

Si suggerisce perciò di adottare, anche per la Lista del CdA, il medesimo sistema di voto a liste bloccate già previsto per le liste dei soci.

Come sopra anticipato e già segnalato in altra sede (cfr. Irrera, *La dittatura della lista del cda: ovvero il nuovo che avanza? Brevi note*, in www.ilcaso.it), il profilo di maggiore delicatezza che la Lista del CdA presenta è il rischio di ineguale concorrenza fra la Lista del CdA medesima e l'eventuale Lista Lunga presentata dai soci. Quest'ultima, infatti, non è immune dal rischio di concerto; pur non potendosi affrontare *funditus* l'argomento, si può qui osservare come il rapporto fra "lista lunga" e azione di concerto si ponga in una zona grigia in cui la qualificazione dei comportamenti dei soci e il fatto che essi costituiscano o no indizi rilevanti ai fini del concerto impedisce di giungere ad approdi sicuri, soprattutto in considerazione del fatto che l'eventuale riconduzione ad un'azione di concerto potrebbe portare, da un lato, alla sterilizzazione dei voti di chi abbia agito in concerto, in forza dell'eventuale violazione dell'art. 120, T.U.F. e, dall'altro, al rischio di dover dar corso ad un'OPA obbligatoria qualora i soci "concertanti" diano corso all'acquisto di azioni sul mercato tali da superare la soglia di cui all'art. 106, TUF.



Ebbene, a fronte di tale rischio, i soci “forti” potrebbero optare per scegliere di focalizzarsi sulla Lista del CdA (eventualmente anche provando ad influenzarne la costituzione). All’organo di gestione, infatti, è consentito muoversi liberamente su più direzioni: l’attività di *investor relations*, l’*engagement* con gli operatori del risparmio gestito, i rapporti con i *proxy advisors*; di contro, i soci che corrono il rischio di un giudizio *ex post* in merito alla presenza di un’azione di concerto hanno spazi di manovra molto più ridotti; il che evidentemente crea non pochi problemi di disparità fra la la Lista del CdA (soprattutto ove si tratti di un “camuffamento” della lista dei soci di maggioranza) e le eventuali Liste Lunghe presentate da altri soci.

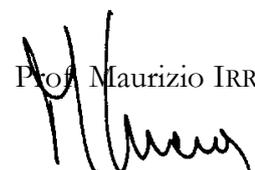
In questo quadro, ben si comprende la previsione contenuta all’**art. 147-ter.1, comma 3**, che nella prima parte stabilisce come «*nel caso di presentazione di una lista da parte del consigli di amministrazione uscente ai sensi del presente articolo, l’emittente interessato considera parti correlate di cui all’articolo 2391-bis del codice civile e alla relativa disciplina di attuazione adottata dalla Commissione nazionale per le società e la borsa (CONSOB) anche tutti i soci titolari di partecipazioni pari o superiori allo 0,50 per cento del capitale*». Per quanto la norma abbia una *ratio* comprensibile, mi pare che rischi di complicare la composizione della Lista del CdA, senza apportare alcun semplificazione alla formazione di una Lista Lunga da parte dei soci. Si potrebbe invece ipotizzare di adottare un approccio differente, approfittando dell’introduzione dell’**art. 147-ter.1, TUF**, per chiarire come le attività finalizzate alla costituzione di una Lista Lunga esulino dall’ambito applicativo delle disposizioni in materia di concerto.

Potrebbe perciò essere opportuno inserire nell’articolato una disposizione di interpretazione autentica delle norme in materia di concerto, tale da escludere che le attività dei soci dirette alla predisposizione di una comune Lista Lunga per la nomina dell’organo amministrativo sia sottratta dalla nozione di concerto e, conseguentemente, dall’ambito applicativo delle relative disposizioni.

Opportuna, infine, è la previsione di cui all’**art. 147-ter.1, comma 3**, seconda parte, per il quale: «*in ogni caso il consiglio di amministrazione si astiene dal ricorrere a mezzi o risorse dell’emittente per sostenere o comunque promuovere la raccolta di consensi sulla lista presentata dal medesimo consiglio. La violazione di tale dovere costituisce giusta causa di revoca ai sensi e per gli effetti dell’articolo 2383 del codice civile e grave inadempimento ai sensi e per gli effetti dell’articolo 2392 del codice civile*». Si tratta dell’estrinsecazione di un evidente principio di “parità delle armi” nella competizione fra Lista del CdA e liste dei soci, munita di un apparato sanzionatorio che mi pare connotato da efficace funzione dissuasiva.

Nel ringraziare ancora per l’invito ad interloquire su una riforma di sicuro rilievo per la gestione delle maggiori imprese del nostro Paese, mi pongo a disposizione per ogni eventuale chiarimento o approfondimento in merito alle mie riflessioni sulla bozza di articolato.

Con osservanza,

Prof. Maurizio IRRERA


Voto di lista e lista del consiglio: prospettive di riforma*

SOMMARIO: 1. Premesse. – 2. Attualità e inattualità del “voto di lista”. – 2.1. Voto di lista in fase di proposta deliberativa. – 2.2. Voto di lista in fase di votazione. – 2.3. Voto di lista in fase di proclamazione. – 3. Voto di lista e ruolo del consiglio di amministrazione. – 4. Sintesi.

1. La prospettiva che oggi interessa è, ovviamente, quella *de lege ferenda*. Tuttavia, una qualche premessa generale su come si atteggi il voto di lista alla stregua dell'attuale assetto normativo, e quindi quale sia la *lex lata*, è necessario farla proprio per meglio precisare le prospettive *de jure condendo* di quella regola, o meglio di quel complesso di regole che si tende a richiamare parlando di “voto di lista”; anche perché molte delle scelte di riforma presuppongono una presa di posizione sull'adeguatezza dell'attuale assetto normativo alla luce delle intervenute evoluzioni della realtà economica e sociale, e, dunque, impongono di fare ordine e chiarezza sulla stessa architettura dello *jus conditum*.

Voto di lista è locuzione carica di ambiguità e che può descrivere diversi assetti legislativi, autoregolamentari e statutari in punto di nomina del consiglio di amministrazione (o degli altri organi di amministrazione e controllo di una società). Faccio qualche esempio:

- si può parlare – e si è parlato – di voto di lista per descrivere quella modalità di votazione attraverso schede prestampate con liste di nomi di candidati, tra i quali il socio può scegliere e che può tuttavia integrare;

* Intervento al Seminario istituzionale su “disegno di legge n. 2433, relativo alla presentazione di liste di candidati da parte dei consigli di amministrazione uscenti delle società quotate”, tenutosi il 16 giugno 2022 al Senato della Repubblica – 6^a Commissione Finanze e Tesoro.

- si usa poi l'espressione voto di lista per descrivere quella modalità di rinnovo delle cariche sociali sulla base di liste che presentano proposte preformate (e quindi non integrabili o altrimenti modificabili) e unitarie;
- si parla ancora di voto di lista per alludere non solo a tecniche di voto, ma anche per ricondurre alla liste un sistema elettorale che consente di distaccarsi dal principio strettamente maggioritario.

Alla stregua del T.U.F. e quindi in sostanza ai fini che qui interessano, il voto di lista evoca un complesso (e oggi, come si dirà, eccessivamente complicato) sistema di elezione di amministratori e sindaci che, per imposizione normativa, deve essere adottato dalle società di diritto italiano quotate in mercati regolamentati (dell'Unione europea; e quindi non solo mercati italiani: art 119 T.U.F.).

Si deve dunque tenere presente che, per come positivamente normato, *il sistema del voto di lista degli emittenti è una tecnica di elezione delle cariche sociali che incide su tutte le fasi del procedimento assembleare di nomina degli amministratori* (e dei sindaci).

In particolare:

- il voto di lista è anzitutto una particolare *tecnica di presentazione della proposta di deliberazione*, in virtù della quale *la proposta stessa avviene* al di fuori, e cioè *prima della riunione assembleare*;
- il voto di lista caratterizza la disciplina della *fase di votazione* nel procedimento assembleare, nel senso di rendere necessariamente unitario l'oggetto della deliberazione: nel senso che si dispone che la deliberazione sia necessariamente sulla nomina dell'intero organo sociale (o sulla sua porzione che viene a scadenza in presenza di uno *staggered board*) e non sui suoi singoli componenti; si decide, in altre parole, di ricorrere a una unica deliberazione, strutturandola quindi come atto unitario, e non a tante deliberazioni quanti sono i componenti dell'organo da eleggersi;
- il voto di lista caratterizza, infine, la *fase della proclamazione* della deliberazione e quindi dell'esito della elezione, nel senso che è strumentale alla imposizione di un particolare *sistema elettorale non schiettamente maggioritario*, dal momento che attraverso la contemporanea elezione di una pluralità di candidati si garantisce che uno o più posti siano riservati a candidati tratte da liste diverse da quella che ha ottenuto il maggior numero di voti.

2. Sulla base di queste premesse, mi pare evidente che il “voto di lista” serve a cose diverse. Ed è allora altrettanto evidente che una sua valutazione non può che essere data o, meglio, tentata che in modo analitico: rispetto cioè alle distinte finalità cui è in concreto preordinata quella tecnica.

Al riguardo, e in estrema sintesi, direi allora quanto segue.

2.1. Per quanto attiene alla *fase della proposta*, il voto di lista è una eccellente risposta alla esigenza, non più rinunciabile, ad avere con giusto anticipo rispetto alla riunione assembleare una chiara e documentata definizione delle diverse possibili proposte (e quindi delle diverse possibili candidature) sulle quali orientare il voto. Voto, che come è chiaro, non è quasi mai il voto del singolo investitore o socio persona fisica presente in assemblea, ma è quasi sempre un investitore professionale o istituzionale, che non vota improvvisando; senza contare che il vecchio metodo è incompatibile con istituti ormai consolidati come il voto per corrispondenza e il rappresentante designato (soprattutto); senza candidature presentate e formalizzate prima delle riunioni in epoca di emergenza sanitaria non si sarebbero potute tenere le assemblee solo per mezzo del rappresentante designato. Proposte di candidature in assemblea non sono comunque più compatibili con principi ispiratori della Direttiva sui diritti degli azionisti e, prima ancora, con la esigenza di rendere possibile un voto non solo diffuso, ma anche consapevole. Insomma, non si può certo tornare allo stile delle assemblee ante 2006 in cui il socio di maggioranza relativa si alzava e proponeva di votare una serie di nomi rimasti sconosciuti fino a quel momento.

L'unica modesta controindicazione che presenta la tecnica del voto di lista, in questa prospettiva, è quella di qualche incertezza sulle modalità e tempi per l'eventuale ritiro della lista, posto che la sua presentazione può generare affidamenti.

2.2. Per quanto attiene alla deliberazione come oggetto unitario, direi che anche qui la tecnica della lista unitaria di candidati soddisfa ancora una esigenza meritevole della massima considerazione.

L'organo di amministrazione di una società quotata si struttura oggi (e ciò proprio in virtù della previsione dell'art. 147-ter T.U.F.) come organo necessariamente pluripersonale. Il che ha portato a dare il dovuto rilievo alla sua composizione, cioè a valorizzare la operazione che consiste, appunto, nel mettere insieme in modo organico ed equilibrato i singoli componenti. La lista presenta una soluzione unitaria e organica che va valutata per quelli che sono i suoi addendi, ma anche per quello che è il suo insieme; per l'intrinseco valore dei singoli candidati, ma anche per l'armonica composizione tra i diversi elementi della lista. D'altra parte, il ricorso alla lista preformata e all'oggetto unitario della deliberazione diviene una strada quasi obbligata al crescere delle imposizioni

normative e di raccomandazioni di vario livello in tema di *diversità* nella composizione.

Per questa ragione sono portato a non esaltare le virtù salvifiche del voto sui singoli candidati e mi lasciano piuttosto freddo le ricorrenti proposte di consentire che si voti sulla base di liste “aperte”, di proposte ulteriormente “integrabili” o anche che gli azionisti possano votare alcuni candidati presi da una lista e altri da un'altra. Trovo che sarebbero maggiori le complicazioni e soprattutto le disarmonie dei benefici di queste innovazioni e, se si mantiene, l'attuale ampia rigidità del sistema di nomina degli amministratori, non conviene fare queste piccole concessioni alla libertà dei soci; ovviamente; un discorso del tutto diverso sarebbe quello che *ab imis* ripensasse la impostazione dell'art. 147-ter e il suo grado di cogenza (e su questo tornerò).

2.3. Molto più delicato è il discorso sul voto di lista con riferimento al momento della proclamazione del risultato elettorale; cioè del voto di lista come strumentale alla previsione necessario di un sistema elettorale non schiettamente maggioritario.

Il punto da cui mi pare necessario partire è che l'approccio che si è sin qui seguito nei vari interventi normativi su composizione e nomina dell'organo amministrativo di una società quotata sono caratterizzati da un comune metodo e da una stessa visione: ad ogni singolo, specifico “problema di agenzia” si cerca di dare risposta introducendo nel consiglio una componente volta a contrastarne il relativo “costo”. E, tuttavia, così facendo, finisce per scaturirne un quadro eccessivamente rigido e complicato, troppo mortificante dell'autonomia privata e ben poco competitivo con le soluzioni più semplici ed elastiche di buona parte degli altri diritti societari europei. Questo in generale.

Anche il sistema del voto di lista, mostra in sostanza gli stessi limiti e inoltre dà vita a risultati talora paradossali: l'esempio più appariscente è forse quello (cui si fa riferimento nella prima domanda) delle liste pensate e presentate come “di minoranza”, che ottengono la maggioranza dei voti e però, per il fatto di non volere o non potere contenere un adeguato numero di candidati, e si limitano a eleggere solo i pochi amministratori, lasciando la maggioranza del *board* a candidati espressione della lista poi risultata, in effetti, meno votata.

Pensato per una specifica tipologia di società quotate e per combattere uno specifico tipo di problemi di agenzia, il voto di lista appare dunque invecchiato. In particolare, (mi) appare inattuale, sotto questo riguardo, per tre principali ordini di ragioni:

- (i) che la tipologia societaria di allora non è più così comune;
- (ii) che ancor più radicalmente mutata è la tipologia di azionista di mercato al cui ideale ricorso si faceva riferimento quando si pensava alle liste così dette “di minoranza” (oggi, l’azionista di mercato è un investitore professionale o istituzionale straniero e non domestico, che in una buona parte dei casi gestisce le sue partecipazioni in modo *passivo*);
- (iii) che rispetto all’originario disegno della “legge sul risparmio” (che risale alla fine del 2005) gli spazi di autonomia statutaria si sono ulteriormente compressi fino al limite di rendere poco tollerabile e poco competitivo il sistema italiano, di qui i molteplici casi di *delisting* o di emittenti che, pur rimanendo quotati, sfuggono alla applicazione dello statuto speciale delle società quotate di diritto italiano (e quindi anche alle regole sul voto di lista) attraverso la scelta di diverse *leges societatis*.

Stando così le cose, a mio avviso:

- bisogna necessariamente non più aumentare il grado di imperatività e complicazione della materia;
- anzi, è senz’altro opportuno diminuire drasticamente l’attuale tasso di imperatività della disciplina legale della nomina degli amministratori e in generale aumentarne i possibili spazi di esplicazione dell’autonomia statutaria nella disciplina delle società quotate;
- infine, se si rinuncia all’impianto rigido dell’attuale sistema dell’art. 147-ter T.U.F., è meno necessario abbandonare il sistema delle “liste bloccate”, ma, in ogni caso, il sistema ha bisogno che si dia ampio e stabile riconoscimento alla c.d. *lista del consiglio*.

3. E così arrivo all’oggetto specifico dell’odierno seminario: *la lista del consiglio*.

Io penso che il ricorso alla lista del consiglio sia opportuno per diversi ordini di ragioni, che subito esporrò e quindi esso non andrebbe scoraggiato dal punto di vista legislativo.

- (i) La lista del consiglio mi è da tempo sembrata lo strumento principe per rendere effettive le *diversity policies*, le raccomandazioni sulla composizione dei *board*, le periodiche autovalutazioni del consiglio di amministrazione e i suoi orientamenti sulla composizione ottimale del futuro *board* (tutti aspetti su cui

molto insiste lo stesso Codice di *corporate governance* delle società quotate). Senza di questa molti di quei presidii, di quelle raccomandazioni, di quelle procedure rischiano di divenire semplici *esercizi di stile*, se non anche vuote e vane lustre. Si tenga presente che – come emerge dagli studi empirici di Assonime – le liste presentate dai soci (sia di maggioranza sia, e anzi direi quasi per definizione, di minoranza... cioè le c.dd. liste corte) tendono a sottovalutare, se non totalmente a ignorare, le indicazioni provenienti da queste attività.

(ii) In secondo luogo, per banche, assicurazioni e altre società vigilate, la lista del consiglio è l'unico strumento per dare concreta attuazione alle indicazioni in materia di composizione del consiglio delle autorità di vigilanza di settore e, comunque, per “far quadrare” l'oramai complessissimo sistema di requisiti personali degli esponenti di queste società.

(iii) In terzo luogo, la presentazione delle liste da parte degli amministratori uscenti valorizza le funzioni del comitato competente e responsabilizza il consiglio nel suo complesso nella ricerca di candidati qualificati muniti di adeguati requisiti personali (di professionalità, indipendenza, ecc.). Porto l'attenzione sulla circostanza che il consiglio, nel proporre una lista di candidati, lo fa sempre e necessariamente **nell'assolvimento di una funzione in senso tecnico** (e quindi curando professionalmente un interesse altrui), **e non esercitando una prerogativa personale** (come invece fanno i soci quando **esercitano un loro diritto e quindi curano un interesse loro proprio**).

(iv) Inoltre, la lista del consiglio di amministrazione, anche per la ragione appena esposta, si presenta come quella che più di ogni altra lista è fondata su procedure definite, trasparenti e rispondenti a esigenze anche di indipendenza, e ciò soprattutto in seguito al recente *Richiamo di attenzione* della Consob. Come è stato giustamente notato (da Assonime), le società che fanno ricorso alla lista del consiglio “stanno sviluppando *best practices* [...] ponendosi all'avanguardia rispetto agli standard internazionali”.

(v) In quinto luogo, la lista del consiglio mi pare che possa egregiamente servire per dare continuità all'azione di gestione, che è un problema sottaciuto, ma in realtà molto avvertito in tutta una serie di casi: si pensi, per esempio, a certe realtà di società a partecipazione pubblica, affette da problemi di grave discontinuità quando le nomine sono politicamente ispirate e si alternano amministrazioni o governi di ispirazione partitica molto diversa.

(vi) In sesto luogo, quantomeno nelle società senza un azionista di controllo forte (senza un socio di controllo di diritto), una lista presentata dal consiglio

rappresenta lo strumento più naturale per superare il paradosso che le liste più votate siano le meno rappresentate in consiglio.

(vii) In settimo luogo, nelle società con un azionista forte e dove non viene presentata una seconda lista (e non sono poche le società quotate in cui una seconda lista non è di regola presentata¹) la lista del consiglio può, comunque, rappresentare un incentivo ad una composizione plurale e diversificata quanto a provenienza del *board*.

