

*Relazione al decreto legislativo.* – La disposizione è oggetto di diversi interventi, il più rilevante dei quali è l'abrogazione del comma 2 che prevede obbligatoriamente il voto a scrutinio segreto per le elezioni delle cariche sociali.

Tale previsione si pone in contrasto con una delle finalità perseguite dalla disciplina delle società con azioni quotate in mercati regolamentati: la trasparenza del mercato del controllo societario (cfr. art. 91 Tuf).

In particolare, la disposizione in commento appare in aperta contraddizione sia con la disciplina della trasparenza delle partecipazioni rilevanti – relativa alla titolarità delle azioni ma soprattutto alla titolarità del diritto di voto – sia con la disciplina della pubblicità dei patii parasociali, con particolare riferimento ai patii di voto, di cui all'art. 122 Tuf. A tale ultimo riguardo, non appare coerente che, ai sensi dell'art. 122 Tuf, si richieda la pubblicazione dei patii parasociali, anche non scritti, tra i quali i patii di voto e consultazione, per rendere noti al mercato gli accordi tra soci che precedono lo svolgimento delle assemblee venendo ad influire sulla conoscibilità delle quotare e, contestualmente, si renda segreto l'effettivo esercizio del diritto di voto nelle sedi assembleari.

Inoltre, la predetta modalità di voto rende estremamente difficile l'accertamento da parte della Consob dei patii per i quali siano state omesse le comunicazioni ex art. 122 Tuf nonché il conseguente eventuale accertamento delle azioni di concreto rilevanti ai fini dell'obbligo di opa solidale di cui all'art. 109 Tuf.

Da un punto di vista civilistico, la norma è in contrasto con l'art. 2375, comma 1, secondo periodo, c.c., novellato dalla riforma del 2003, secondo il quale «il verbale deve indicare la data dell'assemblea e, anche in allegato, l'identità dei partecipanti e il capitale rappresentato da ciascuno; deve altresì indicare le modalità e il risultato delle votazioni e deve consentire, anche per allegato, l'identificazione dei soci favorevoli, astenuti o dissenzienti».

La norma pone altresì problemi all'esercizio del potere della Consob di impugnare le delibere assembleari delle quotare. In particolare, in caso di mancata comunicazione delle partecipazioni rilevanti ex art. 120 Tuf, in caso di mancata pubblicazione dei patii parasociale ex art. 122 Tuf in ipotesi di violazione della disciplina delle partecipazioni reciproche di cui all'art. 121 Tuf ovvero in caso di violazione della disciplina dell'opa obbligatoria ai sensi dell'art. 110 Tuf, è previsto un divieto di esercizio del diritto di voto. La Consob nel caso in cui il voto, nonostante il divieto, venga esercitato può impugnare la delibera assembleare se lo stesso è risultato determinante per l'assunzione della medesima delibera (c.d. prova di resistenza). Con la previsione del voto a scrutinio segreto non sarebbe consentito alla Consob, così come a tutti gli altri soggetti legittimati all'impugnativa (cfr. art. 2377 c.c.), di verificare se il soggetto che non risultava legittimato ad esercitare il diritto di voto ha votato risultando determinante per l'assunzione della delibera assembleare.

Infine, si segnala che il 18 gennaio 2006 è stata approvata in seno alla Commissione Finanza della Camera, ed accolta dal Governo, una risoluzione con la quale si impegna il Governo ad adottare iniziative normative per la soppressione della di-

sposizione in argomento. Ciò in considerazione della circostanza che la norma in discussione rischia di compromettere il principio «della trasparenza del mercato finanziario, sotto i profili della pubblicità dei patii parasociali e della conoscibilità della titolarità di voto delle partecipazioni rilevanti» nonché delle perplessità espresse da esponenti del Governo, «dalla Consob, dalla prevalente dottrina societaria nonché dalle più consapevoli associazioni rappresentative degli operatori del mercato finanziario».

