

Parere del COMI

Richiamo di attenzione – Lista del CdA

Il Gruppo di lavoro *Corporate Governance* e mercato del controllo societario, avendo esaminato come richiesto il Richiamo di attenzione in tema di *“Presentazione di una lista da parte del consiglio di amministrazione uscente per il rinnovo del medesimo consiglio”* posto in consultazione da Consob (d’ora in avanti, anche *“Richiamo di attenzione”*), esprime le seguenti osservazioni.

In via generale, si condivide l’approccio di Consob che, da un lato, presuppone la legittimità e compatibilità con l’ordinamento e il sistema del voto per liste dell’opzione statutaria che consente anche al CdA uscente di sottoporre ai soci possibili candidati: una soluzione come noto ormai adottata da numerosi emittenti, riconosciuta e in parte disciplinata dal Codice di Corporate Governance, diffusa all’estero (e non solo in sistemi anglosassoni a proprietà diffusa) e, nella prassi italiana, concretamente utilizzata in diversi casi da non pochi anni. D’altro lato, ugualmente apprezzabile è l’esigenza di chiarire, a fronte di una disciplina primaria che, almeno nel TUF, non affronta espressamente e in via generale il tema, talune regole o *best practices* volte a favorire trasparenza, correttezza e indipendenza nel procedimento di definizione della lista del CdA, coerenti con esigenze di tutela degli investitori e di maggiore certezza. In questa prospettiva va anche apprezzata la scelta di mantenere una certa flessibilità evitando soluzioni rigide e aprioristiche, scelta che appare funzionale proprio agli obiettivi suddetti e che ben si adatta a una supervisione basata sulle specifiche circostanze dei diversi casi.

Le osservazioni qui contenute si muovono dunque in una prospettiva di condivisione delle esigenze di tutela sottostanti il documento posto in consultazione, ma anche dell’approccio di fondo seguito e di numerose soluzioni proposte, pur offrendo alla riflessione dell’Autorità alcune considerazioni su specifici punti. Considerazioni che sono comunque coerenti, riteniamo, con lo spirito e gli obiettivi del documento Consob. Nell’esposizione seguiremo l’elencazione di punti contenuta nel Richiamo di attenzione, chiudendo l’analisi con alcune brevi spunti più generali sulle modalità dell’intervento.

Non è ovviamente necessario né opportuno, in questa sede, soffermarsi in generale sull’istituto in esame che, sebbene non oggetto di numerosi approfondimenti dottrinali editi, è ampiamente stato studiato nella prassi e dal Supervisore. Ci si limita solo a riportare alcuni dati empirici sul suo effettivo utilizzo in Italia dal 2013 ad oggi (si tratta di elaborazioni svolte da componenti del Gruppo su dati pubblici), dai quali ci pare utile prendere le mosse. Il primo grafico, con riferimento ai casi nei quali è stata effettivamente presentata una lista del CdA, mette a confronto la quota di partecipazione dell’azionista di maggioranza con la percentuale di voti ottenuta dalla lista del CdA in assemblea (calcolata, naturalmente, sul capitale rappresentato in assemblea).