(viii) In ultimo, il coinvolgimento del consiglio nel processo di selezione dei componenti gli organi di amministrazione trova la sua spiegazione, in termini generali, nel dovere dello stesso organo amministrativo di assicurare l'adeguatezza dell'assetto organizzativo della società; una funzione, quest'ultima, di cui non debbo qui segnalare la centralità, almeno per quel che riguarda il ruolo degli amministratori delle società per azioni.

4. Credo sia giunto il momento di concludere; e lo farei sintetizzando come segue il mio pensiero.

L'attuale disciplina relativa alla nomina e composizione del consiglio di amministrazione di una società italiana quotata si caratterizza per un grado eccessivo di complessità e per una penalizzante compressione della autonomia statutaria.

Da ciò discende, per un verso, un disincentivo alla quotazione per le società non quotate e, per altro verso, un incentivo al *delisting* o alla trasformazione in società di diritto estero.

Stando così le cose, è necessario non aumentare il grado di imperatività e complicazione della materia ed è, anzi, senz'altro opportuno diminuirlo.

Tra le possibili semplificazioni segnalo forse la più immediata ed indolore: quella relativa alla soppressione dell'obbligo di avere in consiglio uno (o due) amministratori indipendenti; una previsione questa da lasciarsi al campo delle raccomandazioni autodisciplinari e alle buone pratiche di governo societario.

In ogni caso, il sistema ha bisogno che si dia ampio e stabile riconoscimento alla c.d. *lista del consiglio*, per le ragioni che ho provato ad elencare in precedenza.

¹ Cfr. P. PISCOPO, *Il ruolo del Consiglio di Amministrazione nella elezione dell'amministratore di minoranza*, Tesi di laurea Bocconi, a.a. 2018-2019, Rel. G. Sandrelli.

PROF. AVV. MARIO STELLA RICHTER

Per far questo riterrei opportuno prevedere dispositivamente, nell'art. 147-*ter* T.U.F., una legittimazione del consiglio di amministrazione a proporre liste di candidati, se ciò non sia escluso con espressa previsione dello statuto.

Roma, il 16 giugno 2022

Mario Stella Richter *jr*

Seminario istituzionale

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

Senato della Repubblica
Sala Koch – 16 giugno 2022

Testo dell'intervento del Prof. Avv. Marco Ventoruzzo

Ringrazio il Senatore D'Alfonso e tutti i membri della Commissione per questa occasione di discussione del Disegno di legge sulla lista del consiglio uscente per l'elezione dei nuovi amministratori (d'ora in avanti, il "**Disegno**").

A circa 15 anni dalla sua estensione alla totalità delle società quotate possiamo dire che il voto di lista – conosciuto almeno sin dalle privatizzazioni degli anni Novanta come tecnica di tutela delle minoranze –, merita un giudizio positivo: ha contribuito a rinnovare e portare nuove competenze e professionalità nei consigli di amministrazione, ne ha aumentato l'apertura internazionale e il grado di *diversity*, insieme ad altri strumenti giuridici ha migliorato la protezione degli investitori rafforzandone la voce e concorso ad attrarre investimenti specialmente dall'estero. È, insomma, uno strumento di buona governance pienamente metabolizzato dal sistema.

In questo quadro, la circostanza che gli statuti – e quindi i soci, a maggioranza qualificata – consentano anche al consiglio di amministrazione uscente la presentazione di liste di candidati per la carica di amministratore è non solo pienamente e certamente legittima ma, ad alcune condizioni e nel rispetto di certe regole e prassi, anch'essa una evoluzione positiva: aumenta le opzioni a disposizione dei soci, non riduce nei fatti lo spazio riservato a esponenti delle minoranze in coerenza con l'impostazione del TUF, è in linea con quanto accade in altre economie avanzate e con un modello virtuoso di capitalismo manageriale, inserendosi – come vedremo – logicamente nella funzione e compiti oggi attribuiti ai cda della grande impresa moderna. Ciò è ancor più vero alla luce del richiamo di attenzione Consob che, indicando accorgimenti e regole cautelative nel rispetto del fondamentale valore della libertà contrattuale (peraltro in buona parte già spontaneamente seguiti dei maggiori emittenti), assicura un buon equilibrio tra efficienza, libertà d'impresa e tutela di tutti gli *stakeholders*.

Ritengo che questa valutazione – condivisa dalla quasi totalità della dottrina giuridica – non debba riguardare solo le (poche) società ad azionariato particolarmente diffuso – dove invero la lista del cda è semplicemente necessario per assicurare l'operatività aziendale –, ma anche emittenti nel cui capitale sono presenti soci rilevanti.

I timori che vengono da taluni avanzati in relazione alla lista del consiglio uscente, indicati anche a fondamento della proposta oggi in discussione, sono riconducibili a quattro profili:

- (a) che la lista del cda favorisca l'autoreferenzialità del consiglio, il quale potrebbe auto-perpetuarsi svincolandosi dai poteri dei soci;

- (b) che la lista del consiglio sia influenzata da soci forti e renda difficile accertare posizioni di potere o, peggio, nasconda accordi tra questi che potrebbero integrare patti parasociali non dichiarati o eludere obblighi di offerta pubblica;
- (c) che essa sottragga spazio a minoranze di soci e in particolare a investitori istituzionali che indirettamente rappresentano piccoli risparmiatori, dissimulando il collegamento con altre liste solo apparentemente non connesse a quella del consiglio;
- (d) che esista una inefficiente e non equa asimmetria di forze tra cda e soci a vantaggio della lista del cda rispetto ad altre liste “lunghe”, ossia finalizzate alla nomina della maggioranza del consiglio.

Nell’attuale assetto giuridico-economico italiano questi asseriti pericoli non sono fondati. Al contrario, sarebbe proprio l’imposizione di limiti eccessivi alla lista del cda una scelta che risulterebbe, da un lato, (*) incoerente con principi di autonomia statutaria, competitività del sistema ed eccentrica nel panorama comparato; e, dall’altro, (**) in realtà ridurre la protezione delle vere minoranze azionarie, dei risparmiatori e del mercato rispetto allo strapotere di *soci* forti e difficilmente responsabili delle proprie azioni.

Mi spiego con riferimento a ciascuno dei suddetti ipotetici problemi, partendo da una premessa banale ma fondamentale: la lista del cda rappresenta una mera proposta aggiuntiva rispetto a quelle eventuali dei soci, peraltro autorizzata dagli stessi azionisti a maggioranza rafforzata tramite una norma statutaria, e che per definizione – per il mero fatto che è elaborata dal consiglio di un emittente quotato – viene predisposta e presentata nel rispetto di rigorose regole procedurali e di trasparenza, sotto la diretta vigilanza delle autorità di supervisione, con valutazioni e discussioni tracciabili e da soggetti – gli amministratori uscenti – con precisi obblighi e potenziali responsabilità, ivi incluso l’obbligo di parità di trattamento dei soci, ben maggiori di quelli cui sono soggetti o si espongono i soci che presentano proprie liste. Una proposta degli amministratori uscenti amplia le possibili opzioni dell’assemblea e dei soci, che restano comunque liberi di presentare liste alternative e naturalmente sovrani nello scegliere la squadra di governo ritenuta preferibile. Ciò posto:

- (a) il rischio di autoreferenzialità è comunque minimizzato, nel nostro ordinamento, da regole sia generali di composizione (si pensi agli amministratori indipendenti) e funzionamento del consiglio, sia da regole specifiche – quali le recenti raccomandazioni della Consob – sulla formazione della lista che garantiscono un ruolo centrale ad amministratori indipendenti e prevedono puntuali doveri di trasparenza e parità di trattamento. D’altro lato, mancano e sono lontanissime, in Italia, le condizioni economiche e tecnico-giuridiche che negli USA e in certo modo nel Regno Unito hanno davvero posto il problema della auto-perpetuazione di CEO potentissimi e della debole voce dei soci⁽¹⁾. Né va dimenticato che quello che qualcuno vede come rischio di autoreferenzialità ha come risvolto della medaglia una possibile maggiore autonomia e indipendenza degli amministratori rispetto a soci forti, circostanza non di rado desiderabile a tutela della buona *governance*. Inoltre, il rischio di autoreferenzialità è maggiore in relazione a liste formate “privatamente” da soci forti, come detto prima certo non soggetti a regole di trasparenza, tracciabilità, procedure e responsabilità analoghe a quelle applicabile al consiglio e alla società nel proporre propri candidati;
- (b) che dietro una lista di candidati si “nascondano” soci che non appaiono o accordi elusivi tra soci non è certo un rischio specifico della lista del consiglio, anzi ancora una volta è un rischio più marcato e insidioso per liste e proposte formulate direttamente dai soci rispetto a quelle elaborate dal cda sotto il faro della Consob. L’ordinamento e le nostre Autorità di controllo hanno specifici e incisivi poteri ispettivi e di indagine per individuare e sanzionare eventuali accordi illeciti o violazioni di legge che possono e devono esercitare rispetto a qualsiasi lista o accordo. Le interlocuzioni tra consiglio e soci, d’altronde, sono soggette a regole di *engagement*, parità e trasparenza ben più incisive, rigorose e difficilmente eludibili di quelle tra soci, e ciò di per sé

(¹) Per una illustrazione delle diversissime e peculiari regole e condizioni che negli USA hanno portato a un eccessivo potere del CEO nella selezione degli amministratori, parzialmente controbilanciate dalle norme sul proxy access del Dodd-Frank Act, sia consentito rinviare al mio M. VENTORUZZO, *Empowering Shareholders in Directors’ Elections: A Revolution in the Making*, in *European Company and Financial Law Review*, 2011, p. 105 ss.

consente di affermare che il timore avanzato va ridimensionato e se mai è maggiore in relazione ad alcune liste di soci privati forti. Nemmeno convincente è il timore che risulterebbe difficile individuare il socio che elegge la maggioranza del consiglio e quindi, potenzialmente, controlla l'emittente: a parte che, se mai, per individuare l'influenza dominante conta il voto in assemblea e non aver proposto una certa delibera (qui, aver depositato una lista); è evidente che lo stesso tema si pone se il socio X presenta una lista "spinta" dal socio Y, e come detto, anzi, in questo caso vi sono meno regole procedurali e di trasparenza a tutela del mercato. Non è fisiologico che il legislatore iper-regolamenti tutto e sostanzialmente vieti o ostacoli gravemente ogni strumento che in linea teorica, se abusato, potrebbe creare problemi: è piuttosto compito delle autorità di controllo, in base a principi e regole già esistenti, indagare possibili abusi con gli incisivi strumenti di cui dispongono e ove necessario sanzionarli;

- (c) il rischio che la lista del consiglio sottragga spazio a "vere" minoranze è pure di discutibile fondamento: innanzitutto i dati empirici dell'utilizzo dello strumento negli ultimi anni, pubblicati anche nella risposta del Comitato Operatori di Mercato della Consob in risposta alla consultazione sul richiamo di attenzione, chiariscono che quasi mai la presenza di una lista (vincente) del cda ha avuto questo effetto. In ogni caso, vi sono almeno due facili risposte: primo, regole statutarie – solitamente presenti – che assicurano comunque la possibilità di nomina di esponenti tratti da liste corte di minoranza, ad esempio aumentando il numero minimo di consiglieri di minoranza – fissato a uno dal TUF –, o analoghe soluzioni. Si aggiunga, inoltre, che il pericolo di un collegamento occulto con altra lista di un socio forte diviene nei fatti inesistente se tale socio, semplicemente, non presenta una propria lista;
- (d) il cda non gode poi di un vantaggio iniquo nel fare la propria proposta di nomina: in tutte le materie di competenza assembleare un consiglio apprezzato dagli azionisti, che gode di una certa fiducia del mercato, può avere una particolare autorevolezza e credibilità; e d'altronde il sistema italiano assicura – a differenza di quello ad esempio statunitense – una grande parità tra soci e consiglio ad esempio nell'accesso ai soci e nella raccolta ed esercizio delle deleghe, né tali attività presentano i costi e gli oneri tipici dei sistemi anglosassoni.

Come accennavo, l'evidenza empirica degli ultimi anni sostiene questi rilievi: la lista del consiglio ha pressoché sempre avuto ampio sostegno dai soci, spesso oltre il 90% del capitale rappresentato in assemblea, e in particolare dagli investitori internazionali; maggioranze dunque ben più elevate rispetto alle percentuali di possesso dei soci rilevanti; né essa ha sostanzialmente mai precluso la nomina di amministratori tratti da liste di minoranza alternative.

Consentire al consiglio di presentare propri candidati è d'altronde pienamente coerente con le regole e la prassi comparata guardando sia agli Stati Uniti che all'Europa. Inutile, e non vi sarebbe spazio, entrare nei tecnicismi dei singoli ordinamenti, che peraltro presentano differenze che rendono i confronti difficili, ma possiamo certamente e in sintesi affermare che in pressoché tutti i sistemi a noi più vicini, dalla Francia alla Germania, dalla Spagna al Regno Unito, dall'Olanda agli Stati Uniti, i consiglieri uscenti hanno un ruolo spesso determinante e formalizzato nella selezione dei propri successori. Da ultimo, questo ruolo del consiglio è non solo coerente con una serie di funzioni che la disciplina anche europea attribuisce all'organo di gestione (comitati nomine, autovalutazione, indicazione delle competenze utili al *board*, ecc.), ma soprattutto con un'altra tendenza sempre più forte: il perseguimento del successo sostenibile e il rispetto di obiettivi ESG. In questa prospettiva, infatti, il consiglio non persegue la sola massimizzazione del guadagno degli azionisti, ma si deve fare mediatore, organo di sintesi degli interessi dei diversi *stakeholders*: lavoratori, clienti, fornitori, comunità in generale. Esso è quindi spesso meglio posizionato, rispetto a singoli soci, per formulare proposte anche di nomina che tengano conto delle diverse istanze ed esigenze degli *stakeholders*.

Spero che quanto precede dimostri che, come le voci sulla morte di Mark Twain quando era ancora vivo e vegeto, le preoccupazioni di alcuni sulla lista del consiglio sono grandemente esagerate e certo non condivise dalla pressoché totalità della dottrina giuridica ed economica, né – nei fatti – dal mercato e dagli operatori. Veniamo però più nello specifico al disegno di legge in esame.

Comprendo e apprezzo profondamente il sentimento che lo ispira, ossia una meritoria tensione a migliorare sempre i nostri standard di governance e interrogarsi, di fronte a un fenomeno relativamente nuovo nel non ancora modernissimo scenario italiano, circa tutti i potenziali effetti dello strumento. Sul piano più tecnico devo però con altrettanta franchezza osservare che le norme ipotizzate vanno comunque ben oltre obblighi di trasparenza e tutela delle minoranze, anticorpi già ben presenti nel sistema e ben rafforzati dal richiamo di attenzione e dalla vigilanza Consob: si porrebbero infatti una serie di limiti, vincoli e ostacoli imperativi di singolare rigidità e severità; si introdurrebbero forme di *gold-plating* in verosimile contrasto con alcune norme comunitarie (penso ad esempio a regole di ineleggibilità che discriminino in ragione della provenienza della candidatura o all'estensione della disciplina delle operazioni con parti correlate); e sarebbero adottate procedure estremamente complesse, di difficile e incerta applicazione, penalizzanti per tutti i soci. Viene da pensare che sarebbe allora paradossalmente più coerente “cavarsela” con una sola riga di legge: un divieto assoluto e aprioristico – ben inteso, a mio avviso illegittimo, inefficace, non giustificabile e inopportuno – alla lista del cda.

Alcuni esempi seguendo l'articolato di questo proposto art. 147-ter.1 TUF (tra parentesi quadre e in grassetto il riferimento del comma e/o della lettera).

[comma 1, lett. a)] il Disegno imporrebbe che la lista del consiglio sia sempre “lunga”, ossia preveda un numero di candidati pari o superiori a quelli da eleggere, ciò verosimilmente per il timore che una lista del cda corta possa togliere spazio a liste di investitori istituzionali. La previsione mi pare innanzitutto poco utile perché, di fatto, è già così per intuibili ragioni: il consiglio non propone amministratori di minoranza. D'altronde sorge allora la domanda perché un analogo vincolo non debba essere imposto almeno ai soci di maggioranza relativa che presentano liste. Infine, si tratterebbe di un elemento di rigidità poco felice perché talvolta le liste lunghe, di maggioranza (siano esse di soci o del cda), indicano un numero di candidati leggermente inferiore al totale degli eleggibili proprio per favorire e incentivare proposte di amministratori di minoranza, o lasciare all'assemblea il compito di completare il consiglio su proposta di soci;

[comma 1, lett. b)] si vorrebbe vietare al consiglio di proporre candidati che siano stati in carica per sei anni o esercizi. Il fine può sembrare un limite a perpetuare le cariche, ma la disposizione non è opportuna: a parte che esistono già limiti in particolare per gli indipendenti ma ben meno stretti (nove anni), dovrebbe essere evidente che un bravo amministratore che abbia dato buona prova di sé, apprezzato dai soci, per portare a termine un progetto strategico e industriale condiviso dal mercato deve avere a disposizione spesso un periodo superiore a soli due mandati. Un limite tanto stringente e rigido mi sembra in contrasto con note esigenze della gestione manageriale, soprattutto in un momento storico nel quale si vuole incentivare se non imporre alle aziende il perseguimento del successo sostenibile nel lungo periodo rispetto a fenomeni di miopia finanziaria e interessi di breve termine. Sarebbe inoltre arbitrario e verosimilmente contrario a principi di parità e uguaglianza che un simile limite sussistesse solo per candidati di cui si valuta l'inclusione nella lista del consiglio, e non per quelli considerati o presentati da un socio di maggioranza forte;

[comma 1, lett. c)] si può condividere il deposito anticipato della lista del cda, che peraltro già è previsto dagli statuti proprio per dar modo ai soci di valutare la proposta e decidere se presentare liste concorrenti, occorre però prestare attenzione a non anticiparlo eccessivamente in modo poco compatibile con le dinamiche del procedimento assembleare;

[comma 1, lett. d)] si vorrebbe poi l'esclusione della lista del cda nel caso in cui non risulti prima, impedendole quindi di concorrere all'elezione di alcuni amministratori: insomma, o la lista del cda “prende tutto”, o esce di scena. Anche questa regola è molto discutibile: per rispondere all'esigenza che una lista del cda seconda classificata non sottragga posti a liste presentate da soci o investitori istituzionali, basta se mai una previsione statutaria (o al massimo regolamentare) che precisi che in simili e rari casi si dia precedenza alle liste proposte da soci; senza contare che, come visto prima, diversi statuti attribuiscono posti aggiuntivi alle liste di minoranza per consentire che da più di una di esse siano tratti alcuni candidati, rispettando così comunque la previsione minima del TUF. Non si comprende quindi perché giungere a bloccare e “squalificare” questa lista sempre, a prescindere dalla sorte delle liste corte dei soci, e persino nel caso in

cui vi siano solo due liste, una di soci e una del cda. Di là da tutto, poi, bisognerebbe riflettere molto a fondo sull'opportunità di escludere una lista che, pur presentata dal cda, ha comunque ottenuto nel libero referendum assembleare tante preferenze da risultare seconda: una simile scelta mi parrebbe irrispettosa della democrazia societaria e della volontà dei soci, e difficilmente compatibile con l'impianto del TUF;