Si è ritenuto necessario apportare alcune modifiche al comma 1, e ancora al comma 2, dell'articolo in commento al fine di dare effettività al voto di lista per l'elezione del consiglio d'amministrazione introdotto dalla l. n. 262 del 2005 e di assicurare la nomina dell'amministratore di minoranza, evitando nel contempo la presentazione di liste di mero disturbo: pertanto è stato attribuito alla Consob il potere di determinare con Regolamento la quota minima di partecipazione necessaria per la presentazione delle liste, al fine anche di differenziarla in ragione delle caratteristiche delle società. È stato inoltre previsto che le liste specifichino quali sono gli amministratori in possesso dei requisiti di indipendenza e consentito che lo statuto indichi, ai fini del riparto degli amministratori da eleggere, una percentuale minima di voti che ciascuna lista debba conseguire. Infine sono state chiarite meglio le caratteristiche della lista di minoranza.

Allo stesso modo si è ritenuto di intervenire sul comma 4 al fine di garantire sempre nel consiglio di amministrazione la presenza di almeno un amministratore indipendente (la disposizione vigente ne richiede la nomina solo quando il consiglio sia composto da più di sette membri), prescrivendone la decadenza alla perdita dei requisiti di indipendenza.

## Art. 142-bis

**SOMMARIO:** 1. Premessa. Le ragioni dell'intervento sulla *Corporate Governance*. – 2. Tutela del risparmio e diritto societario. – 3. Il concetto di "indipendenza". Indipendenza "oggettiva" e "soggettiva". – 4. L'amministratore indipendente. – 4.1. Criteri di "scollamento" ai fini della qualifica di amministratore indipendente. I codici di autodisciplina. – 4.2. Il ruolo (auspicio) dell'amministratore indipendente. – 5. L'amministratore di minoranza. – 5.1. Il voto di lista. – 6. *Disclosure vs. Opacity*: ragioni dell'introduzione e dell'abbandono del voto con scrutinio segreto. – 7. Requisiti di onorabilità. – 8. Riforma della disciplina delle società con azioni quotate e accomandite per azioni.

Commento di  
Daniele Vattermoio

1. Dopo la stagione degli interventi sugli organi deliberativi e di controllo in società, attuata massimamente con il Tuf con la l. n. 262 del 2005 si apre quella relativa all'organo di amministrazione, chiu-

dando così — almeno per il momento — il “cerchio” sul riassetto complessivo dell’ordinamento corporativo delle società quotate. Le novità introdotte dall’art. 1, l. n. 262 del 2005, così come modificato dall’art. 3, comma 13, d.lgs. n. 303 del 2006 sono, in sintesi, le seguenti: a) obbligatorià di nomina degli amministratori attraverso la presentazione e il voto di liste alternative di candidati; b) nomina (nelle società che adottano i sistemi tradizionale e monistico) di almeno un componente del consiglio d’amministrazione estratto da una lista di minoranza; c) presenza di almeno un consigliere indipendente (due, se il consiglio è composto da più di sette membri) nel sistema tradizionale e, in quello dualistico, se il consiglio di gestione è composto da più di quattro membri; d) previsione di requisiti di onorabilità per i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione e direzione.

Seppure ultimo in ordine cronologico, è indubbio che l’intervento sull’organo di gestione costituisce il più severo banco di prova per il legislatore italiano ai fini della costruzione di un efficace ed efficiente sistema di *corporate governance*. Va subito detto, peraltro, che anche in questo caso le modifiche muovono in direzione del “controllo” dell’operato del *management*, attuato però direttamente all’interno del consiglio di amministrazione: attraverso la previsione degli amministratori indipendenti e di minoranza, cioè, si introduce o istituzionalizza un ulteriore livello di guardia che, almeno nelle intenzioni del legislatore, dovrebbe operare in funzione “preventiva”, impedendo o ostacolando il compimento di atti viziati da valutazioni manifestamente opporunistiche da parte degli *executives*.

La legge sulla tutela del risparmio si caratterizza, su di un piano generale e per la parte che qui immediatamente interessa, per essere una normativa di “risposta”: risposta ai gravi dissesti finanziari degli

ultimi anni che, quasi come uno tsunami, dagli USA si sono propagati fino al vecchio continente<sup>1</sup>; è quasi superfluo evocare i casi della Enron e di Worldcom (per citare i più clamorosi) e quelli, a noi più vicini, della Cirio e di Parmalat.

