



Milano, 5 dicembre 2024

Spett. le CONSOB
Divisione Studi e
Regolamentazione
Via G. B. Martini, 3
00198 - Roma

Inviata on-line per il tramite del SIPE – Sistema Integrato Per l'Esterno

Prot. n. 81/24

Risposta alla consultazione preliminare in merito alle disposizioni attuative dell'art. 147-Ter.1 del decreto legislativo 24 Febbraio 1998, n. 58, in materia di lista del consiglio di amministrazione

Nel rispondere all'invito di codesta spettabile Autorità a presentare osservazioni sulla consultazione in oggetto, la scrivente Associazione esprime i propri ringraziamenti per l'opportunità di inviare commenti preliminari sul contenuto delle disposizioni attuative in materia di lista dei consigli di amministrazione uscenti, che l'Istituto è chiamato ad adottare ai sensi della delega introdotta dalla Legge 5 marzo 2024, n. 21 (c.d. "Legge Capitali").

Lista del cda: inquadramento generale

L'espressione di candidati amministratori da parte del cda uscente è una prassi normale nei sistemi più avanzati, tanto anglosassoni quanto dell'Europa continentale, con riguardo alla quale gli investitori istituzionali stanno maturando sempre maggiore familiarità anche nel contesto domestico, alla luce del crescente esercizio della facoltà di presentare candidature da parte dei *board* uscenti di società quotate italiane. Ciò anche in coerenza con quanto previsto dal Codice di Corporate Governance – che contempla la possibilità che il *board* uscente presenti una lista – e dell'opinione della dottrina – che ritiene ammissibile tale pratica, in quanto espressione dell'autonomia statutaria e purché non pregiudichi la nomina di componenti di minoranza. Sul punto, vale altresì evidenziare come anche l'Autorità ha richiamato l'attenzione delle società quotate e dei loro azionisti su alcuni aspetti ritenuti rilevanti, individuando accorgimenti al fine di attenuare i potenziali rischi (di autoreferenzialità e autoperpetuazione nonché di scarsa trasparenza del processo di selezione delle candidature) che la lista del cda può comportare.

Il recente intervento normativo inserito nella Legge Capitali (art. 12) è stato significativo dell'attenzione posta dal legislatore su uno dei momenti cruciali per la vita delle imprese. La disciplina ivi proposta, intervenendo su una fattispecie caratterizzata da elevata complessità e delicatezza (ma, come detto, abitualmente utilizzata nei sistemi giuridici più avanzati), per alcuni aspetti vorrebbe individuare delle soluzioni valide ai fini l'ammodernamento del diritto societario, coerentemente alla finalità della Legge Capitali e dell'avvio della riforma del TUF, volte a rendere il mercato dei capitali italiano più attrattivo. Come evidenziato anche nel documento di consultazione, tuttavia, occorre rilevare come talune previsioni dell'art. 12 appaiono caratterizzate da una formulazione non chiara, ovvero che renderebbero la definizione della lista del cda particolarmente complessa, in particolare per quelle



società che hanno già statutariamente previsto tale opzione. Ciò con il rischio, da un lato, di disincentivarne l'utilizzo da parte delle società a favore delle liste dei soci¹, con potenziali effetti sfavorevoli a una sinergica dialettica delle parti in gioco, e, dall'altro, di non essere compreso dagli investitori internazionali, potendo aumentare la diffidenza nei confronti del mercato italiano e quindi con effetti probabilmente controproducenti rispetto agli obiettivi di attrazione dei capitali che il legislatore si è prefissato. Tali elementi di incertezza e complessità possono infatti peggiorare la percezione del mercato italiano da parte degli investitori, sia in termini di attrattività dell'investimento sia di compliance normativa qualora si prenda in considerazione l'esercizio dei diritti dell'azionista, ivi incluso quello di voto.

L'emanazione di disposizioni regolamentari attuative della disciplina sulla lista del cda da parte dell'Autorità potrebbe pertanto rappresentare un'occasione utile ai fini di chiarificare alcuni aspetti di rilevante portata applicativa, con l'obiettivo di preservare il più possibile un bilanciato equilibrio del sistema e un'appropriata definizione dei ruoli delle varie parti. Sarebbe in particolare fondamentale modulare gli interventi tenendo in considerazione la necessità di garantire la parità di trattamento degli attori in gioco, la chiarezza delle regole applicative e il buon funzionamento del governo societario. Le osservazioni che seguono muovono pertanto da una generale condivisione dello spirito e degli obiettivi della presente consultazione, intendendo offrire alla riflessione dell'Autorità alcune osservazioni riguardo ai seguenti punti.

1. Composizione numerica della lista del cda

Un primo profilo per cui sorgono dubbi interpretativi è relativo alla composizione numerica della lista del cda: sembrerebbe opportuno chiarificare in via regolamentare che, in sede di presentazione delle liste di candidati, non possa essere respinta e/o non ammessa a votazione una lista presentata dal consiglio uscente avente un numero di candidati uguale a quello dei consiglieri che, alla luce delle disposizioni statutarie, possono essere tratti dalla lista del consiglio che risulti prima per numero di voti ottenuti, sulla base del numero di componenti che il consiglio propone all'assemblea di nominare, maggiorato di un terzo.