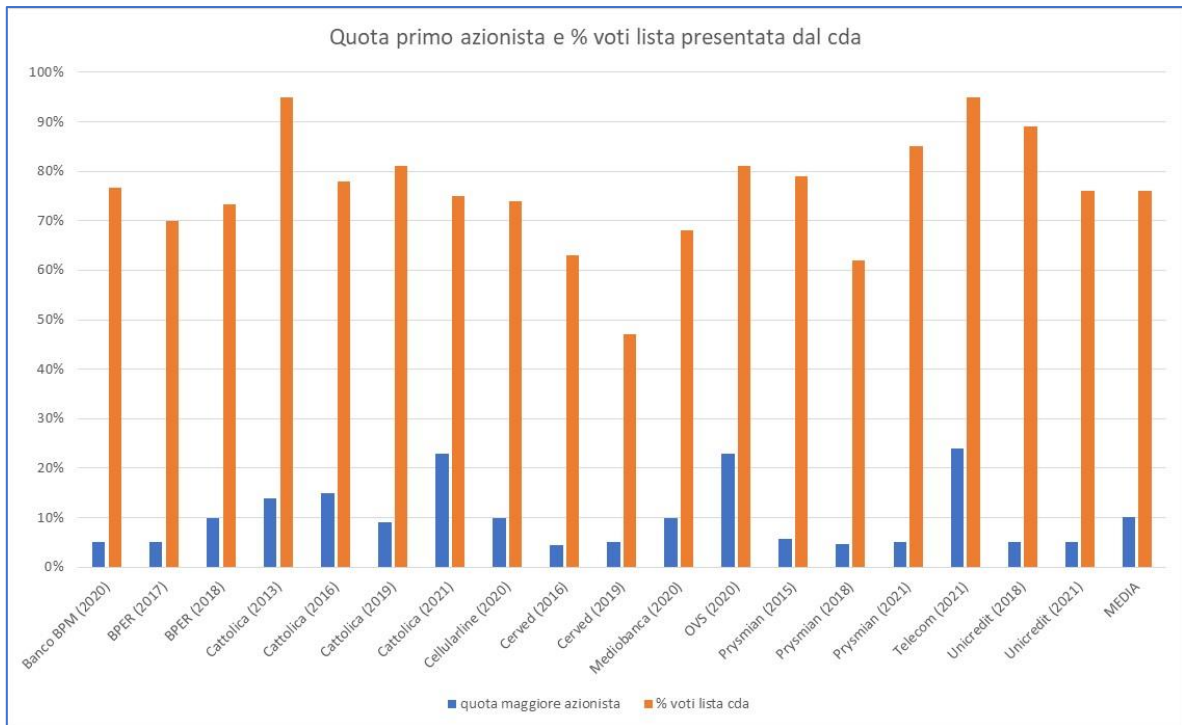


Figura 1

Fermi gli usuali *caveat* sull'impiego e l'interpretazione di statistiche, questi primi dati confortano l'idea che, nei casi in cui è stata utilizzata, la lista del CdA ha solitamente raccolto un ampio e significativo apprezzamento in sede assembleare, anche da parte di soci minori. Il secondo grafico subito sotto, invece, dà conto degli esiti delle votazioni nei casi in cui era presente una lista del CdA, indicando il numero di consiglieri eletti dalle liste del CdA, da quelle di azionisti investitori istituzionali, e da soci non istituzionali.

