



Milano, 15/12/2021

Spett. C O N S O B
Divisione Strategie Regolamentari
Via G. B. Martini, n. 3
00198 ROMA

Oggetto: Risposta alla consultazione sul tema “LA PRESENTAZIONE DI UNA LISTA DA PARTE DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE USCENTE PER IL RINNOVO DEL MEDESIMO CONSIGLIO – RICHIAMO DI ATTENZIONE”

1. Premessa

Nel ringraziare la Commissione per l’opportunità offerta, il sottoscritto intende sottoporre alcune riflessioni in merito al documento posto in consultazione.

Le riflessioni che seguono vertono su due tematiche:

- a) La diffusione internazionale del modello di governance che prevede “*la presentazione di candidature per la nomina del consiglio di amministrazione da parte degli amministratori uscenti*”;
- b) La prassi corrente in Italia riguardo alle tempistiche di “*pubblicazione della lista da parte del Consiglio di Amministrazione*”.

Obiettivo dei commenti è fornire dati che possano consentire alla Commissione di fondare le proprie scelte su una base informativa il più possibile ampia e completa.

2. La diffusione internazionale della “lista del CdA”

Si fa riferimento ai paragrafi 1.2. e 2.1. del Documento di consultazione, laddove si afferma che:

- “*la presentazione di candidature per la nomina del consiglio di amministrazione da parte degli amministratori uscenti si è affermata nei sistemi di governance anglosassoni a proprietà dispersa, dove tra l’altro sono*



più ampie le asimmetrie informative dei soci rispetto al management e onerosa la selezione di candidati al board da parte degli azionisti diffusi”.

- *“La presentazione di una lista da parte del consiglio di amministrazione uscente – oltre ai rischi di autoreferenzialità e autopetruazione evidenziati anche nei sistemi di governance anglosassoni a proprietà dispersa – può infatti presentare alcuni rischi, più evidenti in società a proprietà concentrata e soprattutto in presenza di azionisti di controllo, in termini 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”, sicché “Anche alla luce di questi rischi, gli ordinamenti anglosassoni in materia di nomina dei board si sono evoluti al fine di accrescere il ruolo dei soci di minoranza nella nomina degli amministratori e facilitare la proposta di candidature da parte degli azionisti” (enfasi aggiunte).*

Tali affermazioni costituiscono la premessa logica del Documento, che propone un richiamo di attenzione alla “necessità” di assicurare “*la più ampia trasparenza e documentabilità del processo di selezione dei candidati*” nonché “*la corretta e completa informazione sulla lista presentata dal CdA e sulle modalità di formazione di tale lista*”. In quest’ottica, la presentazione di una lista da parte del CdA uscente pare rappresentare un’eccezione, importata dagli “*ordinamenti anglosassoni*”, giudicata ammissibile dalla dottrina ma non ancora oggetto di “*pronunce giurisprudenziali sull’ammissibilità di tale facoltà ai sensi dell’art. 147-ter del TUF*”, e quindi giudicata degna di particolari attenzioni da parte della Consob, a prescindere “*da ogni valutazione sulla legittimità*”.

Si intende qui contribuire a rafforzare le basi logiche del Documento mostrando, anzitutto, che la presentazione di candidature da parte del CdA uscente costituisce la prassi assolutamente dominante, non solo nei Paesi anglosassoni ma anche in Paesi caratterizzati da proprietà concentrata (in particolare nell’Europa continentale). Se ciò può sembrare strano, è solo perché è la prassi italiana ad essere eccentrica nel panorama internazionale.

Il ruolo centrale del *Board* nella formulazione delle candidature è pacificamente riconosciuto nella letteratura internazionale di *Law & Finance*: Armour *et al.* (2009) affermano chiaramente, con riferimento a una serie di *core jurisdictions* (Francia, Germania, Italia, Giappone, Regno Unito e Stati Uniti), che è normalmente il CdA (il Consiglio di Sorveglianza nelle società che seguono il sistema dualistico) a formulare all’assemblea le candidature per il rinnovo – totale o parziale – del CdA (Consiglio di Sorveglianza).

