

PROFESSOR LUCA ENRIQUES
Professor of Corporate Law
Faculty of Law
Oxford, OX1 3UL
Tel: +44(0)1865 279751
luca.enriques@law.ox.ac.uk



Spett. Consob
Via G.B. Martini 3
00198 ROMA

Milano, 4 dicembre 2024

Oggetto: Risposta alla prima consultazione in tema di lista del consiglio

Nell'esprimere apprezzamento per i contenuti del Documento di Consultazione pubblicato in data 20 novembre 2024 nonché per la scelta di procedere su materia tanto delicata con una consultazione aperta prima di proporre un articolato, desidero formulare alcune considerazioni sul coordinamento tra la disciplina in tema di lista del consiglio contenuta nella legge c.d. capitali (di seguito, la nuova disciplina) e quella, anche regolamentare, in tema di voto di lista. Dette considerazioni possono intendersi come una risposta alla domanda 6 (**“Si ritengono utili ed opportuni ulteriori adattamenti della disciplina regolamentare?”**).

La premessa è che, salvi casi del tutto particolari, è prevedibile (e ampiamente previsto) che l'effetto della nuova disciplina sarà quello di riorientare le prassi delle società quotate nel senso di ricorrere a liste di maggioranza presentate da soci, tali e tanti sono gli inconvenienti, le incongruenze e le incertezze per chi volesse procedere con la presentazione di una lista del consiglio sotto il nuovo regime.

Al contempo, è ben noto che la strada della presentazione di una lista da parte dei soci potrà rivelarsi assai ardua per le società con flottante particolarmente elevato¹, che ben potrebbero non trovare uno o più soci titolari delle quote di capitale richieste dal Regolamento Emittenti (e raramente derogate al ribasso dalle singole società, al comprensibile fine di evitare liste di mero disturbo) e disposti a fare loro il “favore” di presentare una lista di maggioranza. L’assenza di soci con queste caratteristiche è probabile anche in considerazione del fatto che, da un lato, sono quasi sempre gli investitori istituzionali esteri i soli a disporre individualmente di partecipazioni superiori alle soglie previste per la presentazione di liste e che, dall’altro, essi hanno di norma *policy* volte a evitare ogni sentore di influenza notevole sulle società in portafoglio. È evidente che la presentazione di una lista di maggioranza non sarebbe compatibile con tali *policy*.

Premesso altresì che la soluzione di gran lunga preferibile al problema appena evidenziato sarebbe un intervento in sede di normativa primaria che quanto meno esimesse le società ad azionariato particolarmente frazionato dalla nuova disciplina, pare opportuno suggerire a codesta Autorità una riflessione su possibili interventi normativi e/o interpretativi che favoriscano, o perlomeno dissolvano dubbi di legittimità circa, la presentazione da parte dei soci di liste di maggioranza in coordinamento con gli amministratori uscenti. Questo tema rileva in quanto non si può escludere il rischio che un socio che abbia presentato una lista di maggioranza non risultata prima per numero di voti adisca il giudice per far dichiarare la lista di maggioranza presentata da altro socio in coordinamento con gli amministratori uscenti come imputabile al consiglio d’amministrazione e, pertanto, come lista del consiglio presentata e/o votata e/o assegnataria di posti in consiglio in violazione della nuova disciplina. Peggio ancora, tale socio potrebbe agire in sede cautelare, prima dello svolgimento dell’assemblea, per far dichiarare inammissibile al voto la lista di maggioranza espressione di fatto del consiglio uscente (in quanto non approvata dal consiglio d’amministrazione).

In effetti, è ampiamente noto che un coordinamento del socio che presenta la lista di maggioranza con il consiglio uscente è necessario e usuale, specialmente ma non solo, nelle società soggette a

¹ Se definite come le società in cui sono assenti azionisti con partecipazioni rilevanti ovvero presenti soli investitori istituzionali con partecipazioni rilevanti (ossia con il 100 per cento di flottante), si tratta di Unicredit, Prysmian, Finacobank ed E.P.H. Queste quattro società rappresentano quasi il dieci per cento della capitalizzazione complessiva di borsa e che almeno in due casi (E.P.H. e Prysmian) potrebbero trasformarsi in società olandesi per non incorrere nelle difficoltà indicate nel testo (le altre due, in quanto banche, non potrebbero farlo senza spostare in Olanda la sede centrale).

regolamentazione prudenziale. Quest'ultima, infatti, prevede requisiti di composizione aggregata del consiglio d'amministrazione che un socio anche non piccolo difficilmente potrebbe assicurare in mancanza di interazioni con il consiglio uscente. E ciò è tanto più vero nel caso in cui si tratti di una società ad azionariato particolarmente frazionato, i cui singoli azionisti non possono avere con la società un dialogo di portata simile a quello che, di fatto se non di diritto, può instaurare un socio di controllo. Se, poi, come si andrà a ipotizzare, la lista viene presentata da un socio titolare di una partecipazione anche minima del capitale sociale, non è implausibile che il giudice adito in via cautelare possa ravvisare il *fumus boni juris* circa il fatto che la lista in questione costituisca un mezzo per eludere l'applicazione delle norme imperative contenute nella nuova disciplina e come tale non sia ammissibile al voto, con conseguenze dirompenti sulla vita della società in questione.