[comma 1, lett. e)] La previsione del comma 1, lett. e) della norma proposta è tra le più problematiche. In sostanza si vorrebbe che qualora la lista del cda risulti prima classificata, occorrerebbe comunque procedere a una sorta di ulteriore conferma assembleare dei candidati tramite un nuovo e secondo voto su essi, ma questa volta candidato per candidato, con un sistema assolutamente eccentrico nella disciplina e prassi sia italiana che straniera, molto complicato. Infatti, i voti ricevuti dai singoli candidati della lista vincente in questo secondo turno forzoso, "di conferma", servirebbero per ordinarli secondo un potenzialmente diverso elenco rispetto a quello previsto dalla lista, magari risultando non tutti eletti, e dovendo essere integrati con candidati di altre liste o proposti in assemblea. A parte la notevole macchinosità di un simile sistema, che pone costi, incertezze e ambiguità circa il suo funzionamento ed esito, non è del tutto chiara la ragione di questo particolare sfavore, quasi che se i soci hanno in maggioranza preferito la lista del cda, ciò sia sospetto e si debba quindi "proteggerli da sé stessi" con una doppia verifica, ma nome per nome. Un rischio concretissimo di questa peculiare ipotesi è la difficoltà, per non dire impossibilità, di rispettare i numerosi vincoli e requisiti di legge e disciplina secondaria alla composizione del cda, in particolare nei settori regolati (presenza di esecutivi e non, indipendenti e non, quote di genere, ma anche l'esigenza sostanziale di disporre di competenze integrate ma diversificate). Uno dei punti di forza del voto di lista, per come attualmente disciplinato dal TUF, è una sua relativa semplicità e chiarezza e il fatto che chi presenta una lista deve preoccuparsi di proporre una "squadra" conforme alle norme di legge, integrata e coerente con le esigenze aziendali, rispondente a criteri di adeguatezza e complementarietà, e apprezzabile dagli investitori. Gli imprevedibili esiti del "rimescolamento" qui ipotizzato potrebbero evidentemente far saltare la coerenza interna e tra loro delle diverse liste e distorcere le preferenze dei soci per una determinata squadra. Si tenga inoltre presente che diventerebbe estremamente difficile verificare ipotesi di collegamento tra liste e amministratori proprio per il possibile rimescolamento di candidati messo in gioco dal voto di conferma su singoli nomi, un problema grave sul quale il Disegno tace. Si verrebbe così allora a sconfessare proprio uno dei dichiarati obiettivi del Disegno, ossia portare maggiore chiarezza sui rapporti tra proponenti, votanti e candidati. La suggestione che può provenire dai meccanismi anglosassoni, in particolare degli USA, in cui in effetti in certi casi è prevista una votazione nominativa deve essere letta criticamente: i contesti economici e giuridici sono ovviamente profondamente diversi, con il risultato che un parziale e aprioristico trapianto di simili spunti in Italia, isolatamente considerati, è a forte rischio di rigetto nei fatti prima ancora che nel diritto;

[comma 3, prima parte] Il terzo comma del proposto art. 147-ter.1 TUF non è condivisibile. Si vorrebbe innanzitutto prevedere che se il cda presenta una lista, allora *tutti* i soci con oltre lo 0,5% dovrebbero considerarsi parti correlate dell'emittente, con conseguente applicazione dell'intero impianto normativo delle OPC a tutti questi spesso numerosi soggetti. Una previsione che oltre – ma è quasi il meno – essere in contrasto con la Direttiva SHR 2 che disciplina le operazioni con parti correlate (OPC), è di difficile comprensione e pare quasi frutto di una volontà punitiva nei confronti della lista del cda volta a scoraggiarne se non impedirne la presentazione, piuttosto che disciplinarla. La finalità delle regole in materia di OPC è infatti quella di impedire abusi che impoveriscano l'emittente tramite operazioni con soggetti interessati e in grado di incidere, direttamente o indirettamente, su tali operazioni; soggetti quindi – semplificando – con rapporti di influenza dominante o notevole sull'emittente. Nulla c'entrano i piccoli soci, verosimilmente anche investitori istituzionali, che verrebbero qui invece tutti e indiscriminatamente assoggettati a un regime che non avrebbe ragion d'essere, e che renderebbe molto difficile per non dire impossibile intrattenere relazioni di qualsivoglia tipo con l'emittente, ponendo quest'ultimo in una posizione di sostanziale stallo operativo, solamente perché il cda si è "azzardato" a proporre una lista di candidati. Paradossalmente, si andrebbero a colpire proprio quegli azionisti che potrebbero presentare (con successo) liste concorrenti rispetto a quella del consiglio. La disposizione sarebbe peraltro tacciabile di irrazionalità per il semplice

fatto che la presentazione di una lista del consiglio, di per sé, nulla dice su rapporti di correlazione tra soci e società emittente;

[comma 3, seconda parte] Ugualmente criticabile e inaudito è il periodo finale del terzo comma dell'ipotizzato articolato, secondo il quale se il consiglio non si «astiene dal ricorrere a mezzi o risorse dell'emittente per sostenere o comunque promuovere la raccolta di consensi sulla lista presentata dal medesimo consiglio» esso sarebbe revocabile per giusta causa e tale condotta rappresenterebbe un «grave inadempimento» ai fini della responsabilità verso la società *ex art.* 2392 c.c. La disposizione è tecnicamente censurabile sotto molteplici profili, a cominciare dal fatto che impone questo divieto al consiglio nella sua interezza (e allora un singolo amministratore potrebbe? magari nella sua qualità anche di socio?) e conseguentemente dispone una singolare causa di giusta revoca di (tutto?) il consiglio e presume aprioristicamente una violazione dei doveri che persino qualifica come “grave”. Ne discenderebbe un effetto intimidatorio che pare prescindere da ogni valutazione sulla (ipotetica) colpa in concreto. Ma di là da questi problemi di stesura e sistema, ciò che mi pare non ricevibile è proprio la scelta a monte: per quale ragione il consiglio non dovrebbe poter spiegare, nell'ambito delle numerose regole di trasparenza e parità già previste, il fondamento di proprie proposte ai soci e ricercarne il sostegno? Perché allora non anche in caso di proposta di fusione, o di distribuzione di dividendi, o di modifica statutaria? Il problema serio che tutti i sistemi volti a dare voce ai soci nell'elezione degli organi sociali affrontano è esattamente l'opposto: come consentire a questi ultimi di fare proposte in modo ragionevolmente economico ed efficiente, eventualmente permettendo loro di usare risorse della società (si pensi al cosiddetto *proxy access* negli USA). Qui, al contrario, ci si spinge fino a proibire alla società e ai suoi amministratori di usare risorse sociali, come è normale che sia, per illustrare le ragioni di una propria proposta. Sarebbe come dire che gli amministratori non possono promuovere e sostenere una propria proposta circa un aumento di capitale, una fusione che ritengono vantaggiosa, l'approvazione di un bilancio, o l'adozione di misure difensive anti-scalata.

In conclusione. Molto utile riflettere e ipotizzare migliorie al nostro sistema di *governance*, nel complesso tuttavia ho dubbi sulla sussistenza delle ragioni per un intervento di questo tipo, e ancor più sul merito di molte delle previsioni caratterizzanti il testo in esame. L' “onere della prova”, per così dire, della necessità di una disciplina imperativa particolarmente rigida e dirigista, che nel concreto abrogherebbe uno strumento, la lista del cda, apprezzato dal mercato e da molti di quegli azionisti minoritari che si vorrebbero proteggere, che tutto sommato non ha posto particolari problemi sotto il vigilante occhio dei Supervisor, non mi pare superato.

Soprattutto, sebbene il TUF a quasi 25 anni dalla sua emanazione – come noto peraltro con un ruolo centrale dell'attuale Presidente del Consiglio dei Ministri, nella sua funzione allora di dirigente di punta del Ministero del Tesoro – meriterebbe un *check up* generale e forse alcuni aggiornamenti o ripensamenti, riterrei preferibile un eventuale esame sistematico e coordinato rispetto a un intervento *una tantum*, con un provvedimento *ad hoc*, che andrebbe a colpire un solo punto anche sull'onda di vicende recenti e probabilmente non ancora ben sedimentate, senza probabilmente poter beneficiare di una più generale, meditata e distaccata riflessione sull'impianto del sistema di governo societario delle società quotate. Diverse iniziative anche istituzionali vanno in questa direzione, come ad esempio il libro verde del MEF sui mercati dei capitali, ma anche a livello europeo esiste un movimento di opinione per un consolidamento e coordinamento delle regole in materia.

A tutto concedere, si potrebbe verificare la possibilità che le previsioni del noto richiamo di attenzione della Consob siano, magari con alcuni affinamenti, recepite a livello di disciplina secondaria nel Regolamento Emittenti: come detto, si tratta già di regole e norme in grado di assicurare trasparenza, efficienza e parità senza contrastare con valori fondamentali di libertà contrattuale e democrazia azionaria.

Seminario istituzionale

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

Senato della Repubblica Sala Koch – 16 giugno 2022

Testo dell'intervento del Prof. Avv. Alberto Gambino

Ringrazio il Senatore D'Alfonso e tutti i membri della Commissione per questa occasione di discussione del Disegno di legge sulla lista del consiglio uscente per l'elezione dei nuovi amministratori (d'ora in avanti, il “**Disegno**”).

Il Disegno, presentato il 27 ottobre 2021 prevede l'introduzione nel TUF del nuovo art. 147-ter.1 inteso a disciplinare, irrigidire in un certo senso, la presentazione di una lista da parte del consiglio di amministrazione uscente.

Il panorama attuale - per offrire qualche riflessione sulle logiche che esso sottende poi ereditate dal TUF - ammette l'obbligo per lo statuto tanto di dover prevedere che l'elezione degli amministratori avvenga sulla base delle liste tanto di dover determinare la quota minima richiesta per la presentazione delle stesse, che non può essere comunque superiore ad un quarantesimo del capitale o ad una diversa misura stabilita dalla Consob, con l'evidente finalità di garantire l'indipendenza dell'organo amministrativo e al contempo prevedere il coinvolgimento delle minoranze.

L'adempimento alle prescrizioni dell'art. 147-ter TUF richiede, dunque, unicamente la modifica dello statuto al fine di prevedere modalità elezione dell'organo che consentano la nomina di almeno un componente tratto da una lista di minoranza. Infatti, la norma ammette, come noto, che gli statuti delle società quotate disciplinino l'elezione del Cda con il sistema del voto di lista assicurando che almeno un

amministratore possa essere nominato da una minoranza qualificata, ferma la facoltà statutaria di ampliare il numero dei consiglieri di minoranza.

Siffatta impostazione tende a privilegiare la volontà dei soci, tenendo salda la competenza dell'assemblea in materia di nomina del cda, al contempo tutelando con maggiore incisività le minoranze qualificate che altrimenti rischierebbero di venire sopraffatte in presenza di soci in grado di indirizzare la volontà assembleare; tale previsione assurge a principio di ordine pubblico. Obiettivo sicuramente nobile raggiunto, da un lato, assicurando che almeno un amministratore possa essere espressione della minoranza qualificata, dall'altro, rimettendo alla libertà e autonomia statutaria il diritto di stabilire norme particolari per la nomina alle cariche sociali. Previsione, quest'ultima, sicuramente in linea con i nostri principi costituzionali e funzionale ad una efficiente governance societaria. Ne consegue che gli organi amministrativi e di controllo delle società quotate siano eletti mediante il criterio del voto di lista, al fine di assicurare alle minoranze qualificate la possibilità di esprimere almeno un amministratore. Soltanto laddove non venga ritualmente e tempestivamente presentata alcuna lista, ovvero venga presentata una sola lista con un numero minore di candidati rispetto a quelli da eleggere, ovvero ancora nessuna delle liste presentate raggiunga la quota minima di partecipazione richiesta per la presentazione di esse, i soci potranno liberamente proporre in assemblea i nominativi da votare, avanzando le candidature nella stessa adunanza, conformemente alla prescritta riserva di genere, atteso che il meccanismo del voto di lista è una particolare tecnica di presentazione della proposta di deliberazione, che, ove non venga nel concreto sfruttata, comporta la reviviscenza della regola generale.

È necessario, a questo punto, soffermarsi sulla possibilità per il consiglio uscente di presentare una lista di candidati per il rinnovo del consiglio medesimo. All'interno di siffatto sistema, che bilancia il delicato rapporto tra un efficace governo societario (efficienza) e rappresentatività, ha trovato ampio spazio, adottandolo dalla prassi in particolar modo anglosassone, nordamericana, francese e spagnola, la possibilità che i soci tramite lo statuto attribuiscono al cda uscente la possibilità di presentare una

propria lista di candidati per la rinnovazione dell'organo gestorio. Questa prassi ha trovato l'accoglimento della quasi unanimità della dottrina e del Codice di Corporate Governance in quanto si può dire che realizza il ulteriore risultato di assicurare la disponibilità di una lista e determinare un innalzamento della qualità della scelta dei candidati.

La lista del cda può dunque fungere da aggregatore di consensi ed appare particolarmente coerente con i processi di autovalutazione del Consiglio imposti dal Codice di Corporate Governance. Rappresenta una convergenza tra proprietà e gestione, attribuendo ai gestori il potere di incidere sulla più rilevante attribuzione dei soci ovvero la nomina degli amministratori. Il Codice di Corporate Governance, in particolare, introducendo disposizioni in materia di regole di trasparenza all'art. 4, sancisce che l'organo di amministrazione affida al comitato nomine il compito di coadiuvarlo nelle attività di (d) eventuale presentazione di una lista da parte dell'organo amministrativo uscente da attuarsi secondo modalità che ne assicurino una formazione e una presentazione trasparente.

Come riferito dalla Consob, in Italia, a seguito dell'introduzione del sistema del voto di lista con la Riforma sul Risparmio, il ricorso alla presentazione della lista da parte del cda ha trovato un'applicazione residuale rispetto all'esercizio da parte degli azionisti del potere di presentare liste di candidati. Infatti, a fine 2020, ha trovato applicazione in 52 società. Va aggiunto come il concreto ricorso a tale clausola ha avuto riscontro effettivo in un numero più limitato di casi perlopiù in ipotesi di azionariato disperso ovvero in conseguenza di mutamenti molto rilevanti dello stesso in cui il consiglio ha in concreto svolto un ruolo suppletivo rispetto ai soci. È bene evidenziare però che tali casi, seppur limitati, si riferiscono a player rilevanti nel contesto del mercato italiano.

L'impressione è che, considerato quanto fin qui esposto la disciplina *de iure condendo* sembra disattendere le logiche di fondo dell'introduzione del voto di lista integrata dalla Consob, a ragion veduta, con l'introduzione delle soglie di sbarramento.

In quest'ottica, non può non considerarsi che il contrappeso della cristallizzazione del processo per la presentazione della lista del cda sembra essere una riduzione dell'autonomia e libertà statutaria, come detto principi costituzionalmente garantiti oltre che cardine se si considera l'attuale sistema nel suo complesso. Sotto altro aspetto non realizzerebbe quella più accentuata tutela delle minoranze che il Disegno si impone come obiettivo ma anzi, paradossalmente, realizzerebbe a nocimento di quelle stesse minoranze. Quest'ultima considerazione emergerà con maggiore risalto dall'analisi nel nuovo art. 147-ter.1.

È bene ricordare, sotto questo aspetto, che l'attività preparatoria e prodromica del consiglio di amministrazione volta alla predisposizione della propria lista si svolge in una comfort zone del tutto evidente. Tuttavia, l'attività di promozione della lista del consiglio di amministrazione, l'eventuale incetta di voti e le interlocuzioni con i soci a tal fine necessarie, tutte attività che, se svolte dai soci, possono rientrare nell'alveo dell'azione di concerto, costituiscono qui espressione delle prerogative del consiglio, i cui poteri ricomprendono anche quello di promuovere proposte che secondo la legge o lo statuto essi hanno la facoltà di sottoporre all'assemblea

Come emerge dalla relazione di accompagnamento il nuovo intervento legislativo intende regolamentare questa prassi (di inserire all'interno dello statuto una specifica previsione che preveda la possibilità che anche il consiglio di amministrazione uscente presenti una lista di candidati che concorra al rinnovo dell'organo gestorio), con alcune limitazioni e senza mancare di esporsi ad alcune (rilevanti) criticità.

In particolare, il nuovo art. 147-ter, co. 1, lett. b), afferma che *“non possono essere inclusi nella lista candidati che abbiano ricoperto il medesimo incarico presso l'emittente per sei o più anni consecutivi o, in ogni caso, per sei o più esercizi consecutivi”*: questa previsione sembra introdurre una diversità di trattamento rispetto alle liste presentate dai soci che possono liberamente candidare soggetti già eletti per più di sei esercizi consecutivi in apparente contrasto con l'art. 41 cost., risolvendosi in una ingiustificata limitazione della libertà statutaria. Tale disparità di trattamento è

altrettanto evidente nella previsione contenuta nel nuovo art. 147-ter.1 nella parte in cui prevede un doppio turno di votazioni per la sola lista del cda.

Inoltre, la previsione di un limite ai mandati che possono essere espletati consecutivamente è un principio di ampia applicazione per le cariche pubbliche – membri elettivi del CSM; componenti del Consiglio degli avvocati e procuratori dello Stato; ed è, comunque, un principio di portata generale nel più specifico ambito degli ordinamenti professionali, membri del Consiglio nazionale forense; componenti del Consiglio nazionale del notariato,. Tale principio, che sicuramente trova conforto e applicazione (quasi esclusiva) nell’ambito del diritto pubblico, non può, tuttavia trovare applicazione nell’ambito privato. La previsione di una causa di ineleggibilità così formulata comprimerebbe inevitabilmente l’autonomia e la libertà statutaria e generando un contrasto con il dettato costituzionale.

Sotto un ulteriore profilo, l’art. 147-ter, co.1, lett. d., esclude la lista del cda ai fini della composizione del nuovo organo gestorio nel caso non risulti prima classificata nella votazione assembleare. Sul piano sostanziale, deve rimarcarsi una macro-criticità: la lista del consiglio, come le altre liste proposte dai soci, è legittimata dai soci stessi in assemblea, e la circostanza che le preferenze assembleari si schierano per i candidati ivi elencati non può essere superata. Parrebbe paradossale che, a fronte di una lista del consiglio consentita dal contratto sociale e certamente lecita, e in mancanza di espresse scelte statutarie in senso diverso, questa venga scartata a favore di candidati proposti magari da una esigua minoranza di soci e che, in assemblea, abbiano ricevuto preferenze molto inferiori di quelli proposti dal consiglio come se la lista del cda non possa aprioristicamente essere una lista rappresentativa della minoranza.

È, infine, possibile rilevare un’ulteriore criticità afferente al sistema di voto descritto che riguarda sempre il caso in cui la lista del cda arrivi seconda senza che sia stata presentata una terza lista: in tale ipotesi, essa verrebbe esclusa dal riparto dei componenti da eleggere, di talché tutto il consiglio di amministrazione sarebbe in mano ai soci di controllo in assenza della presentazione di una terza lista.

MARCO MAUGERI

Professore ordinario di Diritto commerciale nell'Università Europea di Roma
marco.maugeri@unier.it

SULLA LISTA CONSILIARE “DI MINORANZA”

1. Può la lista presentata dal consiglio uscente esprimere propri candidati nel futuro organo amministrativo di una società quotata anche nell'ipotesi in cui arrivi seconda? Può, già sul piano logico, configurarsi una lista consiliare “di minoranza”?

