

**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 autoperpetuazione 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 <sup>(1)</sup> 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 <sup>(2)</sup>	19	14,7%	13	12,2%
controllata <sup>(3)</sup>	20	1,7%	0	0,0%
privatizzata ad azionariato diffuso <sup>(4)</sup>	2	1,2%	2	1,2%
privatizzata controllata <sup>(5)</sup>	8	19,2%	0	0,0%
Totale società estere	13	26,0%	13	26,0%
Di cui:				
azionariato diffuso <sup>(2)</sup>	2	0,5%	2	0,5%
controllata <sup>(3)</sup>	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 <sup>(1)</sup> 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 <sup>(2)</sup>	7	7	43,8%
controllata <sup>(3)</sup>	30	11	10,7%
Totale IPO società estere	1	1	2,5%
Di cui:			
controllata <sup>(3)</sup>	1	1	2,5%
<b>Totale</b>	<b>38</b>	<b>19</b>	<b>57,0%</b>

(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	indipendente TUF e Codice
azionariato diffuso	1	3	7	2
privatizzata		1		1
<i>totale</i>	<i>1</i>	<i>4</i>	<i>7</i>	<i>3</i>

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.