È particolarmente apprezzabile che la Consob abbia già espresso nel Documento l'orientamento secondo cui è da escludere l'applicazione estensiva delle nuove disposizioni oltre le fattispecie espressamente disciplinate. Tuttavia, in ultima analisi, spetterà al giudice ordinario esprimersi al riguardo e quanto più la Consob esprimerà propri orientamenti in coerenza con la propria impostazione, mediante norme regolamentari laddove possibile o perlomeno con i propri orientamenti interpretativi, eventualmente anche nel documento sugli esiti della consultazione, tanto più essa circoscriverà, nei limiti dei propri poteri, il rischio di inopportune e, nell'orientamento della medesima Autorità, illegittime letture estensive delle nuove disposizioni.

Fatte queste premesse, mi pare utile richiamare l'attenzione di codesta Commissione sull'opportunità di chiarire:

1. se non nel Regolamento Emittenti², perlomeno in sede di documento di esito della consultazione, che, ove una società preveda clausole statutarie volte a consentire la presentazione di liste da parte di soci che rappresentino quote di capitale inferiori a quelle previste dal Regolamento Emittenti, non si applica rispetto a tali liste il vincolo all'autonomia statutaria previsto dall'art. 147-ter, comma 1, terzo periodo, del Testo Unico; ove ciò fosse chiarito, lo statuto potrebbe fissare una percentuale più elevata (rispetto a quella prevista dalla citata disposizione di legge) di voti espressi a favore della

² La fonte di tale potere regolamentare può rinvenirsi nell'art. 12, comma 2, della Legge capitali, come interpretato dalla stessa Consob nel Documento di Consultazione.

lista presentata con quote di capitale inferiori a quelle indicate nel Reg. Emittenti, al fine della sua partecipazione al riparto degli amministratori da eleggere;

2. eventualmente anche in una norma regolamentare, che il comitato nomine, ove presente, o anche singoli amministratori, eventualmente anche a ciò delegati dal consiglio d'amministrazione, possano avere interlocuzioni con i soci, anche su iniziativa della società, in vista della presentazione di liste (ed eventualmente pure in relazione al rimborso delle spese sostenute a tale scopo da parte della società, ove consentito dallo statuto³), senza che tali attività possano costituire indizi sufficienti per ricondurre una lista poi presentata da tali soci, anche ove composta in buona parte o *in toto* da amministratori (anche delegati) uscenti, alla volontà del Consiglio d'amministrazione e senza che perciò si possa ritenere tale lista come presentata dal consiglio in eventuale elusione (e dunque violazione) della nuova disciplina;
3. che non contrasterebbe con la nuova disciplina e che tanto meno ricadrebbe nel suo ambito di applicazione la soluzione alla scandinava suggerita da Mario Stella Richter⁴, ossia una previsione statutaria ai sensi della quale un organo o ufficio distinto dal consiglio d'amministrazione ma anch'esso eletto dall'assemblea degli azionisti sarebbe legittimato a presentare una lista.

Giova forse osservare che le clausole statutarie ipotizzate al punto 1. (e dunque il chiarimento circa la loro legittimità da parte della Consob) risponderebbero alla duplice esigenza di agevolare le società ad azionariato altamente frazionato nella ricerca di soci disponibili a presentare una lista di maggioranza e, al contempo, di evitare che soci di minoranza non rappresentativi dell'azionariato (alla stregua del giudizio di rappresentatività sotteso alle soglie individuate dal Regolamento Emittenti) abbiano gioco facile a far eleggere i propri candidati.

Si noti inoltre che le clausole statutarie in questione si aggiungerebbero alla disciplina statutaria del voto di lista imposto dal TUF, la quale continuerebbe a disciplinare i casi in cui le liste presentate

³ Cfr. I. Mecatti, *La lista del consiglio di amministrazione*, RDS, 2024, 553, 584-85.