Una preoccupazione, su tutte, sembra essere alla base della riforma: il mantenimento (o il ripristino) della “fiducia” degli investitori verso il sistema finanziario<sup>2</sup>. È noto, infatti, che le perdite subite dagli investitori, specialmente se dipendenti dalla constata insufficienza ed inefficienza delle regole di mercato, possono in concreto fungere da forte disincentivo ai successivi atti di investimento anche per i soggetti non direttamente coinvolti da quel dissesto, con conseguenze negative sia per le società che fanno appello al pubblico risparmio sia, ad un livello più generale, per il mercato stesso<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Così come di risposta deve essere considerato il *Sarbanes-Oxley Act* del 30 luglio 2002, che negli USA ha introdotto modifiche importanti sia al sistema di revisione contabile, sia al regime dei doveri degli amministratori e sia alle regole interne di *corporate governance*. Una puntuale ricostruzione delle vicende che hanno portato alla crisi della Enron e alla conseguente risposta dell’ordinamento americano attraverso il *Sarbanes-Oxley Act* si trova in TONELLO, *Corporate Governance*, 19 ss.

<sup>2</sup> È la stessa preoccupazione che, in ultima analisi, spinge i legislatori nazionali a predisporre meccanismi di vigilanza e speciali procedure di composizione della crisi delle imprese che operano nell’ambito dell’intermediazione finanziaria (cfr., per tutti, SANCHEZ ANDRES, *La nuova Legislación*, 117 ss.); anche se, va detto, nel fallimento di una società quotata non si registra quel rischio “meta-rischi” che è proprio della crisi degli intermediari (cfr. NICRO, *La gestione*, 280).

<sup>3</sup> È questa la premessa dalla quale parte la c.d. “teoria legale” (sulla quale cfr. LA PORTA, LOPEZ DE SILANES, SLEIFER, VISHNY, *Investor Protection*, 3 ss.), che individua un nesso tra eterotutela degli investitori e sviluppo del mercato finanziario. «Se l’ordinamento non offre adeguate garanzie, gli investitori, scontando la insufficiente protezione della capacità degli *investors*, saranno meno disposti ad affidare a questi i propri risparmi: la minore offerta di capitale e il maggior costo scoraggeranno il ricorso

Le conseguenze negative derivanti dalla possibile perdita di fiducia verso una determinata piazza finanziaria vengono, poi, amplificate dalla globalizzazione del mercato prodotta dalla progressiva internazionalizzazione delle imprese, con potenziali ripercussioni sul sistema-Paese. Il corretto funzionamento di efficaci strumenti di controllo dell’operato del *management* si pone in questo scenario come elemento di concorrenza tra ordinamenti: anche da questo punto di vista, dunque, si spiega l’intervento del legislatore italiano, il quale, a fronte dei gravi scandali di inizio secolo, non poteva certo mostrarsi inerte dinanzi alla comunità internazionale. Non essendo dunque la riforma il frutto di un meditato ripensamento sulla *corporate governance*, ma, come detto, la risposta a gravi fallimenti di mercato, è evidente che tale “concorrenza” nella specie non poteva attuarsi attraverso una “*race to the bottom*”<sup>4</sup>: se un segnale forte andava dato, sia all’interno sia all’esterno del mercato domestico, questo doveva assumere il carattere di un irrigidimento della disciplina imperativa, con conseguente restringimento dell’area lasciata all’autonomia statutaria<sup>5</sup>; ciò che

è puntualmente avvenuto con le norme che ci accingiamo ad analizzare. Bisognerebbe, ovviamente, attendere che i nuovi meccanismi entrino, per così dire, “a regime”, per verificare se le modifiche apportate dalla l. n. 262 del 2005 e dal d.lgs. n. 303 del 2006 abbiano giocato un ruolo soltanto dal punto di vista psicologico (o di facciata) o se, effettivamente, abbiano contribuito alla maggior efficienza del sistema.

<sup>4</sup> Cfr., per tutti, ROSSI, *Concorrenza*, 1317.