I sistemi elettorali adottati per il voto in assemblea sono estremamente vari (Belcredi *et al.* 2013, Belcredi e Caprio 2015) ma sulla facoltà (talvolta l’obbligo) del *Board* uscente di presentare candidature non ci sono particolari discussioni. Anche i Principi G20-OCSE sulla Corporate Governance (G20-OECD 2015), dopo avere affermato che tra i diritti-base degli azionisti rientra quello di “*eleggere e rimuovere gli amministratori*”, raccomandano di facilitare “*l’effettiva partecipazione degli azionisti a decisioni-chiave di corporate governance, come la formulazione di candidature e l’elezione dei membri del Consiglio di amministrazione*”. Non viene in alcun modo



suggerito che gli azionisti possano o debbano avere un diritto esclusivo alla presentazione delle candidature.

A seguito della pubblicazione del documento di consultazione, ho effettuato un'analisi sulle società Europee appartenenti all'indice EURO STOXX 50, composto dalle 50 società quotate dell'area Euro a maggiore capitalizzazione, per verificare, dalle normative nazionali, dagli statuti e dal materiale assembleare delle singole società (ormai quasi sempre disponibili on line in traduzione inglese): a) le regole che presiedono alla formulazione delle candidature per il rinnovo del *Board* (del *Supervisory Board* dove è adottato il sistema dualistico); b) le effettive modalità di presentazione delle liste, anche dove non esistono norme cogenti in materia. I risultati di tale indagine sono riportati di seguito.

L'indice EURO STOXX 50 comprende società, appartenenti in gran parte a ordinamenti europei continentali, caratterizzate da grande varietà di assetti azionari, forme legali e strutture dell'organo amministrativo: pare dunque un buon punto di partenza per trarre indicazioni sulla *best practice* internazionale. L'indice è attualmente composto da società francesi (15), tedesche (15), olandesi (8), spagnole (4), italiane (3), irlandesi (3), belghe (1) e finlandesi (1)¹.

La prima osservazione è che in Germania e Olanda il Consiglio di Sorveglianza ha non la facoltà ma l'obbligo di presentare proprie candidature per il rinnovo dell'organo². In tal senso dispongono l'art. 124, para. (3) dell'*Aktiengesetz* e l'art. 2:158, para. 4 del Codice Civile olandese. La normativa olandese consente, anzi, l'adozione di clausole statutarie "difensive", che vincolano in misura anche molto forte la possibilità degli azionisti: a) di bocciare i candidati proposti dal *Board* e b) di formulare candidature alternative a quelle da esso presentate³. Previsioni simili, anche se di minore portata, si trovano anche negli statuti delle società irlandesi.

Negli altri Paesi l'approccio del legislatore non è prescrittivo ma *enabling*: non si riscontrano quindi obblighi fissati per legge, ma si osservano talvolta previsioni statutarie che vincolano il *Board* alla presentazione di proprie candidature (nelle irlandesi e in alcune società francesi).

Comunque, in tutti i Paesi considerati tranne l'Italia, la prassi dominante (45 casi su 50) è la presentazione delle candidature da parte del *Board*⁴. Particolarmente

¹ Il numero di società italiane è pari a tre (Enel, Eni e Intesa Sanpaolo) perché EssilorLuxottica è di diritto francese, mentre Stellantis è di diritto olandese.

² Ovviamente si fa riferimento alla sola componente degli organi amministrativi eletta dagli azionisti. Dove, come nei due Paesi indicati, ma anche altrove (ad es. in Francia), è prevista la presenza nel *Board* di rappresentanti dei dipendenti, la formulazione delle loro candidature segue canali diversi.

³ In alcuni casi le candidature del *Board* sono addirittura presentate come *binding*, e gli azionisti possono proporre candidature alternative solo in casi eccezionali, previo espletamento di un'apposita procedura giudiziale.