⁴ V. M. Stella Richter jr, *Lista del consiglio di amministrazione e autonomia statutaria: Prime riflessioni*, Riv. soc., 2024, 113, 128; Id., *La lista del consiglio di amministrazione tra realtà, riti e miti*, relazione al convegno di Courmayeur del 20-21 settembre 2024, in corso di pubblicazione.

rispondano ai requisiti di legge (incluso l'art. 147-ter, comma 1, terzo periodo, TUF) e del Reg. Emittenti. Pertanto, la clausola statutaria che consentisse la presentazione di liste da parte di soci che rappresentino una quota inferiore a quella massima prevista dalla Consob e/o fissata dallo statuto (ed eventualmente di ammontare simbolico) e che disponesse, al contempo, che tali liste partecipino al riparto degli amministratori da eleggere a condizione che raggiungano una quota elevata del capitale (ad es. del 40 per cento, se non addirittura superiore alla metà dei voti espressi in assemblea) non potrebbe dirsi in contrasto con la disciplina del voto di lista. Infatti, le minoranze avrebbero comunque la possibilità di presentare liste e partecipare al riparto degli amministratori da eleggere secondo le regole di legge, di regolamento e statutarie fino ad oggi osservate. In altre parole, l'art. 147-ter, comma 1, terzo periodo, nel concedere uno spazio, sia pure limitato, all'autonomia statutaria rispetto all'ipotesi di una lista che raccoglie meno voti delle azioni necessarie per presentarla, è norma tutta interna alla disciplina volta a garantire alle minoranze un posto in consiglio d'amministrazione nei limiti previsti dalla normativa primaria e secondaria. Esso non può ritenersi altresì applicabile ai casi in cui lo statuto vada oltre quanto richiesto inderogabilmente dalla legge sotto il profilo della legittimazione a presentare liste di candidati per il consiglio d'amministrazione.

Quanto al punto 2., si noti anzitutto che quanto ivi ipotizzato è sostanzialmente in linea con l'autorevole dottrina secondo la quale "il consiglio di amministrazione 'uscente' potrebbe, senza presentare alcuna lista, spingere la sua attività di orientamento e predisposizione di linee programmatiche di composizione del futuro consiglio (peraltro raccomandate dal Codice di *corporate governance*) fino al punto di indicare non già solo astratti profili dei futuri candidati ideali ma concreti nominativi, fornendo quindi precise indicazioni a quei soci che volessero poi predisporre una lista"⁵.

Pare infatti corretto prospettare che le prassi ipotizzate al punto 2. non sarebbero sufficienti per riqualificare la lista del socio quale lista del consiglio, se non altro perché la *ratio* della nuova disciplina è quella di evitare che la lista del consiglio agevoli fenomeni di autoreferenzialità e autopropagazione degli amministratori uscenti⁶ grazie, da un lato, al maggior *appeal* presso gli investitori istituzionali della

⁵ Così M. Stella Richter jr, *Lista del consiglio di amministrazione e autonomia statutaria: Prime riflessioni*, cit., 128, riprendendo quanto prospettato da M. Ventoruzzo, *L'art. 12 della Legge Capitali: lista del consiglio di amministrazione delle società per azioni quotate*, *Riv. soc.*, 2023, 1096, 1103.

⁶ Cfr. ad es. M. Stella Richter jr, *La lista del consiglio di amministrazione tra realtà, riti e miti*, cit.

lista del consiglio d'amministrazione nonché, dall'altro, al fatto di poter addossare eventuali spese per la sollecitazione di deleghe di voto alla società stessa⁷.

Analogamente, l'ipotesi di clausola statutaria di cui si è riferito *sub* 3., poiché l'organo sarebbe espressione dei soci ove nominato dall'assemblea, "sarebbe sicuramente alien[a] da quelle (reali o presunte) criticità (e cioè dalla autoreferenzialità e dal pericolo di auto perpetuazione) proprie della lista del consiglio, che hanno indotto il legislatore a dettare [la nuova disciplina]"⁸. Essa sarebbe un modo elegante per tagliare il nodo gordiano che le disposizioni in tema di lista del consiglio attualmente rappresentano per la governance di diverse società quotate italiane.

RingraziandoVi per l'attenzione, porgo i migliori saluti.

Luca Enriques

⁷ Nel caso in cui le interlocuzioni con la società riguardassero anche il rimborso delle spese sostenute per la presentazione della lista, le conclusioni sarebbero immutate nella misura in cui, come si è detto, il rimborso delle spese sia previsto statutariamente a favore della società risultata prima per numero di voti e la società si dichiari disponibile a un dialogo in relazione alle spese da sostenersi anche con i soci che presentino altre liste che aspirino alla maggioranza dei posti in consiglio.

⁸ M. Stella Richter jr, *La lista del consiglio di amministrazione tra realtà, riti e miti*, cit.