<sup>5</sup> Ossia la concorrenza attuata attraverso una progressiva deregolamentazione del mercato finanziario (modello Delaware, per intenderci). Sui vantaggi e gli svantaggi competitivi legati, da un lato, alla c.d. “*race to the bottom*” e, rovesciando il discorso, alla c.d. “*race for the top*”, cfr. EISENBERG, *The Structure*, 1461 ss.; WINTER, *The Race for the Top*, 1526 ss.; KAOURS, *Le Delaware Still a Haven*, 965 ss.; ROCK, *Saints and Sinners*, 1009 ss.; BEBCHUK, *Federalism and the Corporation*, 1435 ss.

<sup>6</sup> La disciplina dei mercati finanziari è, con è noto, influenzata non poco dalle crisi dei soggetti ivi operanti. Può infatti osservarsi come i legislatori nazionali siano portati ad ampliare lo spazio riserva-

to all’autonomia statutaria e al libero operare dei meccanismi (privati) di mercato a seguito di un lungo periodo di stabilità finanziaria ed a restituirlo, invece, in periodi di turbolenza. Esempio più evidente dell’esistenza di tale nesso può rinvenirsi nel settore bancario: cfr., per i vari ordinamenti, BONNEAU, *De quelques aspects*, 1717 ss.; DALE, *Bank Crisis Management*, 326 ss.; MILHAUPT, *Japan’s Experience*, 399; SWIRE, *Bank Insolvency Law*, 469; SANCHEZ ANDRES, *Las crisis bancarias*, 7.

<sup>7</sup> OPO, *Sulla «iprizia»*, 483 ss. In verità, già prima della riforma operata dal Tuf vi era stato chi aveva espresso dubbi in proposito, argomentando sulla base dell’obbligato art. 13, l. n. 149 del 1992 sull’opa: cfr., per tutti, GRIFPO, *Il recesso del socio*, 139.

ché non di un tipo nuovo si sarebbe dovuto parlare, quanto semmai di una versione "modificata" di quello già conosciuto.<sup>8</sup>

La riforma delle società di capitali intervenuta con il d.lgs. n. 6 del 2003, integrato dal d.lgs. n. 37 del 2004, pur accogliendo e "sanzionando" già sul piano del diritto comune l'effettiva diversità di disciplina tra le società per azioni aperte (con azioni, cioè, quotate o diffuse in misura rilevante tra il pubblico) e quelle chiuse, ha operato una sorta di armonizzazione (o, meglio, coordinamento) tra i due plessi normativi (c.c. e Tuf) il cui portato è sembrato essere stato proprio la riconduzione di tutte le società di cui al capo V del titolo V del libro V del c.c., siano esse aperte o chiuse, nell'ampio *genus* s.p.a.

Non so se fosse possibile, al momento dell'entrata in vigore del Tuf e, successivamente, con la riforma del 2003, parlare, con riferimento alle società quotate, di un autonomo tipo (o sottotipo) societario; né elementi decisivi in tal senso riesco a scorgerti nella nuova disciplina. Ciò che però pare indubbio è che la l. n. 262 del 2005 e il d.lgs. n. 303 del 2006 hanno impresso un'evidente accelerazione al processo di "distacco" delle società con azioni quotate dal modello più semplice di s.p.a., che non contempla, cioè, l'appello al pubblico risparmio, dando così nuova linfa ai sostenitori dell'autonomia tipologica. D'altra parte, la riforma si inscrive perfettamente nel processo evolutivo del complessivo diritto delle società, nel quale si assiste al progressivo superamento delle classificazioni tradizionali,

contrapponendosi, sul piano della disciplina dei tipi, non più le "società di capitali" alle "società di persone", ma le società che fanno appello al pubblico risparmio a quelle che invece non si rivolgono al mercato dei capitali per il proprio finanziamento. Alla "contrattualizzazione" della disciplina di queste ultime fa da *pendant* — e di ciò è prova proprio la norma che ci accingiamo a commentare — un sempre più marcato ruolo, per le società aperte, delle norme imperative che oggi, in Italia, si spingono sino al punto di regolare la composizione e la nomina dei componenti dell'organo amministrativo.<sup>9</sup>