Il recente disegno di legge n. 2433 presentato al Senato e volto a disciplinare la “presentazione di liste di candidati da parte dei consigli di amministrazione uscenti delle società quotate” lo esclude. Infatti, ai sensi del primo comma del nuovo art. 147-*ter*.1 – che verrebbe introdotto dall'unico articolo del disegno di legge in questione – la lista consiliare dovrebbe «contenere un numero di candidati pari o superiore al numero massimo dei componenti da eleggere» (così la lett. *a* del primo comma dell'ipotizzato art. 147-*ter*.1) e, qualora non risulti quella che ha ottenuto il maggior numero di voti, essa verrebbe «in ogni caso esclusa dal riparto dei componenti da eleggere in deroga all'art. 147, comma 3, e alle eventuali ulteriori disposizioni applicabili» (così la lett. *d* di tale primo comma). Siffatta impostazione riecheggia la tesi, sostenuta in dottrina, secondo cui sarebbe “incongruo” consentire alla lista consiliare di esprimere amministratori anche nell'ipotesi in cui non si tratti della lista di maggioranza. In tal caso infatti, secondo questa opinione, la lista degli amministratori non avrebbe quella vocazione rappresentativa dell'intero azionariato (o comunque della maggioranza dello stesso) che dovrebbe esserle immanente in quanto lista proveniente «da un soggetto diverso dalle singole maggioranze esprimibili dall'assemblea dei soci» e fisiologicamente

destinata a «intercettare un voto ampio e trasversale»⁽¹⁾. In altri termini, la lista consiliare che non riuscisse a imporsi in sede assembleare non sarebbe legittimata a esprimere amministratori perché altrimenti si avrebbe una “occupazione” di posti riservati alla minoranza e quindi una elusione dell’art. 147-*ter* t.u.f. Al fine di evitare questo esito non rimarrebbe, allora, altra strada che neutralizzare la lista consiliare classificatasi per seconda estraendo dalla lista terza classificata i consiglieri di minoranza ancora da eleggere. Ma è davvero così?

2. Va osservato anzitutto come l’orientamento prevalente in dottrina sia nel senso di ritenere pienamente valida la clausola statutaria che autorizza il consiglio uscente a presentare una propria lista indipendentemente dalla struttura proprietaria dell’emittente (e quindi anche ove sia presente un socio o un gruppo di soci titolari di partecipazioni rilevanti): purché, ovviamente, tale facoltà non privi i soci della possibilità di esercitare analoga facoltà⁽²⁾. Dinanzi a tale premessa, la tesi che intende escludere la lista consiliare dal riparto dei seggi solo perché di minoranza manca oggi di un fondamento normativo⁽³⁾. Neppure la formulazione letterale dell’art. 147-*ter*, comma 3, t.u.f., nella

¹ Così M.IRRERA, nelle osservazioni al Documento di Consultazione Consob del 2 dicembre 2021 sul “Richiamo di attenzione in materia di presentazione di una lista da parte del consiglio di amministrazione uscente” (al quale è allegato il contributo dello stesso Autore dal titolo, *Luci e (molte) ombre sulla lista del CDA per la nomina degli amministratori nelle società quotate: brevi appunti*, in *Il Caso.it*, ottobre 2021); analogamente orientata N.CIOCCA, *Il voto di lista nelle società per azioni*, Milano, 2018, 408 e 437.

² Cfr. E.PUCCI, *Regole di composizione e presentazione della lista del consiglio di amministrazione uscente nelle società quotate*, in *Riv. dir. comm.*, 2018, I, 87 s.; S.CACCHI PESSANI, *Il voto di lista per la nomina degli amministratori nelle società a controllo “fluidò”*: *prassi, problemi e prospettive*, in *Riv. soc.*, 2021, 724.

³ Anche chi è contrario alla lista consiliare di minoranza ammette che un esito così dirompente (= negare alla lista consiliare di minoranza la legittimazione a esprimere propri candidati) presuppone «probabilmente un intervento regolatore munito di disposizioni cogenti». Neppure il Richiamo di attenzione Consob n. 1/22 in materia di «presentazione di una lista da parte del consiglio di amministrazione per il rinnovo del medesimo consiglio» contiene un riferimento alla sterilizzazione della lista consiliare che arrivi seconda. Ciò dimostra, quanto meno, che l’Autorità di Vigilanza non ritiene sussistano evidenti ragioni a favore di tale tesi.

sua ampiezza ⁽⁴⁾, oppone ostacoli alla possibilità che la lista consiliare arrivata seconda esprima uno o più amministratori «di minoranza» ⁽⁵⁾. Il d.d.l. in esame, vietando la lista consiliare di minoranza, si propone pertanto l'obiettivo di creare proprio quel fondamento normativo che attualmente è carente.

3. Tale proposito legislativo sarebbe comprensibile se si ritenesse che la lista del consiglio debba essere a “vocazione maggioritaria” ⁽⁶⁾ o comunque per definizione equiparata a «quella di un socio di maggioranza o di riferimento» ⁽⁷⁾. Ebbene, al di là dei dubbi che suscita una equiparazione di questo genere ⁽⁸⁾, si può replicare che “maggioranza” e “minoranza” non sono concetti astratti e immutabili *ma grandezze variabili che si formano solo all'esito della contesa assembleare*. In questo senso depone anche l'art. 144-ter, comma 1, lett. e), del Regolamento Emittenti, il quale definisce come «soci di riferimento» (e, quindi, di maggioranza), «i soci che hanno presentato o votato la lista *risultata* prima per numero di voti» (enfasi aggiunta): confermando così che la “vocazione” maggioritaria o minoritaria di una lista – *anche se di provenienza consiliare* – non è una qualità ontologica della lista ma una *conseguenza* della dialettica assembleare, quale viene a cristallizzarsi nella proclamazione degli esiti del voto.

Inoltre, una lista presentata dal consiglio uscente che si classificasse al secondo posto avrebbe comunque coagulato il gradimento di una porzione

⁴ Ai sensi della predetta disposizione «almeno uno dei componenti del consiglio di amministrazione è espresso dalla *lista di minoranza* che abbia ottenuto il maggior numero di voti e non sia collegata in alcun modo, neppure indirettamente, con i soci che hanno presentato o votato la lista risultata prima per numero di voti» (enfasi aggiunta). Come si può notare il riferimento è alla «lista di minoranza», senza alcuna caratterizzazione “soggettiva” in ordine a chi l'abbia presentata.

⁵ E v. infatti S.CACCHI PESSANI (nt. 2), 726.

⁶ Così M.IRRERA (nt. 1).

⁷ Così N.CIOCCA (nt. 1), 408.

⁸ È una petizione di principio anche affermare che la lista del consiglio non può essere considerata di minoranza neppure se votata solo da soci minoritari: così, invece, N.CIOCCA (nt. 1), 437.

di soci, sia pure di minoranza. Negare a tale minoranza (il più delle volte espressione del mercato) il diritto statutario di vedere nominati determinati candidati solo perché inclusi nella lista consiliare solleverebbe dubbi di compatibilità sia con la tutela costituzionale della proprietà azionaria ⁽⁹⁾, sia con il principio capitalistico che è alla base della regola di maggioranza nel procedimento assembleare. Si svuoterebbe, in particolar modo, il contenuto “potestativo” del diritto di voto dei soci vicini alla lista consiliare a tutto vantaggio di altra lista – quella arrivata terza (o quarta) – che si troverebbe a esprimere un numero di candidati superiore a quello al quale avrebbe avuto titolo secondo lo statuto: e ciò persino nell’ipotesi in cui tale lista abbia ricevuto una percentuale molto ridotta di consensi (eventualmente assai inferiore a quella ottenuta dalla lista del consiglio uscente).

4. Anche sul *piano degli scopi perseguiti dall’ordinamento societario* non sembra agevole giustificare il divieto di una lista consiliare di minoranza. Si deve considerare, infatti, che la presentazione della lista è una proposta che gli amministratori uscenti sottopongono alla deliberazione dei soci ⁽¹⁰⁾. Questa proposta è il frutto di una *decisione organizzativa* che gli amministratori possono assumere solo qualora ritengano, nell’adempimento dei doveri di diligenza professionale inerenti al proprio ufficio, che la lista consiliare sia lo strumento per realizzare al meglio l’interesse sociale. Sotto questo profilo, la lista del consiglio appare idonea

⁹ Il potere di voto è infatti un elemento della proprietà azionaria (almeno quando essa prenda la forma delle azioni ordinarie). Neutralizzare i voti ottenuti dalla lista consiliare solo perché di minoranza equivale a sterilizzare quel potere e, impedendo l’elezione dei candidati votati, a ridurre il valore economico della partecipazione. Il che richiede, in basi ai principi generali, l’osservanza di precisi requisiti in termini di ragionevolezza della misura normativa e di tutela del contenuto minimo inderogabile del bene protetto: v. M.MAUGERI, *Banche popolari, diritto di recesso e tutela costituzionale della proprietà azionaria*, in *Riv. soc.*, 2016, 1007 ss.

¹⁰ Su questa funzione del voto di lista cfr. M.STELLA RICHTER jr, in *Testo Unico della Finanza*, a cura di M.Fratini e G.Gasparri, II, Torino, 2012, *sub art. 147-ter*, 1942.

a svolgere una funzione meritevole di tutela *anche quando essa sia poi votata in assemblea solo da una minoranza*.

In primo luogo la lista consiliare reca l'indicazione di candidati selezionati sulla base di un procedimento trasparente che vede il coinvolgimento di diversi organi ⁽¹¹⁾ e alla cui definizione può contribuire anche l'apporto conoscitivo derivante da un confronto in sede di *engagement* con i principali investitori chiamati a esporre il punto di vista del mercato sulla ideale composizione del futuro organo amministrativo. È presumibile, dunque, che la lista consiliare esibisca figure idonee, in termini di esperienza, indipendenza e professionalità, a imprimere effettività al processo di autovalutazione del consiglio e ad assicurare il rispetto del dovere di allestire una funzione amministrativa adeguata alle dimensioni e alla natura dell'impresa ⁽¹²⁾. Questa caratteristica non viene meno per il fatto che la selezione di candidati operata dal consiglio abbia il sostegno di una parte minoritaria della compagine sociale.

La lista consiliare assolve, inoltre, *una seconda fondamentale funzione*: quella di risolvere il problema nascente dalla c.d. "inversione" tra maggioranza e minoranza che si determina quando la lista risultata prima per numero di voti sia una lista "corta" e non contenga un numero di candidati sufficiente a esprimere la maggioranza del consiglio. In tale ipotesi, infatti, gli statuti più avanzati prevedono che gli ulteriori candidati necessari per integrare il consiglio siano estratti dalla lista di minoranza (o, se più d'una, dalle liste di minoranza) che abbia(no) espresso candidati. In questo modo la lista consiliare *offre la possibilità di completare agevolmente il consiglio* senza necessità di ricorrere a nuove votazioni assembleari, per giunta su candidature che dovrebbero essere proposte sul

¹¹ Cfr. l'art. 4 del Codice di *Corporate Governance*.

¹² Cfr. M.STELLA RICHTER jr, *Profili attuali dell'amministrazione delle società quotate*, in *Giur. comm.*, 2021, I, 425 ss.

momento da singoli azionisti, con evidente farraginosità e opacità del procedimento ⁽¹³⁾. Quest'ultimo profilo riveste particolare importanza se si considera che, nell'ipotesi di votazione dei soci su una proposta che sia stata formulata direttamente in assemblea, il rappresentante dei fondi comuni di investimento potrebbe trovarsi nell'impossibilità di esprimere il voto per mancanza di istruzioni al riguardo, visto che gli azionisti istituzionali (soprattutto quelli internazionali) sono soliti conferire delega diversi giorni prima della data fissata per lo svolgimento dei lavori assembleari. Alla luce del peso che questa tipologia di azionisti tende ad assumere negli assetti proprietari delle società quotate italiane e nelle decisioni concernenti il rinnovo delle cariche sociali ⁽¹⁴⁾, qualunque riforma del voto di lista che ostacolasse o rendesse comunque più difficile la partecipazione al voto di tali investitori si tradurrebbe in una (ulteriore) perdita di efficienza per il mercato finanziario italiano ⁽¹⁵⁾.

Naturalmente, in tanto la lista consiliare è in grado di svolgere i due compiti appena ricordati in quanto sia una lista "lunga", ossia contenga un numero di candidati pari o superiore a quello degli amministratori da eleggere: ma è già prassi costante nel sistema italiano che i consigli uscenti presentino liste

¹³ V. R.CASPANI, *Il voto di lista per l'elezione dell'organo amministrativo nelle società per azioni quotate: aspetti pratici e prospettive evolutive*, Tesi di dottorato, Università di Trento, a.a. 2017/2018, 135 ss.

¹⁴ Da una rapida analisi empirica risulta che su n. 35 società italiane appartenenti all'indice FTSE-MIB (ed escludendo quelle con sede all'estero), risulta che in otto società il Consiglio ha presentato una propria lista. Si tratta di cinque società bancarie (Banco BPM S.p.A., Bper Banca S.p.A., Finecobank S.p.A., Mediobanca S.p.A., Unicredit S.p.A.), una società assicurativa (Assicurazioni Generali S.p.A.) e due società del settore industriale (Tim S.p.A. e Prysmian S.p.A.). Solo in tre di queste società era presente, alla data dell'assemblea chiamata a rinnovare le cariche sociali, un azionista (o più azionisti) con una partecipazione superiore alla soglia del 10% (Assicurazioni Generali, Mediobanca e Tim). Dalle informazioni pubblicamente reperibili emerge che, nella larga maggioranza dei casi, i *proxy advisors* hanno espresso raccomandazioni di voto a favore della lista del Consiglio (che è poi risultata quella vincente): segno che le prassi seguite dai consigli uscenti nella predisposizione delle proprie liste incontrano il più delle volte il consenso del mercato.

¹⁵ Gli investitori istituzionali sono normalmente tenuti al monitoraggio delle società presenti nel proprio portafoglio (cfr. l'art. 124-*quinquies* t.u.f.); la conseguenza è che ogni nuovo impedimento normativo od ostacolo pratico a questa attività di monitoraggio rischierebbe di tradursi in un disincentivo a investire (o in una decisione di uscire dall'investimento) in società quotate italiane.

lunghe, né potrebbe essere diversamente, dovendo la proposta consiliare essere “autosufficiente” e cioè articolata in modo tale da garantire una corretta composizione dell’organo amministrativo anche ove non fosse presentata alcuna lista da parte dei soci ⁽¹⁶⁾.

In definitiva: una norma che impedisse alla lista consiliare di esprimere futuri amministratori quando sia appoggiata solo da una minoranza assembleare comprimerebbe indebitamente *il potere dell’organo amministrativo di perseguire l’interesse sociale indipendentemente dalla (e perfino contro la) volontà della maggioranza* e potrebbe disincentivare anche l’ingresso nel capitale di società italiane da parte di azionisti istituzionali orientati alla conservazione dell’investimento nel medio e lungo termine.

5. Quanto appena osservato non intende escludere che possano darsi ipotesi nelle quali la lista consiliare sia piegata abusivamente al fine di eludere la norma imperativa dell’art. 147-*ter* t.u.f. in materia di rappresentanza delle minoranze all’interno del consiglio. Questo scenario, tuttavia, presuppone (la dimostrazione del fatto) che il consiglio di amministrazione sia *un mero strumento* nelle mani del socio che ha presentato o votato la lista risultata prima per numero di voti.

In altri termini, per applicare la disciplina del collegamento alla lista consiliare arrivata seconda è necessario allegare e provare che la scelta del consiglio uscente di presentare una propria lista ha avuto l’unico scopo di assicurare indirettamente al socio “di riferimento” (cioè al socio che ha presentato/votato la lista risultata prima per numero di voti) anche l’attribuzione di seggi che sarebbero spettati alla minoranza. È necessario, cioè, dimostrare, *attraverso una analisi fattuale del caso concreto*, che la

¹⁶ Sicché appare tutto sommato superflua la già ricordata previsione del d.d.l. che detta imperativamente l’osservanza di tale requisito (art. 1, comma 1, lett. a).

lista del socio e quella del consiglio sono il frutto di un comune disegno e di una azione di coordinamento in violazione del divieto di collegamento ⁽¹⁷⁾. Ma un conto è provare nel singolo caso, anche sulla base di indici gravi, precisi e concordanti, che vi è “collegamento” tra la lista di maggioranza e la lista consiliare di minoranza, altro conto è partire dal presupposto, in sé indimostrato, che la lista consiliare di minoranza debba qualificarsi *sempre* come lista collegata a quella di maggioranza: con l’esito, difficilmente condivisibile sul piano processuale, non solo di sollevare chi intenda affermare un collegamento tra la lista del socio e quella del consiglio dall’onere di dimostrarne l’esistenza ma addirittura di impedire alla società emittente di fornire la prova contraria (cioè l’assenza di ogni collegamento).

6. Un’ultima osservazione appare opportuna. La mancanza di ogni riferimento all’autonomia privata costituisce, insieme al trattamento

¹⁷ Cfr. M.VENTORUZZO, *Note sulla lista del consiglio uscente per l’elezione degli amministratori nelle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2020, 1415.

discriminatorio della lista consiliare rispetto alle liste dei soci ⁽¹⁸⁾, il profilo di maggiore debolezza del disegno di legge ⁽¹⁹⁾.

¹⁸ La discriminazione è evidente anche nella parte dell'unico articolo del d.d.l. che vieta l'inclusione nella lista del consiglio uscente di candidati che abbiano ricoperto la carica consiliare presso l'emittente per sei o più esercizi consecutivi (così il programmato art. 147-ter.1, comma 1, lett. b), nonché nella parte che impone, ove la lista consiliare sia la più votata, di procedere a una ulteriore votazione individuale su ogni singolo candidato della lista consiliare, con successiva ordinazione dei candidati secondo il numero di voti ottenuto da ciascuno (dal più alto al più basso) ed elezione di coloro che saranno stati "confermati" dall'assemblea (con esclusione, in realtà, non solo dei candidati "non confermati" ma anche di quelli «che abbiano ottenuto i minori suffragi nel numero necessario ad assicurare l'elezione dei componenti tratti dalla lista o dalle liste di minoranza» presentate in conformità all'art. 147-ter, comma 3, t.u.f.: cfr. il programmato art. 147-ter.1, comma 1, lett. e, e comma 2). I soci, per contro, rimarrebbero liberi di candidare soggetti che siano (stati) amministratori per più di sei esercizi consecutivi (per cui l'amministratore delegato uscente potrebbe recuperare spazio candidandosi per la lista proposta da un socio), mentre nessuna votazione successiva di "conferma" sarebbe prevista qualora a prevalere sia la lista di un socio o di un gruppo di soci (anche se legati da un patto parasociale). Il che non appare lineare con lo scopo perseguito: in vero, se si intende attribuire ai soci il diritto di esprimersi individualmente sulle singole candidature non si vede perché questo interesse debba essere protetto solo nel caso della lista consiliare e non anche in quello della lista presentata dal socio di riferimento o da un patto di voto (o di consultazione). Inoltre, dal punto di vista pratico, la necessità di una doppia tornata di votazioni – prima sulle liste e poi sui singoli candidati della lista consiliare risultata vincente – dilaterrebbe i tempi dei lavori assembleari riducendone l'efficienza e ostacolando la partecipazione assembleare degli investitori istituzionali (soprattutto di quelli esteri): con la complicazione pratica già segnalata sopra nel testo a nt. 15.