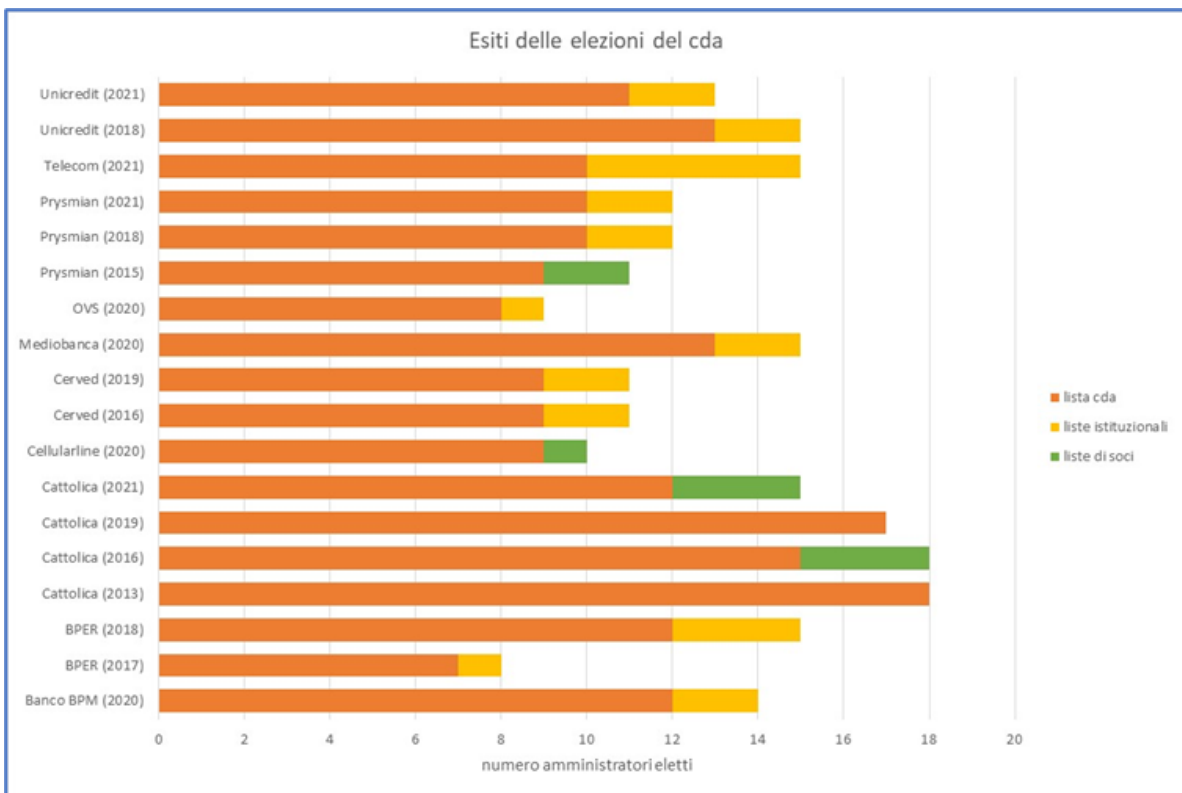


Figura 2

Sempre coi limiti di queste contenute evidenze empiriche, esse paiono pure corroborare l'idea che, nelle sue applicazioni, la lista del consiglio non abbia, nei fatti, "tolto spazio" alle minoranze, e in particolare agli investitori istituzionali⁽¹⁾.

Ciò posto, entriamo ora più nel merito dei singoli richiami di Consob seguendo l'elenco contenuto nel documento in consultazione, con un'unica premessa di ordine generale. Ferme le condivisibili cautele sottolineate dall'Autorità (e, peraltro, almeno in parte già adottate da diversi emittenti), va sempre tenuto a mente che la lista del CdA rappresenta una eventuale e ulteriore opzione proposta ai soci, che naturalmente non impedisce la presentazione di liste di soci, e viene comunque sottoposta al "referendum" assembleare; il procedimento per la sua formazione, inoltre, pur presentando talune peculiarità e specifiche complessità, è per definizione formalizzato e tracciabile, se non altro in quanto posto in essere da amministratori di un emittente soggetto a vigilanza, i quali in linea di principio assumono anche specifiche responsabilità, se non altro di ordine reputazionale.

