

Milano, 14 novembre 2023

**Nota sulle previsioni in tema di presentazione di liste di candidati da parte dei consigli di amministrazione uscenti delle società quotate nel disegno di legge n. 1515 in vista dell'audizione informale di fronte alla VI Commissione Finanze della Camera dei deputati del 14 novembre 2023**

1. Le previsioni in materia di presentazione di liste di candidati da parte dei c.d.a. uscenti di società quotate nel disegno di legge n. 1515 appaiono ispirate 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 autoperpetuazione 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 sono presenti marcate specificità che differenziano il nostro sistema da quello degli USA, ove è usuale la presentazione delle candidature da parte del *board* uscente. Esse attengono sia al piano degli assetti proprietari (tuttora connotati da una significativa concentrazione e dalla frequente presenza di un azionista di controllo), sia al 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. Quest’ultimo istituto è invece assente negli USA, ove tendenzialmente manca una dialettica fra azionisti di controllo e di minoranza e anzi non sono normalmente individuabili azionisti di controllo.

**3.** I rischi, sopra segnalati, del ricorso alla lista del c.d.a. rendono necessario subordinare l’utilizzazione in concreto di questo strumento 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 valutazione compiuta in 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, in quanto tale di competenza degli amministratori. 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 conclusione, consequenziale alla argomentazione appena esposta, è, però, 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 da una studiosa, Giulia Ballerini, in un lavoro pubblicato sulla *Rivista di diritto civile*, 2022 – 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 discussione 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, per essere pienamente coerenti, la soppressione della riserva di almeno un amministratore all'eventuale lista di minoranza, il che non appare desiderabile.

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.

Le previsioni sulla lista del c.d.a. dettate dal disegno di legge n. 1515 appaiono, come anticipato, ispirate alla preoccupazione ora detta e, sotto questo profilo, sono apprezzabili. Esse però conducono a un risultato sub-ottimale e vanno mantenute solo ove si ritenga di non seguire la via, a mio parere preferibile, di adottare 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.** Nell'ottica appena indicata si potrebbe prevedere la decadenza della lista del c.d.a. nell'ipotesi in cui venga presentata una lista lunga da parte di soci, quantomeno nell'ipotesi in cui i soci che presentano quest'ultima lista sono portatori di una percentuale (da determinare) del capitale sociale superiore a quella minima richiesta per la presentazione della lista. 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, prima di decidere l'eventuale presentazione di una lista da parte loro devono verificare, nell'ambito della politica di *engagement* con i soci più rappresentativi, che non vi siano soci disponibili e intenzionati a presentare una lista lunga.

Una limitazione come quella qui ipotizzata 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.

La proposta della decadenza della lista del c.d.a. in caso di presentazione di una lista lunga da parte di soci titolari di una percentuale qualificata appare rispondere alla preoccupazione che ispira l'art. 12 del disegno di legge e risulta coerente con la stessa. Le precauzioni previste dalla disposizione appena richiamata 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 stessa.

In ogni caso, ove non si condivida l'ipotesi qui avanzata, si ribadisce che la soluzione adottata con l'art. 12 del disegno di legge n. 1515 appare allora consigliabile, in quanto introduce alcune previsioni che possono contenere i rischi insiti nella presentazione della lista da parte del c.d.a. uscente: maggioranza qualificata in c.d.a., possibilità di scelta da parte dell'assemblea fra i candidati indicati nella lista del c.d.a., riserva di posti alle liste di minoranza, presidenza del comitato di controllo interno e gestione dei rischi affidata ad amministratore indipendente tratto da lista diversa di quella presentata dal c.d.a. uscente.