¹⁹ Eterodossa appare anche l'introduzione, prospettata dal d.d.l., di una norma in forza della quale, nell'ipotesi di presentazione di una lista consiliare, l'emittente sarebbe tenuto a considerare come parti correlate «tutti i soci titolari di partecipazioni pari o superiori allo 0,5% del capitale» (così il programmato art. 147-ter.1, comma 3, t.u.f.). La previsione sembra voler evitare il rischio che il consiglio uscente si assicuri il sostegno preventivo di taluni investitori alla propria lista "promettendo" in cambio benefici economici o di altro tipo (di qui la proposta di applicare la disciplina sulle operazioni con parti correlate alle relazioni commerciali e finanziarie con questi investitori). Anche in questo caso, si tratta di una regola che solleva perplessità. La soglia dello 0,5% è inferiore a quella prevista dalla legge in materia di trasparenza degli assetti proprietari: con la conseguenza, pertanto, che l'emittente dovrebbe verificare ogni volta quale sia l'entità del possesso azionario del socio controparte. Nell'ipotesi in cui il socio sia un intermediario finanziario che gestisce patrimoni o risorse per conto altrui (ad es., una banca, una compagnia di assicurazione, un fondo pensione o una Sgr), la verifica può rivelarsi particolarmente onerosa in termini di tempo. Inoltre, non è chiaro l'ambito temporale di applicazione della norma. A partire da quale momento i soci con una partecipazione pari o superiore allo 0,5% dovrebbero qualificarsi come parti correlate dell'emittente? Dall'annuncio al mercato dell'intenzione del consiglio di presentare una propria lista? Dalla pubblicazione del parere di orientamento? Dal momento del deposito della lista? E fino a quando permarrrebbe la qualifica di parte correlata? Per tutta la durata in carica del nuovo consiglio? Che accade nell'ipotesi in cui la lista consiliare sia soccombente? E nell'ipotesi di cessione sul mercato della partecipazione? Viene meno in entrambi i casi la qualifica di parte correlata? Infine: se l'esigenza che il d.d.l. intende soddisfare è quella di evitare un "mercato del voto" (così la relazione illustrativa), sufficienti presidi sono già offerti dalla disciplina vigente in materia di concerto, collegamento e trasparenza dei patti parasociali (visto che la promessa di un sostegno alla lista

Anche a voler guardare con “sospetto” alla lista consiliare di minoranza, ci si può chiedere infatti se la soluzione più efficiente sia quella di una proibizione normativa o non sia piuttosto preferibile lasciare spazio all’autonomia statutaria nel disciplinare la materia. Nell’ambito di un’apertura alla libera volontà dei privati potrebbe finanche ipotizzarsi il passaggio da un sistema a liste bloccate a un *meccanismo selettivo* di combinazione dei candidati delle diverse liste da ordinare in modo decrescente a seconda delle preferenze ottenute (“*mix-and match voting*”), il quale preveda una pronuncia assembleare su tutti i singoli nominativi *indipendentemente dalla fonte della candidatura* e quindi anche sulle proposte formulate dai soci “dissidenti”. Negli Stati Uniti questa possibilità, da tempo prevista per coloro che partecipano fisicamente all’assemblea, è stata di recente estesa dalla SEC anche agli azionisti, assai più numerosi, che decidono di esercitare il proprio voto a distanza ⁽²⁰⁾.

Una innovazione di questo tipo risulterebbe coerente con la tendenza di diversi ordinamenti societari a rivalutare il ruolo del potere di voto (e di *engagement*) degli azionisti. La sua introduzione in Italia richiederebbe, ad ogni modo, sia la necessità di confrontarsi con l’esigenza (o meno) di un intervento legislativo finalizzato a superare la configurazione attuale del voto di lista ⁽²¹⁾, sia una più ampia rivalutazione dell’organo assembleare, la cui funzione principale risiederebbe allora, più che nel fungere da organo

consiliare integrerebbe un accordo di voto e sarebbe, pertanto, soggetta a tutti e tre i plessi disciplinari appena ricordati).

²⁰ Si tratta della nuova Rule 14a-19(e) dell’Exchange Act: cfr. il SEC Release Nr. 34-93596, *Universal Proxy*, del 17 novembre 2021. La modifica normativa, applicabile alle assemblee tenutesi a partire dal 31 agosto 2022, è stata accolta con diversità di opinioni: v. i riferimenti in C.POSNER, *SEC Adopts Mandatory Universal Proxy in Contested Elections*, nel blog *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 15 dicembre 2021.

²¹ L’attuale art. 147-ter t.u.f. sembrerebbe configurare il voto di lista come una particolare tecnica di formazione del consenso basata sulla nomina *dell’intero organo amministrativo*, postulando quindi *una deliberazione unitaria* (anziché tante deliberazioni individuali quanti sono i candidati da eleggere): v. sul punto M.STELLA RICHTER jr (nt. 10), 1942. Ma per un’apertura all’autonomia statutaria e alla derogabilità del sistema di voto a liste bloccate v. ampiamente S.CACCHI PESSANI (nt. 2), 751 ss.

di “dichiarazione” della volontà sociale, nell’*aggregare le preferenze individuali degli investitori* e nell’orientare conseguentemente le scelte gestorie degli amministratori ⁽²²⁾.

²² Per questa prospettiva v. M.MAUGERI, *Considerazioni sul sistema delle competenze assembleari nella s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2013, 352 s.; ID., *Lo statuto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, in *Il Testo Unico finanziario*, diretto da M.Cera e G.Presti, II, Bologna, 2020, 1236 s., ove il riferimento anche alla possibilità che il voto assembleare induca anche gli azionisti ad “aggiornare” le proprie preferenze optando per la conservazione della partecipazione (oppure per il disinvestimento) a seconda della posizione assunta dagli altri soci in sede di votazione sulle singole candidature alla carica amministrativa.

Milano, 16 giugno 2022

Intervento al seminario istituzionale in data 16 giugno 2022 sul disegno di legge n. 2433, relativo alla presentazione di liste di candidati da parte dei consigli di amministrazione uscenti delle società quotate

1. Il disegno di legge n. 2433 in materia di presentazione di liste di candidati da parte dei c.d.a. uscenti di società quotate appare ispirato dalla condivisibile preoccupazione di adottare cautele volte ad evitare una indiscriminata utilizzazione di questo istituto, nell'attuale contesto normativo e alla luce degli assetti proprietari che connotano il mercato italiano.

La presentazione della lista da parte del c.d.a. uscente (di seguito anche "lista del c.d.a."), infatti, presenta la possibilità di significativi inconvenienti, evidenziati anche nel Richiamo di attenzione Consob n. 1/2022 del 21 gennaio 2022 (di seguito il "Richiamo di attenzione Consob"). In questo documento (par. 2.2) si segnala che, ai rischi di "*autoreferenzialità e autopropagazione evidenziati anche nei sistemi di governance anglosassoni a proprietà dispersa*", si aggiungono – nei Paesi ove prevalgono le società con proprietà concentrata - rischi ulteriori:

- i. di "*scarsa trasparenza del processo di selezione delle candidature e di formazione della lista, con conseguente possibile alterazione dei meccanismi di corretta competizione tra liste*";
- ii. di "*non corretta individuazione delle persone che agiscono di concerto*";
- iii. di "*collegamenti tra liste*";
- iv. di "*possibile opacità del processo di individuazione dei candidati da includere nella lista del consiglio*", che "*potrebbe incidere sulla corretta individuazione delle parti correlate delle società quotate*".

A questi possibili svantaggi va aggiunta almeno la evidente asimmetria tra le liste che si crea, in caso di presentazione di più di una lista contenente un numero di candidati pari quantomeno al numero dei posti riservati dallo statuto alla lista che riporta il maggior numero di voti (di seguito anche "lista lunga"), in quanto solo con riguardo alla lista del c.d.a. chi la presenta può utilizzare le risorse organizzative, finanziarie e, soprattutto, informative - anche con riferimento ai progetti di futuro sviluppo imprenditoriale - della società.

2. Nonostante questi rilievi, non sembra realistico contestare che oggi in Italia sia legittima la presentazione della lista del c.d.a. Per vero l'unica decisione giudiziaria su un tema contiguo a quello qui considerato proviene dalla Suprema Corte, la quale si esprime in senso contrario alla presentazione di una lista di sindaci da parte del c.d.a. Ci si riferisce a Cass., 13 settembre 2007, n. 19160, che utilizza argomenti in parte estensibili anche al caso in cui il c.d.a. uscente presenti una lista di amministratori.

Al di là di questa sentenza, sul piano del diritto vivente (e anche a prescindere dagli argomenti a favore di un responsabile utilizzo della lista del c.d.a., esaminati di seguito), risulta difficile contestare la ammissibilità in termini astratti di questo istituto, tenendo presente che:

- a. il richiamo di attenzione Consob n. 1/22 del 21 gennaio 2022, pur formulando la precisazione che “*le considerazioni di seguito svolte prescindono da ogni valutazione sulla legittimità, ai sensi dell’art. 147-ter del TUF, della facoltà eventualmente prevista in via statutaria per il consiglio di amministrazione di presentare una lista di candidati per il rinnovo del consiglio medesimo*” (p. 2), in realtà ha senso solo se si muove dalla premessa della legittimità della presentazione della lista da parte del consiglio;
- b. la clausola che prevede la presentazione della lista del c.d.a. è ampiamente presente ed è in crescente diffusione negli statuti delle società quotate (per l’indicazione dei dati statistici riferiti a fine 2020 si veda il Richiamo di attenzione Consob, p. 3, nt. 8);
- c. l’istituto è previsto dal Codice di *Corporate Governance* (art. 4, raccomandazione 19, lett. d).

A questo proposito si tenga però presente che attualmente in Italia, *da un lato*, mancano strumenti quali quelli diffusi negli USA (ove è usuale la presentazione delle candidature da parte del *board* uscente) per contenere l’asimmetria di cui si è detto in precedenza (il riferimento è al *proxy access*, con il quale azionisti qualificati hanno il diritto di aggiungere al *proxy statement* della società loro candidati), *dall’altro*, sono presenti marcate specificità sia sul piano degli assetti proprietari (tuttora connotati da una significativa concentrazione e dalla frequente presenza di un azionista di controllo), sia sul piano normativo, con la riserva a favore dell’eventuale lista di minoranza di almeno un amministratore, istituto, questo, che denota una forte sensibilità del nostro ordinamento per la tutela della minoranza. Infatti, se è vero che il TUF non richiede la necessaria presenza nel c.d.a. di almeno un componente espresso dalla minoranza, impone però che sia riservata alla minoranza la possibilità di nominare almeno un componente del c.d.a.

3. È quindi necessario subordinare il ricorso in concreto alla lista del c.d.a. all’osservanza di adeguate cautele. Al riguardo occorre tener presente che sull’identificazione degli aspetti positivi della lista del c.d.a. vi è dissenso sul piano teorico. In estrema sintesi – e senza che sia necessaria una diffusa trattazione, dato che, come si chiarirà tra breve, la proposta che viene presentata con questo intervento prescinde dalla posizione che si assume sul dibattito in discorso – le due alternative di fondo sono:

1. la lista del c.d.a. svolge una funzione utile anche ove soci abbiano presentato una o più liste lunghe;
2. la lista del c.d.a. ha soltanto una funzione residuale, per cui la presentazione della stessa è giustificata solo ove non vi sia almeno un socio disponibile a presentare una lista lunga.

Personalmente, ritengo condivisibile la seconda opinione. In particolare, non penso che sia fondato l'argomento, utilizzato a sostegno della prima tesi, secondo cui la selezione dei candidati sarebbe un atto di organizzazione preliminare alla gestione e rientrerebbe nella conformazione degli assetti. Esso, infatti, prova troppo, in quanto nelle s.p.a. italiane la gestione dell'impresa e la conformazione degli assetti spettano esclusivamente agli amministratori, per cui, se si accogliesse l'argomento appena ricordato, la conseguenza sarebbe che solo gli amministratori uscenti potrebbero presentare una lista, mentre i soci non potrebbero farlo. Questa consequenziale conclusione, però, è smentita frontalmente dalle norme del codice civile e del TUF e, non a caso, non risulta sostenuta neppure da chi in Italia è favorevole al riconoscimento al c.d.a., senza alcun limite, della facoltà di presentare la lista. Naturalmente la circostanza che la individuazione dei singoli candidati non rientri nelle funzioni organizzative e di conformazione degli assetti, proprie degli amministratori, non esclude che in queste funzioni rientra invece la formulazione di raccomandazioni in merito ai criteri per la composizione ottimale del consiglio, il che però è cosa ben diversa dalla proposta da parte del c.d.a. dei singoli candidati.

Reputo inoltre – in accoglimento della tesi ipotizzata in un lavoro in corso di pubblicazione sulla *Rivista di diritto civile* – che sul piano del diritto positivo sia già oggi possibile raggiungere in via interpretativa la conclusione che il potere del c.d.a. uscente di presentare una lista di candidati è esercitato legittimamente solo quando non vi sia nessun socio disponibile a presentare una lista lunga, in quanto esclusivamente in questa ipotesi la funzione suppletiva della lista del c.d.a. giustifica i rischi a essa collegati.

Come già detto, tuttavia, non è necessario prendere posizione sulla questione appena segnalata. Indipendentemente da come essa venga risolta, infatti, occorre tener presente che:

- l'utilizzazione generalizzata della lista del c.d.a. disincentiva investimenti azionari diretti in misura significativa, atteso che chi compie investimenti di questo genere abitualmente intende partecipare in modo propositivo alla individuazione degli amministratori;
- negli Stati Uniti è attualmente oggetto di discussioni il ruolo svolto dagli investitori istituzionali, in particolare dagli *index funds*, che, replicando con il loro investimento gli indici azionari, operano con una logica di portafoglio, non hanno interesse alla singola società in cui investono e non hanno convenienza a un monitoraggio attivo sulla gestione sociale;
- quanto detto non è solo oggetto di attenzione nella letteratura, ma trova riscontro nel comportamento degli operatori: i gestori degli *index funds* stanno trasferendo, attraverso strumenti quali il *pass-through voting*, il voto ai sottoscrittori;
- è innegabile la contraddizione tra una eventuale scelta italiana che – consentendo l'adozione indiscriminata della lista del c.d.a. – disincentivasse l'investimento diretto da parte di grandi capitali, con approccio attivista, e la tendenza americana a mettere in discussione il ruolo dei fondi passivi e a reagire, anche sul piano della prassi, al *passive investing*;
- altrettanto innegabile è l'esistenza di un attrito fra la lista del c.d.a. – coerente con la dialettica amministratori/soci – e l'istituto della riserva di almeno un amministratore

all'eventuale lista di minoranza, proprio dell'ordinamento italiano – coerente invece con la dialettica soci di maggioranza/soci di minoranza;

- quanto detto al punto che precede, dovrebbe avere come coerente conseguenza, in caso di eventuale ammissione senza limiti della lista del c.d.a., la soppressione della riserva di almeno un amministratore all'eventuale lista di minoranza, mentre questo istituto sembra aver fornito fin qui buona prova.

Nella situazione ora illustrata, in Italia l'ammissione del ricorso senza limiti alla lista del c.d.a.:

- I. striderebbe con i dubbi sul ruolo degli *index funds* e con i rilievi sulle modalità per incentivare l'*active investing* espressi nel dibattito internazionale;
- II. implicherebbe la soppressione della riserva di almeno un amministratore all'eventuale lista di minoranza, il che non appare desiderabile e, allo stato, neppure probabile.

Ciascuno di questi due rilievi, anche autonomamente considerato, giustifica pienamente - indipendentemente dal fatto che si condivida la tesi, qui accolta, secondo la quale il risultato esposto di seguito può già oggi essere raggiunto in via interpretativa nel quadro legislativo vigente - che l'adozione della lista del c.d.a. sia subordinata, sul piano normativo, all'adozione di cautele, anzitutto con riferimento all'assunzione della decisione se presentare la lista del c.d.a.

In particolare, sono consigliabili scelte normative che consentano il ricorso alla lista del c.d.a. solo quando essa ha una funzione residuale, ossia quando non vi sia nemmeno una lista lunga presentata da soci.

4. Si potrebbe quindi prevedere la decadenza della lista del c.d.a. nell'ipotesi in cui venga presentata una lista lunga da parte di soci. A una previsione di questo genere si potrebbe obiettare che in questo modo può risultare vanificato l'utilizzo (normalmente rilevante) di risorse per organizzare la composizione della lista del c.d.a. e la sua presentazione e che, oltretutto, il rischio della decadenza della lista, a seguito della presenza di una lista lunga di soci, può rendere più difficile l'acquisizione della disponibilità per la lista del c.d.a. di candidati di *standing*.

Questi inconvenienti tuttavia possono (e devono) essere evitati, in quanto gli amministratori, in adempimento del loro dovere di diligenza, devono preventivamente verificare che non vi siano soci disponibili e intenzionati a presentare una lista lunga. Se gli amministratori adempiono con diligenza a quest'obbligo e, nonostante questo, viene presentata una lista lunga da parte di soci e - in conseguenza di comportamenti, da parte di soci che presentano la lista, contrari ai principi di correttezza e buona fede in occasione dell'istruttoria compiuta dagli amministratori uscenti - ciò non era ragionevolmente prevedibile *ex ante* da parte del c.d.a., i soci rispondono secondo i principi generali, fermo restando che, per ribadire questa responsabilità, è possibile introdurre una prescrizione specifica.

Una limitazione di questo genere alla presentazione della lista del c.d.a. implicherebbe l'eliminazione dello sfasamento, previsto dal disegno di legge, tra il termine per la presentazione della lista del c.d.a. e quello per la presentazione delle altre liste, per evitare che, dopo l'istruttoria

compiuta dagli amministratori entro il primo termine, nell'intervallo tra il primo e il secondo termine si verificano dei fatti nuovi dei quali gli amministratori non abbiano potuto tener conto nell'ambito dell'istruttoria appena menzionata. A questo proposito, la finalità di tutela dei soci, perseguita dalla previsione dello sfasamento dei termini, appare comunque in altro modo assicurata dalla proposta qui formulata.

In tale prospettiva ci si permette quindi, come contributo alla discussione, di proporre l'inserimento – nella parte iniziale del primo comma del nuovo art. 147-ter.1 TUF, dopo le parole “*anche dal consiglio di amministrazione uscente*” – della seguente previsione: “*In quest'ultima ipotesi la lista di candidati presentata dal consiglio di amministrazione uscente decade se viene presentata da soci almeno una lista contenente un numero di candidati pari quantomeno al numero dei posti riservati dallo statuto alla lista che riporta il maggior numero di voti. In caso di presentazione di una lista di candidati da parte del consiglio di amministrazione uscente, se essa non decade ai sensi della previsione che precede, si osservano le seguenti disposizioni*”.