⁴ Fanno eccezione le tre società italiane (due delle quali attribuiscono tuttavia statutariamente al CdA la facoltà – finora mai esercitata – di presentare una propria lista) e due società estere (una belga – Anheuser-Busch – e una olandese - Stellantis) che adottano un sistema a sua volta particolare, in cui specifici azionisti di rilievo nominati nello statuto hanno il diritto esclusivo di presentare candidature per un certo numero di posti in consiglio, finché detengono una partecipazione superiore a una determinata soglia %. Per quanto riguarda i posti residui, la presentazione delle candidature è affidata al *Board*, per legge nella società di diritto olandese, per statuto in quella belga. Stellantis prevede altresì un ruolo di supplenza del *Board* nella presentazione delle candidature *binding* spettanti agli azionisti,



interessanti sono le società francesi e spagnole dove, pur in assenza di vincoli specifici, il *Board* ha sempre presentato le candidature nelle ultime assemblee⁵.

Il sistema è ben conosciuto agli investitori istituzionali internazionali, che non solo non si oppongono ad esso ma votano quasi sempre a favore dei candidati proposti dal *Board*⁶.

3. La trasparenza sul processo e sulle candidature

Si fa qui riferimento al paragrafo 2.2. del Documento di consultazione, laddove si afferma che:

- *“Alla luce dei rischi indicati (...) la corretta e completa informazione sulla lista presentata dal CdA e sulle modalità di formazione di tale lista è un requisito essenziale per permettere un adeguato apprezzamento della stessa da parte del mercato (investitori, proxy advisor) e, in ultima analisi, favorire l’assunzione da parte dei soci delle proprie decisioni di voto (e se del caso di presentazione in proprio di una lista alternativa)”.*
- *“si richiama l’attenzione sull’opportunità di una tempestiva pubblicazione della lista del consiglio contestualmente o dopo la pubblicazione dell’avviso di convocazione dell’Assemblea, con congruo anticipo rispetto al termine per il deposito delle liste dei soci (25 giorni prima della data dell’Assemblea, ai sensi dell’art. 147-ter, comma 1-bis, del TUF) e con l’eventuale indicazione dei candidati alle cariche di Presidente e Amministratore Delegato. Tale approccio è in linea con la prassi osservata e con le clausole statutarie che stabiliscono un termine anticipato per il deposito e la pubblicazione della lista del CdA rispetto a quello dei soci (30 giorni prima della data dell’Assemblea)”.*

Vengono qui in considerazione due riflessioni, una legata all’osservazione della prassi internazionale, l’altra connessa alle disposizioni statutarie e alla prassi osservabili in Italia.

Sotto il primo aspetto va premesso che il sistema italiano è peculiare rispetto alla prassi internazionale sotto il profilo del meccanismo di voto, che ha luogo (ai sensi dell’art.147-ter, co.1 TUF) *“sulla base di liste di candidati”*. Ciò si traduce in un voto su liste bloccate. All’opposto, la prassi internazionale prevede normalmente, pur in

in caso di inerzia di questi ultimi. Il sistema di Stellantis non è ancora stato applicato in pratica, perché la società non ha ancora rinnovato il *Board* dopo la fusione tra Fiat Chrysler Automobiles e Groupe PSA.

⁵ È questo il caso anche di EssilorLuxottica.

⁶ I *proxy advisors* consigliano generalmente di votare per tali candidati (ISS 2020), almeno in assenza di candidati alternativi (*uncontested elections*).



assenza di obblighi⁷, il voto su singoli candidati (riscontrato in 44 casi sui 47 per cui l'informazione è disponibile, ossia sempre tranne che nelle società italiane)⁸.

La formulazione di candidature su base individuale costringe il *Board* a renderle note con anticipo, anche in assenza di specifiche disposizioni normative⁹; il punto è ulteriormente rafforzato laddove (come accade nella maggioranza dei casi: 34 sui 48 per cui è disponibile informazione) è adottato il sistema dello *staggered board*, che prevede il rinnovo periodico solo di una parte dell'organo (in genere, ogni anno od ogni due anni)¹⁰.