- a) Trasparenza e documentabilità del processo di selezione.** – Pienamente condivisibile.
- b) Ruolo degli amministratori indipendenti.** – È certamente condivisibile che gli amministratori indipendenti abbiano un ruolo centrale nella elaborazione della lista. Ferma ovviamente la possibilità che i singoli emittenti possano decidere, anche in casi specifici, di costituire un comitato *ad hoc* per supportare il consiglio in questo compito (ovvero di modificare la composizione del comitato nomine), in via generale il comitato nomine, composto in prevalenza da indipendenti, appare tuttavia l'organo naturalmente preordinato a questo compito, coerente con e complementare alle altre funzioni che gli sono delegate (in primo luogo in materia di valutazione del consiglio, ma anche di sostituzione di singoli amministratori). Maggiori dubbi si esprimono, invece, sul richiamo per cui il coordinamento del processo potrebbe essere affidato al «presidente [del consiglio di amministrazione] eventualmente indipendente» (o altro soggetto). L'espressione pare suggerire che il coordinamento da parte di un presidente non in possesso dei requisiti di indipendenza sia inopportuno. Se questo è il significato del richiamo, occorre però osservare che il ruolo e peso degli indipendenti è comunque rilevante nelle scelte di merito e nelle votazioni, mentre il ruolo di coordinamento del Presidente, seppur importante e delicato, appare rientrare nelle sue fisiologiche prerogative e doveri e riguarda essenzialmente lo stimolo all'attività degli organi, la circolazione di informazioni e lo svolgimento di discussioni paritetiche e complete, come in ogni altra decisione od operazione. Non appare quindi necessario, né probabilmente opportuno, richiedere a tale soggetto un requisito di indipendenza che non gli è normalmente richiesto (basti pensare che ciò non è previsto nemmeno nelle operazioni con parti correlate, che possono certamente porre pericoli maggiori per soci e investitori e sono correttamente oggetto di disciplina più formale, analitica e rigorosa). Insomma, il Presidente deve sempre e comunque assicurare trasparenza e obiettività nel funzionamento dell'organo, e se vi fossero dubbi in questo particolare caso, dovrebbero esserci in numerosi altri: parrebbe quindi discutibile un approccio che, proprio e solo in questo caso, ponga in dubbio la funzione di garanzia all'ordinato svolgimento dei lavori collegiali normalmente affidata a tale soggetto, tenuto conto anche delle sue specifiche responsabilità. Ciò anche per ragioni eminentemente pratiche, attesa la possibile difficoltà nel "trasferire", temporaneamente e a fini limitati, le funzioni del Presidente a un diverso amministratore. Al più si potrebbe preferire che il Presidente non sia esecutivo, attesa la rilevanza dei (futuri candidati) esecutivi nella formulazione della lista; mentre l'indipendenza non appare a rigore necessaria.
- c) Interlocuzione con i soci.** – Naturalmente condivisibile il principio per cui eventuali interlocuzioni con i soci, se esistenti, siano quanto più possibile trasparenti e documentate, come peraltro ricavabile

⁽¹⁾ Il caso di Cattolica non può essere equiparato agli altri, se non altro per la forma societaria adottata.

anche dalle politiche e procedure di *engagement*, ma anche tenendo conto delle regole sulla *selective disclosure* di cui alle Q&A Consob, atteso che la materia può, in diversi casi, rappresentare proprio una situazione che giustifica un dialogo selettivo. Questa esigenza deve poi bilanciare anche ovvie esigenze di riservatezza, considerando pure la posizione di possibili candidati presi in esame e selezionati o meno. Pur comprendendosi lo spirito del richiamo secondo il quale la consultazione dovrebbe riguardare più i criteri quali-quantitativi di composizione della lista che i singoli nominativi, questa richiesta appare non necessaria e non del tutto realistica. Ciò sia perché nessuna regola o ragione sistematica impedisce che le discussioni, scambi e valutazioni riguardino specifici nominativi; sia e forse soprattutto perché spesso, nella realtà, proprio quei criteri quali-quantitativi si possono concretamente apprezzare e soppesare solo in relazione a profili individuali. Inoltre, l'invito a un possibile rinnovo della valutazione di indipendenza degli amministratori coinvolti nel processo, posto che non dovrebbe rappresentare un problema, appare in qualche modo superfluo: posto infatti che il coinvolgimento in questo procedimento non incide, di per sé, sui requisiti di indipendenza da TUF o da Codice di Corporate Governance, il consiglio e i singoli amministratori sono chiamati sempre e in via continuativa a valutare la persistenza dei requisiti in parola, posto anche che, come noto, il loro venir meno impone specifici doveri, può avere puntuali conseguenze (sino, al limite, alla decadenza) e richiedere specifici provvedimenti. Nemmeno in altri e forse ancor più delicati frangenti, come ancora le operazioni con parti correlate, è specificamente richiesto un "rinnovo" della valutazione di indipendenza *ad hoc*, ed è quindi discutibile che ciò sia richiesto o suggerito solo in questo caso. La presunzione, in mancanza di elementi nuovi che è peraltro obbligatorio rendere noti, dovrebbe essere che gli amministratori indipendenti restano tali. Da ultimo, si ricorda che almeno per taluni emittenti le interlocuzioni potrebbero utilmente riguardare anche *stakeholders* diversi dai soci (rappresentanti dei lavoratori, comunità locali, consumatori e clientela, ecc.), in fondo coerentemente con un più ampio movimento di attenzione a interessi diffusi. Senza ovviamente in alcun modo suggerire che ciò sia opportuno o necessario, è forse utile ricordare che, nel rispetto delle regole applicabili, ciò può essere consentito.