La proposta appare rispondere alla preoccupazione che ispira il disegno di legge e risulta coerente con la stessa. Alcune delle prescrizioni contenute nel disegno di legge sarebbero superate in caso di accoglimento della proposta qui formulata, in quanto gli obiettivi a cui esse sono funzionali sarebbero già conseguiti con la proposta. A titolo esemplificativo, ci si riferisce alla previsione:

- del limite di sei anni/esercizi consecutivi; esso sembra orientato a evitare il rischio di autopetruazione degli amministratori, ma, se la proposta viene accolta, questa eventualità vi è solo in assenza di presentazione di liste lunghe da parte di soci e, allora, non rappresenta un inconveniente;
- dell'esclusione della lista del c.d.a. dal riparto dei componenti da eleggere, ove essa non arrivi prima; se viene recepita la proposta, questa situazione non si può verificare se oltre alla lista del c.d.a. vi è un'altra lista lunga (perché, in tal caso, la lista del c.d.a. decade); se invece oltre alla lista del c.d.a. sono presentate solo liste corte, non si vedono ragioni per non assegnare candidati alla lista del c.d.a.

L'elezione dell'organo amministrativo di società quotata sulla base di liste presentate degli amministratori uscenti: brevi note in occasione di un recente disegno di legge.

Sommario: 1. Gli amministratori uscenti possono presentar una propria lista? - 2. Sul fondamento (e le modalità di esercizio) del potere del c.d.a. di presentare una propria lista di candidati per il rinnovo dell'organo. - 3. Sui controversi rapporti fra lista del c.d.a e liste presentate dai soci. Esame critico di alcune proposte di soluzione del problema. - 4. Il d.d.l. n. 2433 in materia di presentazione di liste di candidati da parte dei c.d.a. uscenti di società quotate: qualche rilievo critico.

1. Gli amministratori uscenti possono presentar una propria lista?

È noto l'intenso dibattito dottrinale che si è sviluppato in anni recenti sulla questione se l'organo amministrativo uscente di una s.p.a. quotata sia legittimato a presentare una propria lista di candidati ai fini dell'elezione dei nuovi componenti dell'organo amministrativo ai sensi dell'art. 147-ter TUF.

Sebbene la prassi statutaria risulti diffusamente incline a riconoscere la praticabilità di una siffatta soluzione¹, opposte valutazioni della stessa si contendono tuttora il campo².

Da un lato, vi è chi non dubita della legittimazione del consiglio uscente a presentare una lista di candidati, pur in assenza di una specifica previsione statutaria, assumendo che tale legittimazione (non) sia (altro che) un'espressione del potere-dovere degli amministratori di attivarsi, in ogni circostanza, per curare al meglio l'interesse della società (in questo caso, l'interesse a risolvere nel modo più efficiente il problema della selezione delle persone destinate a ricoprire l'incarico in sostituzione degli amministratori uscenti, come specificazione del più generale potere-dovere di dotare la società di assetti organizzativi e di governo adeguati alla

*Professore ordinario di diritto commerciale nella Sapienza Università di Roma.

Il presente lavoro riproduce, con l'aggiunta di minimi richiami bibliografici, il testo dell'intervento svolto nel seminario istituzionale del 16 giugno 2022, promosso dalla Commissione Finanze e tesoro del Senato della Repubblica. Mi sia consentito ringraziare anche in questa sede il Presidente della citata Commissione, Senatore D'Alfonso, per l'invito e per l'organizzazione di una importante occasione di studio e di discussione.

¹ La clausola in questione è infatti presente in un numero elevato di statuti, precisamente, alla fine del 2020, in 52 statuti, secondo il dato fornito dalla CONSOB. Si deve peraltro aggiungere che, secondo i dati forniti dalla stessa CONSOB e riferiti anch'essi alla fine del 2020, l'utilizzo effettivo della clausola in questione si è avuto in un numero assai più limitato di casi, precisamente in 11 società, caratterizzate da un elevato flottante e dall'assenza di assetti proprietari concentrati.

² Cfr., per accurati riferimenti alle diverse posizioni, A. ZANARDO, in V. CALANDRA BUONAURA (a cura di), *Commentario breve al Testo unico della finanza*, Milano, 2020, sub art. 147-ter, V, 1100.

natura ed alle dimensioni dell'impresa; dall'altro, vi è chi ritiene che la questione sia da devolvere all'autonomia statutaria, nel senso che la legittimazione degli uscenti, qualora si intende prevederla, necessita di essere fondata su un'esplicita disposizione dello statuto, la quale varrebbe ad attivare una facoltà dell'organo amministrativo che altrimenti rimarrebbe quiescente, lasciando il campo alla legittimazione dei soli soci, e precisamente di coloro tra i soci che detengono l'aliquota di capitale necessaria e sufficiente ai sensi del comma 1 del citato art. 147-ter; infine, un terzo gruppo di opinioni è riconducibile, con varietà di argomenti e di sfumature, ai critici della legittimazione degli amministratori uscenti, che censurano questa come una soluzione non coerente con la *ratio* ispiratrice della disciplina del voto per liste e comunque foriera di inconvenienti di varia natura, in quanto rafforzerebbe indirettamente il potere dei gruppi di comando, favorendo altresì la tendenza degli amministratori delle grandi società "aperte" a perpetuare il proprio ruolo e sottraendo spazio alla tendenzialmente salutare e trasparente dialettica fra gruppi di soci, propiziata dalla presentazione di liste contrapposte. Nell'ambito di questo terzo orientamento, sembra allo stato decisamente minoritaria la tesi in assoluto contraria alla validità della clausola di cui si discute, mentre è rappresentata la posizione secondo cui la legittimazione degli amministratori uscenti a proporre una propria lista di candidati andrebbe sì in linea di principio riconosciuta, ma al tempo stesso dev'essere esercitata nel rispetto rigoroso di determinate cautele sostanziali e procedurali, oltre che, ovviamente, delle norme generali che presidiano il corretto svolgimento delle funzioni degli amministratori di società di capitali.

Riepilogati molto succintamente i termini della disputa dottrinale, giova ora aggiungere che:

a) l'analisi testuale dei dati normativi non sembra somministrare argomenti dirimenti: né l'art. 147-ter TUF, né le norme attuative contenute nel Regolamento Emittenti (si veda in particolare l'art. 144-sexies) prevedono espressamente la legittimazione degli amministratori uscenti, ma neppure espressamente la escludono, tanto che la prassi statutaria richiamata all'inizio ha potuto diffondersi nel corso degli anni, senza che le relative clausole abbiano dato luogo ad un effettivo contenzioso giudiziario, come probabilmente sarebbe successo se vi fosse stata una altrettanto diffusa percezione della violazione frontale di un disposto di legge. Detta legittimazione è invece testualmente prevista, com'è noto, per le società azionarie il cui capitale, di proprietà pubblica o prevalentemente pubblica, venga collocato in tutto o in parte sul mercato, allo scopo di favorire il processo di c.d. privatizzazione. Nel d.l. n. 332/1994, convertito in l. n. 474/1994, all'art. 4, questa previsione si inseriva in un contesto disciplinare volto a promuovere, attraverso l'imposizione di limiti al possesso di partecipazioni, la formazione di un azionariato diffuso, e cioè di una compagine azionaria fortemente frammentata: un modello che, se in astratto corrisponde a quello tipico della grande società quotata, di fatto non è certamente l'unico presente in quest'ambito, nel quale si contano – stando almeno all'esperienza

del nostro Paese - numerose compagini societarie caratterizzate, al contrario, da un certo grado di concentrazione della proprietà;

b) l'unico precedente giurisprudenziale noto³, per quanto autorevole, non sembra offrire un contributo davvero rilevante alla soluzione del problema: non solo perché si riferisce al diverso caso della presentazione da parte dell'organo amministrativo di una lista di candidati per il rinnovo del collegio sindacale, bensì piuttosto perché la soluzione negativa viene avallata dalla Suprema Corte sulla base di due argomenti di dubbia solidità, dei quali interessa, ai fini del discorso qui svolto, soprattutto il secondo⁴, onde la clausola statutaria controversa viene censurata per violazione della disciplina posta a tutela delle minoranze: l'applicazione di detta clausola comporterebbe infatti il rischio della "copertura dei posti disponibili da parte unicamente dei soggetti voluti dalla maggioranza e dal consiglio di amministrazione e non assicurerebbe quindi la presenza di membri voluti dalla minoranza". L'argomento non vale a mio avviso a corroborare l'assunto della illegittimità della clausola, ma semmai indirizza a formulare la stessa in maniera tale da prevedere il riparto dei posti disponibili su almeno tre liste (ove queste siano presentate effettivamente), sì da dare spazio tanto alla lista ipoteticamente presentata dal c.d.a, quanto ad una lista ipoteticamente presentata da soci "di maggioranza" e ad una presentata da soci di "minoranza".

c) La CONSOB, sull'onda di recenti fatti di cronaca riguardanti una delle principali società quotate del nostro Paese, ha emesso all'inizio di quest'anno il "richiamo di attenzione" n. 1/22 del 21 gennaio 2022. Si tratta di un atto che (p. 3) non ha efficacia regolamentare, ma che appare comunque perfettamente funzionale all'obiettivo di segnalare alcuni profili di criticità della presentazione - in sede di rinnovo dell'organo amministrativo - di una lista di candidati da parte dell'organo uscente e di invitare le società quotate a prestare una particolare attenzione a detti profili, adottando accorgimenti idonei a mitigare gli inconvenienti ed i rischi segnalati ed in particolare ad assicurare un elevato livello di trasparenza del procedimento elettorale, facendo comunque salva la possibilità per gli emittenti di valutare le misure che ritengano più adeguate anche in considerazione degli assetti proprietari e di *governance* di ciascuno, e fermo restando il potere/dovere dell'Autorità di svolgere l'attività di vigilanza che le compete ed eventualmente di intervenire in singoli casi, tenendo conto delle relative specificità.

³ Si tratta di Cass., sez. I civile, 13 settembre 2007, n. 19160, commentato criticamente da V.A. GUCCIONE in *Giur. comm.*, 2009, II, 54.

⁴ L'altro argomento, meno rilevante ai nostri fini, è quello che fa leva sull'asserita "anomalia di un collegio controllante nominato anche dall'organo controllato", e cioè con il suo concorso. Detto argomento trascura, probabilmente, che la regola, presente nel nostro ordinamento societario, della nomina assembleare dei sindaci non depone in alcun modo, come si osserverà più avanti nel testo anche a proposito della regola parallela in tema di competenza assembleare alla nomina degli amministratori, per la riserva in esclusiva ai soci del potere di proposta dei candidati, dovendosi invece ritenere che detto potere spetti altresì agli amministratori, nell'esercizio beninteso delle loro funzioni.

2. *Sul fondamento (e le modalità di esercizio) del potere del c.d.a. di presentare una propria lista di candidati per il rinnovo dell'organo.*

Questione cruciale mi pare essere tuttora quella del fondamento (per chi, ma si tratta – come si diceva – di una minoranza, non la escluda *tout court*) della legittimazione dell'organo amministrativo uscente a presentare una propria lista di candidati.

È al riguardo da condividere, a mio avviso, l'assunto di coloro i quali affermano che la competenza gestoria degli amministratori di s.p.a. ricomprende in sé anche il potere (che è comunque un potere funzionale, dunque, un potere/dovere) di adoperarsi affinché il rinnovo dell'organo consiliare avvenga nel modo di fluido possibile e la sua composizione sia la migliore possibile, tenuto conto delle caratteristiche strutturali e dimensionali della società e dell'impresa, e venga determinata sulla base di un processo di selezione dei possibili candidati operato alla stregua dei canoni di diligenza professionale e di adeguata istruttoria. In questo senso, si potrebbe sostenere che la legittimazione in esame sia insita nel sistema delle regole che disciplinano i compiti (i poteri ed i doveri) degli amministratori e che neppure necessiti di una specifica previsione legale o statutaria⁵: la disposizione dell'art. 147-ter TUF, là dove ha riguardo alla quota minima di partecipazione richiesta per la presentazione di liste di candidati, andrebbe letta come una norma "enabling", il cui contenuto precettivo non incide cioè sul richiamato potere funzionale dell'organo amministrativo (uscente), già insito nel sistema, bensì consiste piuttosto nell'attribuire espressamente analoga legittimazione, sia pure deprivata del carattere della doverosità, inerente e collegato all'esercizio di una funzione, agli azionisti⁶: questi, come tali, singolarmente considerati, sono in realtà privi di uno specifico ed autonomo potere di proposta riguardo ai nomi dei candidati alla carica di membro del c.d.a. (sebbene l'organo assembleare sia quello a cui la legge attribuisce la competenza alla nomina degli amministratori) e lo acquisiscono, per disposizione di legge, (solo) in presenza di un possesso azionario che attinga la soglia minima fissata dallo statuto ovvero in via regolamentare dalla CONSOB.

S'intende, in altri termini, operare una distinzione tra potere di (*rectius*, competenza alla) nomina dei consiglieri, che spetta indiscutibilmente all'assemblea ordinaria (cfr. artt. 2364, 2383 c.c.) e potere di individuare le possibili candidature e a

⁵ Sembra escludere la necessità di un'apposita previsione statutaria anche M. VENTORUZZO, *Note sulla lista del consiglio uscente per l'elezione degli amministratori nelle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2020, 1398 ss., 1408. Tuttavia, stante la possibile lettura del disposto dell'art. 147-ter nel senso di subordinare la legittimazione ai soci alla sussistenza di determinati presupposti, e stante comunque l'esigenza di disciplinare il procedimento di formazione della lista da parte degli amministratori (su cui v. *infra* nel testo), l'inserimento di un'apposita regola nello statuto si palesa in generale come soluzione se non strettamente necessaria, quanto meno del tutto opportuna (si esprime nel senso della necessità, N. CIOCCA, *Il voto di lista nella società per azioni*, Milano, 2018, 404). In tal senso si è infatti, non a caso, orientata la prassi.

⁶ In funzione del rafforzamento del potere di *voce* degli stessi, attraverso la loro partecipazione diretta al procedimento elettorale, che passa attraverso la formazione di una o più liste, non importa se destinate a rimanere "di minoranza", secondo la testuale espressione dell'art. 147-ter, comma 3, TUF.

formulare le corrispondenti proposte⁷: è per disciplinare questo potere, il cui esercizio non era espressamente regolato dalla legge, che è stata introdotta, sia pure limitatamente alle società quotate, la disposizione onde è prevista la presentazione di liste di candidati da parte dei soci che soddisfino il requisito di un determinato possesso azionario. In difetto di tale requisito (situazione, che come già osservato nel testo, può verificarsi in società a capitale altamente disperso e frammentato), il socio non sembra titolare di alcun potere individuale di proposta; potere che, per converso, deve ritenersi spettante comunque (*sub specie* di potere funzionale) all'organo amministrativo della società.

Beninteso, ammettere la legittimazione dell'organo amministrativo uscente alla presentazione di una lista di candidati per il rinnovo del medesimo organo non significa disconoscere i possibili inconvenienti di una siffatta soluzione, e cioè i suoi potenziali "aspetti critici", su cui si sofferma da ultimo, analiticamente, il citato Richiamo di attenzione della Consob. I rischi per lo più evocati al riguardo sono quelli di autoreferenzialità e autoperpetuazione dell'organo uscente, di riduzione – sia pure in via di mero fatto – dello spazio per parallele iniziative dei soci, nonché di alterazione subdola delle regole del gioco che il legislatore ed il regolatore hanno inteso stabilire in ordine al rapporto fra le diverse liste concorrenti, in particolare attraverso la disciplina rigorosa dettata per l'ipotesi di sussistenza di un "collegamento" tra liste.

Al riguardo, vanno tuttavia ricordati i possibili aspetti positivi⁸ della predisposizione di una lista di candidati da parte dell'organo amministrativo uscente, idonei a controbilanciare almeno in parte i segnalati elementi di criticità: aspetti positivi individuabili, ad esempio, nel miglioramento della funzionalità del procedimento di nomina, perché assicura la disponibilità di una lista; nell'innalzamento, in generale, del profilo qualitativo dei candidati inclusi nella lista, stante il presumibilmente elevato grado di professionalità e di competenza dei soggetti che la predispongono; nell'utilizzo di un patrimonio di esperienza e di conoscenza della specifica realtà aziendale che appartiene agli amministratori e (tendenzialmente) non ai soci. . Al tempo stesso va osservato che i rischi poc'anzi evocati sono per lo più suscettibili di essere neutralizzati con l'adozione di particolari accorgimenti in sede statutaria, da un lato, e con la scrupolosa applicazione delle regole che presiedono al funzionamento dell'organo amministrativo, dall'altro.

⁷ A ben vedere, il potere di proposta riguardo agli argomenti da trattare in assemblea è riconosciuto ai soci (anche in questo caso, sul presupposto che essi rappresentino una certa aliquota del capitale sociale) dall'art. 2367 c.c., con riferimento all'ipotesi in cui essi abbiano avanzato domanda di convocazione dell'assemblea: in questo caso, l'esercizio del potere (di indicare gli argomenti di cui si propone la trattazione nella sede assembleare) sembra anzi essere il presupposto necessario per l'accoglimento della stessa domanda; ed è comunque stabilito (art. 2367, comma 3) che questo potere non spetti (e la domanda di convocazione dell'organo assembleare non possa quindi essere avanzata dai soci) rispetto agli "argomenti sui quali l'assemblea delibera, a norma di legge, su proposta degli amministratori (...)": sui quali, in altri termini, il potere di proposta all'assemblea è dalla legge attribuito all'organo di amministrazione in via esclusiva.

⁸ Cfr. N. CIOCCA (nt. 4), 403.

Sul primo versante, lo statuto potrebbe contenere regole specifiche sul processo di selezione dei candidati, dirette a garantirne l'accuratezza (in applicazione dell'obbligo di diligenza professionale e di quello che impone di agire sulla base di un'adeguata istruttoria) e la trasparenza⁹ (attraverso adeguati presidi informativi, fra i quali andrebbe menzionata la motivazione¹⁰ delle delibere recanti la scelta dei soggetti da proporre come candidati), e prevedere espressamente la partecipazione a tale processo del comitato nomine, ovvero di un comitato endo-consiliare costituito ad hoc, o comunque dei componenti indipendenti del consiglio d'amministrazione, o del *lead independent director*; ancora, nella sede statutaria potrebbero essere dettate regole che prevedano, ai fini della formazione della lista del c.d.a., momenti di interlocuzione con i soci, tenuto conto della policy adottata in una determinata società, in adesione al Codice di Corporate Governance, per la gestione del dialogo con la generalità degli azionisti¹¹.

Sul secondo versante, sono da richiamare, ai fini del nostro discorso, l'istituto della verbalizzazione delle riunioni dell'organo amministrativo (in particolare, per quanto qui interessa, delle riunioni nel corso delle quali si proceda alla individuazione dei candidati da includere nella lista), nonché la disciplina degli interessi degli amministratori, applicabile in relazione all'ipotesi del componente del c.d.a. che candida sé stesso all'inserimento nella lista, e quella – contenuta parte nel TUF (art. 147-ter, comma 3), sia nel Regolamento emittenti (art. 144-sexies) – che impone un'attenta verifica dell'assenza di “collegamenti” rilevanti fra le diverse liste concorrenti.

3. Sui controversi rapporti fra lista del c.d.a. e liste presentate dai soci. Esame critico di alcune proposte di soluzione del problema.