Che il rinnovo sia totale o graduale, il voto su singoli candidati comporta la formulazione di punti separati all'ordine del giorno dell'assemblea; i nomi sono quindi resi pubblici direttamente con l'avviso di convocazione. La presentazione di candidature alternative (che darebbero luogo a una c.d. "*contested election*")¹¹ è del tutto occasionale; pertanto non sono disponibili statistiche sul *timing* effettivo di tali proposte¹².

Nella documentazione per l'assemblea si trovano informazioni sul CV dei candidati e, occasionalmente, anche sul processo di nomina seguito dal *Board*, eventualmente previo coinvolgimento (parere o, più spesso, proposta) del Comitato Nomine, che qui trova la sua principale ragion d'essere. Peraltro, la proposta del *Board* non è accompagnata da un'informativa particolarmente approfondita, nemmeno quando – come spesso accade – essa contenga nominativi chiaramente riferibili ad azionisti di rilievo.

Quanto al *timing* per il deposito delle liste, è possibile reperire informazioni di dettaglio dall'osservazione della prassi italiana corrente, con riferimento: a) alle disposizioni statutarie adottate dalle società italiane che hanno attribuito al CdA la facoltà di presentare una propria lista e b) al processo seguito nei più rari casi in cui tale lista è stata effettivamente presentata.

⁷ Tale prassi è in linea con le richieste dei *proxy advisors*, generalmente contrari al *bundling* dei candidati in una lista unica. In tal senso, esplicitamente ISS (2021) "*directors should be elected individually*". Solo in presenza di specifiche normative, come quella italiana sul voto di lista, essi raccomandano una decisione "*on a case-by-case basis*".

⁸ È da osservare, in proposito, che il riferimento nel Documento di Consultazione all'evoluzione degli ordinamenti anglosassoni (*rectius*: dell'ordinamento USA), diretta ad "*accrescere il ruolo dei soci di minoranza nella nomina degli amministratori e facilitare la proposta di candidature da parte degli azionisti*" mira a colmare una lacuna peculiare dell'ordinamento statunitense, che attribuisce di fatto al *Board* un semi-monopolio nella formulazione delle candidature. Cfr. Cools (2005), Armour *et al.* (2009).

⁹ Come è invece il caso in Germania (secondo l'art. 124 para. (3) dell'*Aktiengesetz*).

¹⁰ Lo *staggered board* è una prassi controversa: da un lato consente un rinnovo graduale dell'organo, garantendo allo stesso continuità d'azione, dall'altro è criticato come possibile strumento di *entrenchment*, che accresce i rischi di autoreferenzialità.

¹¹ I candidati proposti dal *Board* ottengono, nella quasi totalità dei casi, percentuali di consenso superiori al 90% dei voti espressi. Il dissenso si manifesta attraverso il conseguimento di maggioranze meno schiaccianti e, sporadicamente, nella formulazione di contro-mozioni che propongono di esprimere voto contrario a singoli candidati. Peraltro, queste ottengono raramente percentuali apprezzabili di voti a favore.

¹² In Germania l'art. 127 para. (1) dell'*Aktiengesetz* stabilisce che gli azionisti possono presentare proprie candidature alternative a quelle del *Board* fino a 14 gg ante assemblea.



Belcredi-Bozzi (2021) mostrano numeri molto simili a quelli riportati dal Documento di Consultazione: a) presentazione della “lista del CdA” consentita in 51 statuti; b) lista effettivamente presentata in 9 casi¹³.

Un approfondimento *ad hoc* condotto dopo la pubblicazione del Documento di Consultazione ha permesso di osservare che la clausola statutaria di gran lunga prevalente prevede date di deposito allineate per lista del CdA e liste presentate dagli azionisti (25 gg ante assemblea): essa è riscontrabile in 33 casi (pari al 65% del totale), mentre la fissazione di una *deadline* anticipata per la lista del CdA è minoritaria (17 casi, pari al 33% del totale)¹⁴.

Un analogo approfondimento è stato condotto sulle 11 società in cui la lista del CdA è stata effettivamente presentata (prima del 31/12/2020). Anche qui il termine allineato per tutte le liste è di gran lunga prevalente (in 7 casi su 11, pari al 64% del totale).