- d) Comportamento degli amministratori nelle votazioni sulla composizione della lista del CdA.** – Sebbene si deve condividere l'opportunità di una interpretazione sostanziale e ampia della nozione di interesse ai fini dell'art. 2391 c.c., e posto che assolvere gli eventuali obblighi di informazione e motivazione favorisce la trasparenza e non rappresenta un onere significativo, qui si suggerisce che il Richiamo di attenzione si limiti a invitare il consiglio e i suoi membri a valutare l'applicazione dell'art. 2391 c.c., senza prendere espressamente posizione (ma nemmeno escludendolo) sul fatto, ad esempio, che l'inclusione del nome di un consigliere nella lista per il futuro organo costituisca necessariamente un interesse rilevante *ex art. 2391 c.c.* Un margine di flessibilità lasciato ai singoli e all'organo pare preferibile per diverse ragioni: in primo luogo, è dubbio che la mera formulazione di una lista proposta ai soci rappresenti una "operazione" in senso tecnico nel contesto delle norme di riferimento (una "operazione", nel sistema del codice e della disciplina degli emittenti, è tipicamente un trasferimento di risorse); in secondo luogo, anche volendo superare questo elemento, non sono del tutto chiari i confini della fattispecie: a mero titolo di esempio, muovendosi in questa prospettiva, non si potrebbe arrivare a ritenere che un amministratore (attuale) *non* incluso nella lista dei candidati per il (futuro) organo abbia a sua volta un interesse, negativo, a opporsi a tale lista? In sintesi, considerata la difficoltà di fissare principi apriori validi in tutte le situazioni, e la circostanza che queste valutazioni sono preminentemente di fatto e devono tener conto della totalità delle circostanze, apparrebbe preferibile limitarsi a ricordare all'emittente l'opportunità di tali verifiche ma senza indicare soluzioni generali. In relazione alla motivazione "rafforzata" della delibera in presenza di interessi di alcuni amministratori, richiesta dalla legge, si osserva inoltre – sebbene ciò è probabilmente implicito nel testo presentato da Consob – che essa, più che alla lista nel suo complesso, potrebbe in alcuni casi doversi riferire a singoli nominativi in particolare in caso di

riconferma o comunque laddove si ritenga esistere un interesse, che difficilmente si riferisce all'elenco dei candidati nel suo complesso ma, appunto, a specifiche posizioni.