Fin qui si è discusso nella prospettiva (valutata anche da chi scrive come logicamente e sistematicamente attendibile) della sussistenza di una legittimazione concorrente dei soci (purché detentori dell'aliquota di capitale prevista) e degli

⁹ Significativa al riguardo la posizione assunta dal *Codice di Corporate Governance*, edizione 2020 (reperibile nel sito di Borsa Italiana s.p.a., all'indirizzo www.borsaitaliana.it), che – sul presupposto evidentemente della legittimità della lista di candidati presentata dagli amministratori uscenti – formula una espressa “Raccomandazione” nei confronti delle società destinatarie delle norme del Codice stesso, avente ad oggetto il ricorso a modalità tali da assicurare “una formazione ed una presentazione trasparente” della lista in questione.

¹⁰ Il tema della motivazione delle delibere consiliari è, notoriamente, molto complesso e dibattuto. Non è pertanto possibile dare per scontata l'esistenza di un obbligo di motivazione, da osservare in via generale e cioè al di là dei casi in cui esso sia specificamente imposto da una disposizione di legge, quale ad es. l'art. 2497-ter con riferimento alle delibere dell'organo amministrativo di società sottoposte a direzione e coordinamento. Tuttavia, in un caso come quello qui considerato, ed a prescindere dall'applicabilità, ricorrendone i presupposti (su cui v. *infra* nel testo) dell'art. 2391 c.c., che pure richiede (cfr. comma 2) una motivazione obbligatoria, sembra difficilmente discutibile che la presentazione della lista del c.d.a., al pari di quella dei soci, postuli l'indicazione del profilo curriculare dei diversi candidati e che tale indicazione, ove proveniente dal c.d.a., presupponga un'adeguata ponderazione delle scelte fatte ed esprima un dovere di ostensione dei criteri sulla cui base sono state fatte: in sintesi, ed in questo senso, un dovere di motivazione.

¹¹ Cfr. CONSOB, Richiamo di attenzione n. 1/22, par. 2.3.

amministratori rispetto alla presentazione di liste di candidati per il rinnovo del c.d.a. delle società quotate.

È tuttavia rappresentata in dottrina anche la tesi secondo la quale la legittimazione degli amministratori uscenti andrebbe ricostruita in chiave di (mera) supplenza rispetto all'inerzia dei soci e quindi ammessa nei casi e nei limiti in cui siffatta inerzia si manifesti effettivamente (esprimendosi nella mancata presentazione di liste da parte di soci) o appaia altamente probabile (per via dell'elevato tasso di dispersione e frammentazione della proprietà azionaria¹²): altrimenti detto, la legittimazione del consiglio uscente troverebbe il proprio fondamento nella impossibilità o per lo meno nella difficoltà, per gli azionisti, di organizzare (e raccogliere i necessari consensi intorno ad) una o più liste di candidati all'elezione nel c.d.a.

Sulla base di tale premessa, sono state (ovvero potrebbero essere) avanzate diverse soluzioni per una eventuale disciplina (legale o almeno statutaria) della lista del c.d.a.:

- a) La lista del c.d.a. decade (con la conseguenza che dovrebbe considerarsi *tamquam non esset*) qualora venga tempestivamente presentata una lista che sia espressione dei soci (detentori delle aliquote di capitale fissate in via statutaria o regolamentare¹³;
- b) La lista del c.d.a., se risulta seconda per numero di voti conseguiti, cede il passo - ai fini della selezione degli amministratori di minoranza - ad eventuali liste meno votate che siano state presentate dai soci, ovvero, in termini più radicali, la lista che sia espressione dei soci prevale su quella presentata dall'organo uscente, quand'anche abbia conseguito un minor numero di voti¹⁴;
- c) La lista del c.d.a. è ammissibile in presenza di determinati indici di dispersione o frammentazione del capitale azionario.

La proposta sinteticamente evocata *sub c)* è espressione dell'idea, di per sé a mio avviso difficilmente contestabile¹⁵, secondo cui la presentazione di una lista di candidati ad opera dell'organo amministrativo uscente manifesta un significato diverso a seconda che il capitale della s.p.a. concretamente interessata dalla vicenda del rinnovo del c.d.a. sia concentrato in poche mani, sì da evidenziare la presenza di un "gruppo di comando" forte e tendenzialmente stabile, ovvero sia frammentato in una miriade di partecipazioni facenti capo a

¹² Che questa sia una circostanza fattuale da tenere adeguatamente in considerazione (anche nella sede di un eventuale intervento regolamentare sulla lista del c.d.a.) è sottolineato da G. STRAMPELLI, *Italian Slate Voting and Semi-Dispersed Corporate Ownership: Lessons from the Generali Case*, in *ECCI Blog*, 11 July, 2022.

¹³ Cfr. R. SACCHI, nell'intervento svolto in occasione dell'odierno seminario.

¹⁴ Riguardo a questa ipotesi di soluzione [condivisa ad es. da M. STELLA RICHTER, in P. ABBADESSA e G.B. PORTALE (diretto da), *Le società per azioni*, Milano, 2016, tomo II, *sub art.* 147-er, 4197; M. IRRERA, *Luci e (molte) ombre sulla lista del cda per la nomina degli amministratori nelle società quotate: brevi appunti*, reperibile in www.ilcaso.it, 11 ottobre 2021] si vedano i rilievi critici di M. VENTORUZZO, (nt. 4), 1409 ss.

¹⁵ Condivisa anche dalla CONSOB, nel citato Richiamo di attenzione n. 1/22, al par. 2.2.

migliaia o a milioni di soci. Lo scopo della regola che si vorrebbe introdurre sarebbe dunque quello di circoscrivere l'esercizio della facoltà del c.d.a uscente di presentare una propria lista alle situazioni caratterizzate da una elevata dispersione del capitale azionario: mentre nelle società con socio di comando o di riferimento forte, questi sarebbe indotto a presentare la lista spendendosi in maniera aperta e non nascondendosi dietro un organo amministrativo che, stante la struttura del capitale azionario di quella società, sarebbe verosimilmente, almeno per quanto riguarda la maggioranza dei suoi componenti, una sua diretta emanazione.

Una regola come quella che qui si ipotizza sarebbe probabilmente non facile da costruire, se si vuol tenere in adeguata considerazione il dato del crescente rilievo, anche quantitativo, assunto negli anni recenti, nel capitale delle società quotate del nostro Paese, dalle partecipazioni di investitori istituzionali, dietro ai quali si muovono le masse anonime e tendenzialmente senza voce degli effettivi interessati al buon andamento e al "successo sostenibile" della società.

Tuttavia, nella prospettiva - condivisa da tutte le proposte dianzi richiamate - della desiderabilità di un intervento legislativo, questa sarebbe forse la direzione più sensata da intraprendere, in quanto fondata su un dato socio-economico oggettivo e di per sé indiscutibile, quale quello costituito dalla varietà ed eterogeneità - in particolare, nel contesto italiano - delle società quotate sotto il profilo della struttura del capitale e della composizione della compagine sociale; eterogeneità che rende in generale (e non solo con riferimento al caso qui discusso) plausibile un approccio regolamentare differenziato e modulato anche in relazione a quel dato.

Meno difficilmente giustificabili, dal punto di vista della razionalità del sistema, sembrano invece le soluzioni menzionate *sub a)* e *sub b)*.

Esse hanno in comune la caratteristica di muovere dall'assunto che la lista di candidati presentata dal c.d.a., quand'anche ammessa in via generale, addirittura per espressa disposizione di legge, sia in realtà da valutare con sospetto, in quanto accompagnata da un pre-giudizio tendenzialmente negativo, che la considera come un istituto funzionalmente preordinato ad eludere quell'esigenza di tutela delle minoranze in cui dovrebbe, ad avviso dei più¹⁶, ravvisarsi la *ratio* ispiratrice della disciplina introdotta, nel 2005 (l. 28 dicembre 2005, n. 262, sulla tutela del risparmio), con la disposizione dell'art. 147-ter TUF.

In considerazione dei limiti di tempo e di spazio assegnati a questo intervento, mi limito ad osservare che la soluzione sopra richiamata *sub a)*, pur se

¹⁶ Secondo una diversa opinione, la *ratio* dell'imposizione del metodo del voto di lista va individuata, primariamente, nel bisogno di trasparenza e di preventiva informazione dei soci, volendosi assicurare a questi ultimi (anche a quelli potenziali) la possibilità di conoscere in anticipo l'identità dei candidati e la possibilità altresì di una competizione fra proposte alternative: in tal senso ad es. M. CERA, *Le società con azioni quotate nei mercati*, 2^a ed., Bologna, 2020, 109.

ipoteticamente contemplata nel quadro di una norma permissiva della lista del c.d.a., di fatto introdurrebbe un forte disincentivo alla sua presentazione. Infatti, la preparazione di una lista di candidati all'elezione nell'organo amministrativo di una società quotata richiede un impegno considerevole di tempo e di risorse; impegno che – in presenza di una regola di decadenza automatica come quella che si propone di introdurre – sarebbe destinato ad essere del tutto vanificato in tutti i casi in cui venissero, contemporaneamente o successivamente, presentate una o più liste di provenienza dei soci.

Per quanto concerne la soluzione richiamata *sub b)*, osservo invece che essa è palesemente frutto del sopra menzionato pre-giudizio, che conduce ad assegnare alla lista del c.d.a., pur consentendola, un trattamento differenziato rispetto alla o alle liste dei soci e perciò a depotenziarla in maniera sostanziale. In particolare, l'assunto che la selezione dell'amministratore o degli amministratori "di minoranza" debba avvenire nell'ambito di una lista presentata dai soci sembra riconducibile alla ipostatizzazione della "minoranza" come dato sociologico, a sua volta probabilmente condizionata da una sopravvalutazione del contesto "storico" (gli scandali finanziari dei primi anni 2000 ed il turbamento generale per i loro disastrosi effetti a carico dei soci privi di ogni potere decisionale in quanto estranei al gruppo di controllo) in cui venne emanata la disciplina dell'elezione degli amministratori sulla base del voto per liste. Oggi, sebbene non sia affatto meno avvertita di ieri l'esigenza di apprestare idonei strumenti di tutela alle minoranze azionarie delle società quotate, tuttavia prevale fra gli interpreti una lettura della disciplina dettata dall'art. 147-ter TUF alla cui stregua la "lista di minoranza" va intesa come lista distinta da, e non collegata in alcun modo a, quella che è risultata prima per numero di voti: altrimenti detto, i concetti di (lista di) maggioranza e (lista di) minoranza vanno configurati con riferimento alla dinamica del procedimento assembleare di votazione finalizzato all'elezione dell'organo da rinnovare, per cui le liste non nascono di maggioranza o di minoranza, potendo tali qualificazioni essere rispettivamente attribuite solo dopo che si è votato¹⁷.

4. Il d.d.l. n. 2433 in materia di presentazione di liste di candidati da parte dei c.d.a uscenti di società quotate: qualche rilievo critico.

Nell'ultima parte di questo mio breve intervento, proverò a rileggere, alla luce delle riflessioni sin qui svolte, il disegno di legge¹⁸ sul quale siamo stati invitati a discutere nel seminario odierno. Esso si prefigge l'introduzione, dopo l'art. 147-

¹⁷ Cfr., ad es., M. STELLA RICHTER, *Il quadro legislativo italiano in materia di nomina ed elezione del consiglio di amministrazione: un modello o un'anomalia?*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2017, 181 ss., 185 ; M. VENTORUZZO, (nt. 4), 1405

¹⁸ Si tratta del d.d.l. n. 2433, d'iniziativa dei Senatori D'Alfonso ed altri, comunicato alla Presidenza del Senato della Repubblica il 27 ottobre 2021 (XVIII Legislatura).

ter TUF di un nuovo articolo 147-ter.1, recante la disciplina della lista del c.d.a., che verrebbe in questo modo testualmente legittimata, sia pure sul presupposto dell'osservanza di "precise regole procedurali e di trasparenza a tutela del mercato", come testualmente recita la Relazione di accompagnamento della norma progettuale.

Sennonché, le regole ivi dettate tendono ad assegnare alla lista presentata dal c.d.a. uno statuto differenziato rispetto a quello della lista predisposte dai soci; statuto che si articola nell'imposizione di obblighi e di divieti dei quali non sempre risulta comprensibile la *ratio*: *i*) il divieto di presentare una lista recante un numero di candidati inferiore al numero dei posti disponibili dovrebbe, secondo la Relazione di accompagnamento, "evitare la presentazione di liste di minoranza": qui valgono, a mio avviso, le considerazioni già svolte in merito al vizio concettualistico, che consiste nell'attribuire la qualificazione "di minoranza" prima che si sia votato e che siano stati perciò conteggiati i voti ottenuti dalla singola lista; *ii*) il divieto di includere nella lista amministratori che siano stati già incaricati per sei anni o più: divieto in pare inutile, se si ha riguardo al caso dell'amministratore che ha già rivestito l'incarico per più di sei anni, in quanto non sarebbe comunque eleggibile per un triennio, stante il limite legislativo dei tre esercizi consecutivi; in parte difficilmente giustificabile, se non sulla base del pre-giudizio che la presentazione di una lista da parte del c.d.a. miri a scopi poco commendevoli di autopropagazione degli amministratori in carica, *iii*) l'obbligo di pubblicare la lista del c.d.a. con largo anticipo rispetto al termine assegnato per la pubblicazione delle liste dei soci: anche qui sembra giocare un ruolo il pregiudizio, o il sospetto, che la lista del c.d.a., per gli obiettivi poco commendevoli a cui può tendere, richieda tempi di analisi e di valutazione più lunghi rispetto alle liste "buone", quelle dei soci; *iv*) il divieto per la lista del c.d.a., qualora arrivi seconda come numero di voti, di accedere al riparto dei posti previsto nello statuto: divieto che è espressione, ancora una volta, del pre-giudizio secondo il quale la lista del c.d.a. è comunque una lista di maggioranza "camuffata" e pertanto non potrebbe valere come "lista di minoranza" ai sensi del comma 3 dell'art. 147-ter, nonché dell'erroneo convincimento secondo cui detta qualificazione non dipende dalla circostanza che la lista in questione ha conseguito un numero di voti inferiore a quello conseguito da un'altra (allora qualificabile come lista "di maggioranza"), bensì dal fatto che essa sia espressione di un gruppo di azionisti riconducibili ad una nozione sociologica di minoranza connotata in funzione dell'estraneità al gruppo di controllo della società; *v*) l'obbligo, nel caso in cui la lista del c.d.a. ottenga il maggior numero di voti, di sottoporre a votazione individuale su ogni singolo nome i candidati in essa inclusi, che devono quindi essere singolarmente "confermati" dall'assemblea: qui sembra agevole il rilievo che un meccanismo del genere, peraltro notevolmente più complesso ed articolato di quello che risulta dalla mia breve sintesi (al punto

da risultare quasi farraginoso), vale in realtà a “smontare” del tutto l’istituto del voto “sulla base di liste di candidati”, attualmente disciplinato dall’art. 147-ter TUF. Che l’istituto in questione presenti, in generale, luci ed ombre è un’affermazione che può anche essere condivisa (del resto, la sua introduzione, nel 2005, suscitò valutazioni tutt’altro che unanimi in senso positivo¹⁹): non convince, però, che la revisione, o il ridimensionamento, di detto istituto vengano proposti non in termini generali, nell’ambito di una complessiva rivisitazione della disciplina dell’elezione degli amministratori delle società quotate, bensì con esclusivo riferimento alla lista del c.d.a.: ne risulterebbe, qualora il d.d.l. completasse il suo *iter* parlamentare e venisse approvato, un esito singolare, per il quale la presentazione della lista da parte del c.d.a., pure ormai prevista espressamente dalla legge, sconterebbe limitazioni ed appesantimenti procedurali tali, da scoraggiare pesantemente l’adozione della relativa regola statutaria.

Non sembra essere questa la strada giusta; né credo che una disciplina siffatta sia quello di cui abbiamo bisogno.

Essa sembra essere l’espressione e la risultante di una cultura del sospetto e del pre-giudizio, sulla cui base alla lista del c.d.a (ed ai candidati in essa inclusi) viene assegnato un regime per più aspetti differenziato rispetto a quello “ordinario” delle liste di candidati presentate dai soci.

I mercati finanziari, come tutti i mercati altamente sviluppati e globalizzati, hanno bisogno di regole il più possibile semplici ed omogenee per situazioni simili e non di regole o statuti speciali, che introducano privilegi o divieti dei quali non sia immediatamente percepibile la ragione giustificatrice.

Hanno bisogno di regole idonee a rafforzare la fiducia degli operatori e a garantire in generale la trasparenza e la correttezza dei comportamenti e dei procedimenti, non di regole che lascino trapelare, un po’ ambiguamente, il sospetto di comportamenti potenzialmente riprovevoli ed il fine di disinnescarli, nel momento stesso in cui (apparentemente) li si legittima.

¹⁹ Cfr. G. FERRARINI, P. GIUDICI, *La legge sul risparmio, ovvero un pout-purri della corporate governance*, in *Riv. soc.*, 2006, 573 ss., 584 ss.

SEMINARIO IN 6A COMMISSIONE SUL DDL S. 2433, RECANTE “INTRODUZIONE DELL’ARTICOLO 147-TER.1 DEL TESTO UNICO DI CUI AL DECRETO LEGISLATIVO 24 FEBBRAIO 1998, N. 58, IN MATERIA DI PRESENTAZIONE DI LISTE DI CANDIDATI DA PARTE DEI CONSIGLI DI AMMINISTRAZIONE USCENTI DELLE SOCIETÀ QUOTATE”. 16 GIUGNO 2022

Osservazioni del Prof. Antonio Nuzzo

Ordinario di diritto commerciale

Università LUISS Guido Carli Roma

1.- Il DDL S. 2433 si propone di introdurre il nuovo articolo 147-ter.1 nel Testo Unico dell’intermediazione finanziaria, in particolare nella Sezione IV-bis – *Organi di amministrazione* del Capo II dedicato alle società con azioni quotate, a disciplina della ipotesi di presentazione da parte del consiglio di amministrazione uscente di una propria lista di candidati ai fini del rinnovo dell’organo di gestione.

1.1.- Il nostro ordinamento contempla l’ipotesi in questione all’art. 4, D.L. n. 332 del 31/05/1994, convertito in **L. n. 474 del 30/07/1994 (c.d. Legge sulle Privatizzazioni)**¹, ove si stabilisce che tali società introducano negli statuti apposita clausola (immodificabile sintanto che permanga la previsione del limite di possesso azionario) per l’elezione degli amministratori mediante voto di lista e prevede espressamente che le liste potranno essere presentate anche dagli amministratori uscenti (oltre che da soci che rappresentino almeno l’1% delle azioni aventi diritto di voto nell’assemblea ordinaria).

Tale settoriale disposizione non pone particolari condizioni per la presentazione delle liste da parte del consiglio di amministrazione e sottopone tutte le liste presentate ai medesimi oneri di pubblicità. In essa, inoltre, viene fatta salva la disciplina di cui all’art. 147-ter TUIF, relativa, come noto, alla formazione del consiglio in conformità alla disciplina delle quote di genere, alla necessità di assicurare che almeno uno dei componenti il consiglio sia espresso dalla lista di minoranza e di assicurare che nel consiglio siano

¹ La disposizione riguarda le società operanti nei settori della difesa e della sicurezza nazionale, dell’energia, dei trasporti, delle comunicazioni e degli altri pubblici servizi, nonché le banche e le imprese assicurative, direttamente o indirettamente controllate dallo Stato o da enti pubblici anche territoriali ed economici, per le quali l’art. 3 del medesimo decreto prevede la possibilità di introdurre nello statuto un limite massimo di possesso azionario non superiore al cinque per cento.

presenti i componenti in possesso dei requisiti richiesti dalla legge e dallo statuto.