2. Votazione individuale e collegamento tra liste

Come richiamato dal documento di consultazione, un ulteriore profilo che solleva questioni interpretative è quello relativo all'individuazione dei soci legittimati a partecipare alla seconda votazione individuale sui singoli candidati inseriti nella lista del cda uscente, qualora questa sia risultata quella di maggioranza ad esito del voto sulle varie liste presentate.

A riguardo, è opportuno chiarire inequivocabilmente, anche per evitare possibili contenziosi e i conseguenti potenziali danni alla stabilità del sistema, che sono legittimati a esprimersi in tale seconda votazione individuale solamente i soci che abbiano effettivamente concorso a determinare che la lista del consiglio sia risultata

¹ In linea teorica, ai fini di scongiurare la creazione di un sistema foriero di disequilibri, l'ordinamento dovrebbe riconoscere le medesime opportunità e garantire il più possibile un *level-playing field* alle liste rivolte alla nomina della maggioranza dei membri del *board*, a prescindere dal soggetto presentatore – sia esso l'azionista di riferimento ovvero il *board* uscente. In tal senso, gli accorgimenti già previsti dalla Consob nel richiamo di attenzione n. 1/22 del 21 gennaio 2022 sulla lista del cda paiono essi stessi idonei ad attenuare i rischi che l'utilizzo dello strumento può comportare e hanno dato prova di buon funzionamento, in particolare per quel che riguarda il processo di selezione dei candidati



quella di maggioranza esprimendo un voto favorevole (escludendo pertanto i dissenzienti, gli assenti o astenuti) nella prima votazione. Ciò per evitare una possibile duplicazione del diritto di voto in capo a chi ha già votato per le altre liste: consentire ai soci che non hanno votato in favore della lista del cda di concorrere alla scelta tanto dei candidati di minoranza quanto di maggioranza sarebbe in conflitto con il principio di corrispondenza tra partecipazione posseduta e diritti di voto espressi nonché al principio di parità di trattamento. Viepiù, sarebbe elusivo del divieto di collegamento tra liste, permettendo agli stessi soci di eleggere sia amministratori di maggioranza sia di minoranza.

Alla luce di quanto sopra evidenziato, pertanto, si ritiene utile la definizione di specifiche disposizioni regolamentari di coordinamento tra la votazione sui singoli candidati della lista del cda e a) i principi generali in materia di nomina del cda e b) le norme in materia di collegamento tra le liste di candidati, al fine di chiarire che solo i soci che si siano già espressi in favore della lista del consiglio uscente siano legittimati alla seconda votazione individuale sui singoli candidati inclusi nella lista del cda.

3. Criteri di riparto dei posti in consiglio tra le liste.

Un ulteriore profilo di non chiara interpretazione è quello relativo al meccanismo secondo cui devono essere individuati i componenti del consiglio “*di competenza delle minoranze*”, nel caso in cui la lista del cda sia risultata prima per numero di voti e la somma dei voti ottenuti dalle prime due liste di minoranza abbia superato il 20% dei voti assembleari.

In merito, sarebbe opportuno un intervento regolamentare al fine di chiarire che il criterio proporzionale di ripartizione dei posti in consiglio previsto dalla norma primaria non riguarda l'intero board, bensì solo la quota dei seggi “*di competenza*” della minoranza sulla base delle indicazioni statutarie (tesi della c.d. “proporzionalità relativa”), la quale non potrà essere inferiore al 20% dei componenti da eleggere².

Ciò al fine di limitare i rischi che discenderebbero dall'applicazione del diverso criterio (c.d. “proporzionalità pura”) tenuto conto che quest'ultimo, non riconoscendo premi di maggioranza alla lista risultata prima (i.e. quella del cda), potrebbe non garantire a tale lista la designazione della maggioranza dei consiglieri. Una diversa interpretazione rischierebbe anche di introdurre un fattore di ingovernabilità in seno al consiglio e quindi un elemento controproducente ai fini della sana e prudente gestione della società. Inoltre, rischierebbe di snaturare il ruolo di *stewardship* demandato agli investitori istituzionali/azionisti di minoranza, alterando il prezioso equilibrio tra indirizzo e gestione da parte della maggioranza ed engagement e monitoraggio da parte delle minoranze istituzionali.

Fermo restando quanto sopra, l'autonomia statutaria andrebbe altresì valorizzata anche con riferimento agli specifici criteri di riparto dei posti in cda ovvero di quelli relativi al riparto tra generi³, per cui non si ravvede la necessità di un intervento regolamentare in materia.

² Come espressamente previsto dalla norma nello scenario in cui la somma dei voti ottenuti dalle prime due liste di minoranza non abbia superato il 20% dei voti assembleari. L'eventuale graduazione di ulteriori posti da assegnare alle liste di minoranza dovrebbe essere appannaggio dell'autonomia statutaria, coerentemente ai principi di flessibilità e proporzionalità.

³ Di cui, rispettivamente, alle domande 3 e 4 del documento di consultazione



Nel rimanere a disposizione per ogni ulteriore chiarimento si manifesti necessario, si inviano distinti saluti.

IL DIRETTORE GENERALE