4. Conclusioni

La presentazione di candidature da parte del *Board* è lo standard internazionale e non è percepita come un evento ad alto rischio di autoreferenzialità, nemmeno quando le candidature includono rappresentanti di azionisti di rilievo. Le candidature proposte dal *Board* sono accompagnate da una *disclosure* del tutto standard, con sintetici riferimenti al processo di nomina, e sono pubblicate con l’avviso di convocazione dell’assemblea. La prassi italiana mostra in prevalenza date di deposito delle liste allineate per CdA e azionisti.

A parere di chi scrive, i dati riportati hanno implicazioni chiare per il Documento di Consultazione.

Anzitutto, siccome la presentazione di candidature da parte del CdA è la norma nel panorama internazionale, la scelta di formulare richiami di attenzione diretti quasi esclusivamente al tema della trasparenza appare condivisibile.

In secondo luogo, la Commissione potrà opportunamente calibrare i richiami di attenzione in funzione di ciò che è effettivamente necessario agli azionisti per valutare processo e qualità delle candidature. Riguardo al tema del congruo anticipo per la *disclosure* dei candidati, la prassi internazionale è ancorata alla data dell’avviso di convocazione dell’assemblea.

¹³ Le piccole differenze riscontrate rispetto al Documento di Consultazione (52 statuti e 11 liste presentate) sono spiegate dalla differente base dati utilizzata nel Rapporto FIN-GOV, consistente principalmente nelle ultime Relazioni sul Governo Societario disponibili. Le minime differenze riscontrate non influenzano la sostanza dei risultati prodotti nel testo.

¹⁴ Nello statuto di una società (controllata di diritto) è prevista una data ritardata (20 gg ante assemblea) per il deposito della lista del *Board*. Essa ha, quindi, una funzione meramente suppletiva; la disposizione statutaria è destinata cioè ad attivarsi solo in via eventuale, in caso di inerzia del socio di controllo. È appena il caso di precisare che in tale società il CdA non ha mai sfruttato tale facoltà.



In terzo luogo, esigenze di trasparenza si pongono relativamente a tutte le liste “lunghe” (N.candidati > 50% posti disponibili in CdA), che puntano per definizione a risultare “di maggioranza”. Due riflessioni si pongono a tal proposito:

- a) anzitutto, non pare plausibile che i soci organizzino un adeguato processo di selezione di candidati alternativi a quelli nella lista del CdA nei 5 giorni di differenza tra le date di deposito talvolta riscontrabili negli statuti societari. La selezione di tutti i candidati avviene – quindi – in parallelo.
- b) D’altro canto, quando si profila una “*contested election*” (quando sono state presentate due o più liste “lunghe”), esiste la possibilità che la votazione produca – di fatto – un cambio di controllo della società. In tali casi, tutti i contendenti potrebbero valutare l’opportunità di dare tempestivamente trasparenza alle proprie candidature, eventualmente fornendo informazioni riguardo ai propri progetti sul futuro della società.

Si confida di avere fornito alla Commissione dati e argomentazioni utili alla miglior calibratura dei richiami di attenzione oggetto di consultazione.

Prof. Massimo Belcredi



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. e S. Bozzi (2021) *Rapporto FIN-GOV sulla Corporate Governance in Italia*, 1 ed., Educatt, disponibile al sito: www.unicatt.it/FIN-GOV.

Belcredi, M., Bozzi, S. e C. Di Noia (2013): *Board elections and shareholder activism: The Italian experiment*, in Belcredi, M. e G. Ferrarini (eds.) *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 Mollo, A. (ed.) *Atti dei seminari celebrativi per i 40 anni dall'istituzione della Consob*, Quaderno Giuridico n.9, Consob, pp.19-52.

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: pp.697-766.

G20-OECD (2015) *G20/OECD Principles of Corporate Governance*, OECD Publishing.

ISS (2020) *Continental Europe Proxy Voting Guidelines. Benchmark Policy Recommendations*, disponibile al sito: <https://www.issgovernance.com/policy-gateway/voting-policies/>.