1.2.- Diversi statuti di società quotate hanno legittimato il consiglio di amministrazione a presentare una sua lista e l'ipotesi della presentazione di lista da parte del consiglio di amministrazione uscente è stata presa in considerazione anche nel Codice di Corporate Governance delle società quotate, che all'art. 4 richiede, fra l'altro, il coinvolgimento del comitato nomine per la formazione della lista.

1.3.- La dottrina si è interrogata sulla legittimità delle clausole statutarie in questione, ma direi che non si è espressa alcuna sostanziale obiezione, nel nome dell'autonomia privata.

1.4.- Alla pratica della lista del consiglio di amministrazione sono stati riconosciuti elementi di **positività**, tra cui la conoscenza dell'impresa, la qualità dei candidati, la continuità della gestione, la coerenza con la autovalutazione.

1.5.- Il fenomeno presenta comunque criticità. Alcune sono elencate anche nella relazione di presentazione del DDL S. 2433:

- rischi con riguardo alla trasparenza, con possibilità che si configuri un'azione di concerto dei soci che hanno espresso o designato gli amministratori che compongono la lista e collegamento tra le liste e possibilità che la lista del consiglio arrivata seconda prenda i seggi destinati invece alla minoranza;

- il conflitto immanente negli amministratori che si ripropongano nella lista per un nuovo mandato.

1.5.- In materia è, come noto, intervenuta CONSOB, con l'**ottimo Richiamo di attenzione** n. 1/22 del 21 gennaio 2022, che ha affrontato in maniera ampia il tema.

Permane tuttavia, a mio avviso, l'**utilità di un intervento chiarificatore del legislatore**, volto a meglio definire il peso degli interessi in gioco.

Naturalmente *est modus in rebus*.

2.- La presentazione di una lista da parte del consiglio di amministrazione uscente si presta a considerazioni critiche, fra l'altro, per i **rischi in ordine alla trasparenza**.

2.1.- Nella Relazione si sottolinea il “rischio, assai concreto proprio in quegli emittenti che si avvalgano della lista del consiglio senza disporre effettivamente di un azionariato frammentato, che dietro la lista del consiglio si celino uno o più soci forti che tendono ad occultare collegamenti di fatto oppure che agiscono con l'intento di attribuire a tale lista o rafforzare la percezione di una sua maggiore indipendenza e spessore. Con conseguenze assai perniciose anche in rapporto alla circostanza che tali elementi sono sovente i principali criteri sulla scorta dei quali orientano il proprio voto i grandi fondi di investimento esteri, ormai sempre più presenti nel capitale delle quotate italiane”.

Ancora, si segnala il rischio - anche indicato nel *Richiamo di attenzione* di CONSOB - di non corretta individuazione delle persone che agiscono di “concerto”, ai fini della disciplina dell’OPA obbligatoria. Nella Relazione si legge che “il raggiungimento di una posizione condivisa sulla composizione della lista potrebbe integrare gli estremi di un'azione di concerto tra gli azionisti che li hanno espressi o designati, così esponendo i soci rappresentati in consiglio al rischio di dover promuovere un'offerta pubblica d'acquisto”.

2.2.- La preoccupazione è, dunque, che la lista del consiglio di amministrazione agevoli il fenomeno della concertazione tacita o la renda meno percepibile.

Tuttavia, il fenomeno in questione pare potersi produrre allo stesso modo dinanzi a lista presentata da un socio, il quale magari abbia già acquisito l’adesione di altri soci in termini rilevanti per la disciplina dell’OPA obbligatoria (art. 101-bis TUIF).

Il vantaggio di cui la lista del consiglio di amministrazione in fatto gode, in termini di capacità di vincere il voto degli indecisi, non comporta necessariamente né si traduce o agevola un’azione di concerto.

2.3.- Il Richiamo di attenzione della CONSOB volto a rendere trasparente e tracciabile il processo di formazione della decisione sulla presentazione della lista da parte del consiglio di amministrazione², pare meritevole di considerazione; difatti ha raccolto un consenso diffuso.

Del Richiamo di attenzione della CONSOB non sembra in effetti tenere conto il DDL S. 2433.

² La richiesta di rendere adeguata motivazione nei verbali, di coinvolgere e riconoscere un certo peso nel processo ai consiglieri indipendenti, di istituire un procedimento di graduale formazione della decisione (che muova dalla preventiva condivisione di criteri per l’identificazione dei profili), di verbalizzazione le eventuali interlocuzioni con i soci (semmai da coinvolgere ai fini della sola astratta individuazione dei profili).

Peraltro, non ritengo efficiente l'utilizzo della fonte primaria. Occorrerebbe semmai chiedersi se non sia opportuno che il legislatore affidi alla CONSOB la regolamentazione di maggior dettaglio del processo di formazione della decisione consiliare; il che consentirebbe anche flessibilità negli adattamenti che potranno rendersi necessari.

3.- La presentazione della lista del consiglio di amministrazione pone un chiaro rischio di autoreferenzialità dell'organo amministrativo, organo cui sono riservati i poteri gestori, ma che è pur sempre chiamato alla gestione di cose altrui.

Il rischio è sottolineato anche da Consob, nel menzionato *Richiamo di attenzione*.

3.1.- Senz'altro apprezzabile allora la regola nel DDL S. 2433 per la quale l'iniziativa del consiglio di amministrazione in materia sia subordinata ad apposita previsione statutaria, sì che sia dato alla maggioranza azionaria (in grado di modificare lo statuto) di introdurre come di eliminare questa possibilità.

Invero, questa regola si dovrebbe comunque trarre già dal sistema, ma ritengo utile – ribadisco – la sua espressione nei termini di cui al DDL S. 2433³.

3.2.- Il rischio di "autoperpetuazione" del consiglio costituisce certo la più evidente delle distorsioni conseguenti alla pretesa di autoreferenzialità. Ma la preoccupazione al riguardo esprime la più generale necessità che gli amministratori non si considerino affidatari di un potere originario; questo a prescindere dalla durata dell'incarico.

3.3.- Se è vero che il potere è comunque attribuito agli amministratori dallo statuto approvato dai soci (così – come visto – nel nuovo art. 147-ter.1), resta comunque ragionevole un intervento del legislatore, se ben ancorato ad una apprezzabile funzione dell'istituto: faro della disciplina (quale interesse al riguardo meritevole di tutela) dovrebbe essere la garanzia che la lista del consiglio assolva la sua funzione primaria di guida alla formazione di una "squadra" capace di interpretare al meglio le esigenze della società, in quanto tale capace di raccogliere estesi consensi fra i soci.

³ Nel DDL S. 2433 si legge: "Art. 147-ter.1 (Lista del consiglio di amministrazione). - 1. Fermo quanto previsto all'articolo 147-ter, commi 1-ter, 3 e 4, se lo statuto lo prevede, per l'elezione del consiglio di amministrazione può essere presentata una lista di candidati anche dal consiglio di amministrazione uscente".

3.4.- Dunque, comprensibili e coerenti con gli obiettivi di contrastare l'autoreferenzialità dell'organo amministrativo e aumentare la trasparenza della procedura paiono le regole di cui al nuovo art. 147-ter.1 dirette a:

- a) evitare che nella lista siano presenti coloro che hanno ricoperto il medesimo incarico presso l'emittente per sei o più anni consecutivi⁴; il che non mi pare impedisca ai consiglieri uscenti di candidarsi e permanere in carica per periodi più lunghi, ma solo richiede che la relativa proposta venga direttamente dagli azionisti, secondo le regole usuali, e non dallo stesso consiglio di amministrazione⁵; al riguardo, potrebbe essere utile precisare che questo non assume carattere permanente e venga magari a cessare quando il candidato non abbia rivestito cariche nella società (o, se si vuole, nel gruppo cui la società appartiene) per almeno tre esercizi.
- b) anticipare il termine di presentazione della lista da parte del consiglio di amministrazione, rispetto alle liste che vengano presentate dagli azionisti⁶ (in modo che questi ultimi possano scegliere se ed in quali termini presentare proposte concorrenti)⁷; in termini non dissimili si esprime il Richiamo di attenzione CONSOB.

4.- A sollevare **perplexità** è la scelta della ipotizzata disposizione volta ad evitare che la lista del consiglio di amministrazione uscente possa concorrere per l'assegnazione del seggio o dei seggi destinati alla minoranza. Si legge infatti al comma 1, lett. d), che *“ove la lista non risulti quella che ha ottenuto il maggior numero di voti, la medesima lista è in ogni caso esclusa dal riparto dei componenti da eleggere in deroga all'articolo 147-ter, comma 3, e alle eventuali ulteriori disposizioni statutarie applicabili”*.

4.1.- Le **ragioni** di tale scelta sono chiarite nella Relazione: si intende evitare un esito ritenuto “paradossale”, che verrebbe forse a tradire uno spazio di tutela del mercato azionario invece da preservare; mercato dal quale, come

⁴ La norma del comma 1, lett. f) dispone che *“non possono essere inclusi nella lista candidati che abbiano ricoperto il medesimo incarico presso l'emittente per sei o più anni consecutivi o, in ogni caso, per sei o più esercizi consecutivi”*.

⁵ Nella Relazione si sottolinea come *“mediante la lista del consiglio, essendo attualmente peraltro esclusa la possibilità di una votazione sui singoli nominativi, potrebbero perpetuarsi posizioni di potere in capo a manager che già da tempo ricoprono il proprio incarico”*.

⁶ La norma del comma 1, lett. c) dispone che *“in deroga all'articolo 147-ter, comma 1-bis, la lista deve essere depositata e resa pubblica entro il quarantesimo giorno precedente la data dell'assemblea”*.

⁷ Nella Relazione si sottolinea come *“la lista del consiglio debba essere pubblicata con largo anticipo rispetto alle scadenze ordinariamente previste per le liste dei soci, così da consentire una adeguata pubblicità delle scelte del consiglio uscente e una compiuta valutazione ai soci”*.

dimostra la disciplina che impone l'assenza di collegamenti tra lista di minoranza e soci di maggioranza, la lista di minoranza dovrebbe generarsi senza coinvolgimenti di soggetti che, in ogni modo, sono stati o sono espressione di centri di interesse riferibili alla maggioranza ⁸.

L'ipotesi che la lista presentata dal consiglio uscente possa guadagnare i seggi riservati alla minoranza imporrebbe, come è stato già notato, uno sforzo di attenzione sulle condizioni di relativa ammissibilità, ampliando la nozione di “collegamento” tra la lista, i suoi proponenti e i soci che hanno presentato o votato la lista risultata prima per numero di voti.

4.2.- La **soluzione** prescelta, per la quale la lista presentata dal consiglio di amministrazione concorre solo per la prima posizione, non dovrebbe, tuttavia, trasformare il consenso dei soci per tale lista in un gioco per il quale o si raggiunge la prima posizione o si è espresso un voto inutile.

La lista del consiglio di amministrazione è per definizione candidata alla prima posizione (si consideri anche il comma 1, lett. a), che impone la lista lunga) e potrebbe verosimilmente raccogliere non pochi consensi, i quali finirebbero per essere completamente esclusi dal concorso alla formazione della volontà assembleare e da rappresentanza in consiglio di amministrazione. Una cosa è limitare l'utilizzo della lista in questione, altro è azzerare il peso dei soci che scelgono di sostenerla (si pensi, in ipotesi, al caso di una lista del consiglio di amministrazione che abbia preso il 10% dei voti).

Lasciata operare nei termini proposti, questa soluzione potrebbe anche indurre un disincentivo a votare la lista del consiglio di amministrazione.

4.3.- Se la soluzione venisse confermata, occorrerebbe allora riflettere se, per evitare di azzerare il peso dei voti inutilmente attribuiti alla lista del consiglio di amministrazione, non si debba **ripetere la votazione** nel caso in cui la lista del consiglio uscente non guadagni la prima posizione: esclusa la lista del consiglio di amministrazione, la nuova votazione dovrebbe mettere nuovamente a confronto tutte le altre residue liste affinché i voti attribuiti alla lista del consiglio di amministrazione nella prima votazione possano essere redistribuiti tra le liste presentate dai soci e concorrere a determinare tanto la lista vincitrice quanto la lista cui attribuire i seggi riservati alla minoranza.

⁸ Nella Relazione si considera una criticità il fatto che “*dalla lista del consiglio, ove giungesse seconda, dovrebbero essere tratti - in base alla vigente normativa - i candidati di minoranza, con il paradossale effetto di riconoscere al consiglio uscente l'attribuzione di posti pensati per le minoranze azionarie*”.

Si potrebbe, ovviamente, evitare il rinnovo della votazione nel caso in cui i voti confluiti sulla lista presentata dal consiglio non siano in grado di influenzare la distribuzione dei seggi risultante in esito alla prima votazione (nei termini della c.d. prova di resistenza).

4.4.- Va da sé che il rinnovo della votazione costituisce rimedio non privo di **complicazioni**, se si pensa alla necessità di coordinamento di esso con il sistema della disciplina del voto per corrispondenza e della disciplina delle deleghe.

5.- Il cuore della disciplina ipotizzata nel DDL S. 2433 vede sottoposti ad una **votazione supplementare e individuale** ciascuno dei componenti la lista del consiglio uscente quando questa abbia infine guadagnato più voti delle altre liste (maggioranza relativa dei voti dei presenti) e dunque, in ipotesi, tutti i seggi disponibili meno quelli destinati alla lista di minoranza.

5.1.- La **ragione** della votazione supplementare "sui singoli nominativi proposti" è individuata nell'esigenza di "*superare il meccanismo distortivo della lista bloccata*", in particolare ravvisato nella tendenza degli amministratori ad autoperpetuarsi⁹.

Questa possibile distorsione è però già evitata dalla previsione per la quale non possono essere inclusi nella lista candidati che abbiano ricoperto il medesimo incarico presso l'emittente per sei o più anni consecutivi e la ragione di questa votazione supplementare non pare allora così sufficientemente chiarita.

5.2.- Sotto il profilo più strettamente tecnico, la disposizione non chiarisce quale sia l'esito della votazione (il **quorum deliberativo**) dal quale dipende la conferma individuale.

Il che sembra determinare implicito rinvio alle regole generali sull'assemblea, ossia alla generale regola di maggioranza (per la quale si richiede il consenso della metà più uno dei presenti ed aventi diritto al voto). Sicché, la lista presentata dal consiglio di amministrazione sarebbe, in definitiva, l'unica lista a non beneficiare della maggioranza relativa.

Vale la pena rammentare che il **meccanismo del voto di lista** è, di per sé, volto a sottrarre l'elezione dei componenti il consiglio di amministrazione delle società per azioni dalla applicazione usuale della regola di maggioranza,

⁹ Nella Relazione si legge "mediante la lista del consiglio, essendo attualmente peraltro esclusa la possibilità di una votazione sui singoli nominativi, potrebbero perpetuarsi posizioni di potere in capo a manager che già da tempo ricoprono il proprio incarico"

per la quale solo il socio o i gruppi di soci che esprimono la maggioranza assoluta dei presenti aventi diritto al voto altrimenti avrebbero legittimamente modo di designare i componenti l'organo amministrativo¹⁰.

5.3.- Si deve al riguardo tener presente che la lista prima classificata potrebbe aver raggiunto solo una maggioranza relativa dei presenti, sicché la nuova votazione prevista potrebbe **indurre tutti i residui azionisti a coagularsi** nel confronto su ciascun nominativo; il che potrebbe precludere la conferma (mediante raggiungimento della maggioranza assoluta) per la gran parte dei candidati della lista del consiglio di amministrazione, pur risultata vincente nella prima votazione.

5.4.- La necessità per la lista del consiglio di amministrazione di ottenere la maggioranza assoluta dei consensi è, peraltro, espressamente richiesta per il caso in cui la lista del consiglio risulti l'unica ad essere ritualmente presentata¹¹.

Secondo l'usuale sistema di voto per liste dovrebbe, però, bastare la maggioranza relativa per assegnare i seggi ad una lista.

Peraltro, la disposizione sembra potersi anche prestare a manovre opportunistiche da parte di quei soci che, pur potendo in ipotesi aspirare a presentare una lista concorrente o che punti alla seconda posizione, potrebbero essere indotti a non presentare alcuna lista, per sottoporre piuttosto la lista del consiglio di amministrazione alla prova della maggioranza assoluta.

5.5.- Invero, la disciplina ipotizzata sembra non sciogliere un nodo di fondo, ossia se la presentazione della lista del consiglio di amministrazione muti o meno l'alveo di riferimento nel quale giace usualmente il meccanismo dei

¹⁰ La possibilità di derogare alla regola della maggioranza assoluta è espressamente consentita all'art. 2368, comma 1, c.c. e subordinata ad apposita previsione statutaria. Il meccanismo del voto di lista consente di dare rilevanza alla maggioranza anche solo relativa (per la quale prevale chi esprime più voti, non necessariamente prevalenti rispetto alla somma di ogni altro presente e avente diritto al voto) e sembra prestarsi a risolvere in maniera più equilibrata i problemi di conflitto nella nomina dei componenti gli organi collegiali di amministrazione e controllo, i cui seggi possono essere assegnati a scalare alle liste (di minoranza) che abbiano via via ricevuto il maggior numero di voti. Nella disciplina delle quote, in particolare, consente di attribuire almeno un seggio alla lista che abbia ottenuto il secondo maggior numero di voti (ai sensi dell'art. 147-ter, co. 3, del TUIF "*almeno uno dei componenti del consiglio di amministrazione è espresso dalla lista di minoranza che abbia ottenuto il maggior numero di voti e non sia collegata in alcun modo, neppure indirettamente, con i soci che hanno presentato o votato la lista risultata prima per numero di voti*").

¹¹ Comma 1, lett. f): "*ove la lista risulti l'unica ritualmente presentata, il consiglio di amministrazione è tratto per intero dalla stessa qualora ottenga la maggioranza richiesta dalla legge per l'assemblea ordinaria e risultano eletti i relativi componenti che, sulla base di votazione individuale per singolo candidato, risultano confermati dall'assemblea. Qualora il numero di candidati così nominati sia inferiore a quello degli amministratori da eleggere, i restanti sono eletti con delibera assunta dall'assemblea a maggioranza di legge*".

voti di lista, costituito dalla applicazione della regola di maggioranza anche solo relativa.

5.6.- La necessità di una **conferma individuale** apre ad un ulteriore problema, poiché introduce un elemento distonico che pregiudica la possibile meritevole **funzione** della lista del consiglio, volta – come detto – ad offrire all’assemblea una "squadra" capace di interpretare al meglio le esigenze della società", nella quale vi è coesione e unità di intenti circa la visione con la quale guidare l’impresa.

In definitiva, il sistema della esclusione dei candidati non confermati e della loro sostituzione con altri candidati si muove in maniera antagonista all’idea del consiglio di amministrazione come “squadra”, ossia con la stessa ragione fondante l’impegno alla proposizione di una lista del consiglio di amministrazione uscente.

Roma, 16 giugno 2022