- e) **Rapporti di collegamento.** – È questo uno dei punti più delicati della materia e del Richiamo di attenzione. Si condivide l'impostazione dell'Autorità per cui le regole dettate in via generale sui criteri di collegamento (pur disciplinati dal Regolamento Emittenti in via esemplificativa e non esclusiva), si applicano in quanto compatibili anche alla lista del consiglio. Proprio in assenza di una disciplina primaria o secondaria puntuale, tuttavia, si rammenta che la verifica del collegamento al di fuori delle ipotesi presuntive attualmente previste in via regolamentare richiede una valutazione fattuale caso per caso. In questa prospettiva, fermo che si tratta certamente di elementi che possono rilevare in questa valutazione, possono sorgere dei dubbi sulla circostanza che la mera partecipazione o concorso di un amministratore che sia anche socio o esponente di un socio alla formulazione della lista del CdA integri senz'altro collegamento (caso *sub ii*) del punto in esame) con un'eventuale lista presentata da tale socio. Questo anche considerando la difficoltà di individuare con precisione le nozioni rilevanti, ma perché una simile conclusione potrebbe prestarsi a comportamenti strumentali. Laddove si volesse mantenere questo richiamo, si suggerisce almeno di valutare che la posizione dell'amministratore socio/esponente di un socio assuma rilievo per il collegamento *solo* laddove il suo voto sia stato determinante per l'approvazione della lista del CdA, una soluzione che pare peraltro coerente con l'approccio utilizzato dal TUF per escludere le seconde liste dalla selezione degli amministratori di minoranza.
- f) **Informazione sulla lista presentata dal CdA e modalità di formazione.** – È naturalmente condivisibile il richiamo alla rappresentazione trasparente ed esaustiva del procedimento di formazione e presentazione della lista. Si invita tuttavia a una certa cautela nel richiedere in via generale e astratta non solo di dichiarare se la lista sia stata approvata unanimemente o a maggioranza, ma anche a individuare specificamente il voto dei singoli amministratori sulla lista nominativa proposta, soluzione non prevista per altre pur delicate decisioni (come le OPC). Se, infatti, ciò può considerarsi una buona prassi almeno in alcuni casi, la delicatezza del tema suggerisce di valutare se sia preferibile rimettere questa scelta all'autonomia del singolo emittente piuttosto che a una prescrizione, seppur di *soft law*, di applicazione indistinta, tenuto anche conto che naturalmente Consob, nell'ambito dei propri poteri di informativa, potrà sempre ottenere e/o far pubblicare, nel singolo caso, tali informazioni.
- g) **Qualificazione dell'azionista come parte correlata.** – Nessun particolare commento, prendendo atto del potenziale rilievo degli elementi indicati, pur ricordando ovviamente la necessità di attenersi alla definizione di parte correlata prevista dagli IAS e, dunque, che la mera presenza nel consiglio di alcuni soggetti in consiglio non comporta automaticamente e di per sé una influenza notevole.

In chiusura di queste note sui singoli punti, come anticipato aggiungiamo poche e brevi osservazioni su profili di metodo o non espressamente legati ai richiami elencati.

Una prima notazione è quella di valutare la forma del provvedimento Consob. Da un lato appare apprezzabile, anche per la sua particolare flessibilità che tuttavia non ne sminuisce minimamente l'utilità, la scelta del Richiamo di attenzione, pur invitando la Commissione, quantomeno nel futuro e ricorrendone i presupposti, a considerare anche l'utilizzo di "raccomandazioni" sui punti più sicuri e non controversi, in quanto essi potrebbero dare ancor maggiore chiarezza al mercato. Diverse delle indicazioni contenute nel documento in commento, infatti, pur assumendo la forma tecnica del Richiamo di attenzione, hanno tenore eterogeneo, essendo alcune assimilabili a inviti a seguire una specifica *best practice*, altri abbiano contenuto maggiormente dubitativo, ed altri ancora essere interpretazioni di norme primarie o secondarie.

Una seconda osservazione è che, ferma la possibilità degli emittenti più diligenti di adeguarsi sin da subito a queste indicazioni, seppur implicito potrebbe precisarsi che esse hanno particolare rilievo per il futuro, di modo da dare appunto tempo e modo agli emittenti che lo ritengano di adeguarsi o comunque tenerne conto senza necessariamente alterare o creare incertezze su procedimenti eventualmente in corso.

Infine, un punto specifico: almeno in alcuni documenti informativi relativi a recenti quotazioni, la previsione statutaria della lista del CdA è stata indicata come fattore di rischio. Soprattutto alla luce di questi richiami della Commissione e del loro rispetto, ci si può domandare se sia corretto e coerente qualificare – o chiedere di qualificare – tale legittima scelta, in particolare quando fatta nel rispetto dei “paletti” ora suggeriti dalla Consob, come un elemento di rischio.