Prima di passare all'analisi delle singole disposizioni è opportuna una precisazione: il titolo I della l. n. 262 del 2005 è rubricato «*Modifiche alla disciplina delle società per azioni*» e l'art. 1 di tale legge introduce una nuova sezione IV-bis al capo II del titolo III della parte IV del Tuf, rubricata «*Organi di amministrazione*». Ebbene, il riferimento contenuto nella rubrica del titolo I alle «*società per azioni*» è inesatto: le modifiche introdotte dalla legge, infatti, si riferiscono in generale agli «*Emitenti*» (titolo III) e, più in particolare, alla «*Disciplina delle società con azioni quotate*» (capo II), nell'ambito delle quali figurano non soltanto le s.p.a., ma anche, da un lato, le banche popolari (società cooperative per azioni a responsabilità limitata) e, dall'altro, le s.p.a.: non pare vi sia dunque il minimo dubbio che la novella abbia come teoriche destinatarie anche queste ultime. La particolare conformazione delle s.p.a. rende peraltro necessario, ai fini dell'applicazione concreta delle singole disposizioni introdotte dalla riforma, verificare se, ed eventualmente in quali limiti, le stesse siano

compatibili con lo statuto proprio degli amministratori-accomandatari.<sup>10</sup>

3. Osservando nel suo insieme l'art. 1 può scorgersi un elemento comune alle norme da questo recate (o, perlomeno, alla parte più consistente di queste): sembra in effetti che il legislatore abbia scemato, per la buona riuscita del suo intervento, sul concetto di "indipendenza".

Sia gli amministratori propriamente "indipendenti" sia quelli eletti dalla minoranza, cioè, dovrebbero contribuire alla maggiore efficienza dell'organo di gestione in quanto svincolati dal soggetto (o i soggetti) che, in punto di fatto o di diritto, detiene (detengono) il potere di indirizzare ed attuare le scelte strategiche dell'impresa collettiva. Prima di analizzare le forme in cui tale concetto ha trovato concreta traduzione nel dato positivo è necessario verificare esattamente "nei confronti di chi" alcuni componenti dell'organo di amministrazione debbono essere indipendenti.<sup>11</sup>

Per dar risposta al quesito è necessario partire da un dato concreto, ossia dalla particolare conformazione della struttura proprietaria delle società quotate italiane. Ebbene, il nostro sistema è caratterizzato dalla presenza di un gruppo di controllo che si attesta, in media, nell'ordine del 40% del capitale sociale: ciò significa che, almeno da un punto di vista teorico, il *management* non soltanto viene scelto dall'azionista di riferimento, ma da questo viene effettivamente indirizzato e controllato.<sup>12</sup> In tale contesto, il rischio maggio-

re è che l'organo di gestione "appiattisca" il suo operato sugli interessi propri del gruppo di comando: interessi che possono coincidere, o meno, con l'interesse generale al buon andamento dell'impresa sociale.

Partendo da tale premessa, le posizioni che possono essere più direttamente toccate da comportamenti opportunistici sono quelle degli azionisti di minoranza e dei creditori, attuali o potenziali, riproducendosi così nella sostanza gli stessi problemi — da tempo dibattuti — connessi alle politiche di gruppo. Peraltro, pur essendo quello appena segnalato il rischio maggiore, non è da escludere l'ulteriore pericolo che il *management* si muova secondo strategie volte al soddisfacimento di interessi personali o di terzi, diversi dall'azionista di controllo, presentandosi dunque anche in tale scenario i problemi di *agency* ampiamente studiati nei sistemi d'oltreoceano, dove la proprietà azionaria è estremamente diffusa (dove esiste, cioè, una "reale" *public company*) e dove quindi il rischio del perseguimento di interessi personali da parte dei *managers* è assai più consistente, non essendo facilmente individuabili centri di potere alternativi all'interno della compagine azionaria.<sup>13</sup>

L'indipendenza di parte dei componenti l'organo amministrativo deve dunque essere apprezzata, nel nostro sistema, nei confronti sia "degli azionisti di controllo" sia "degli amministratori esecutivi".

marzo dello stesso anno, si osserva come tra le 40 società selezionate, soltanto 6 (il 15%, cioè), di cui 3 cooperative, non presentavano alcun azionista o patto di maggioranza assoluta, relativa o di riferimento; mentre ben 16 (il 41%) avevano un azionista con (o più azionisti riuniti in un patto parasociale che aveva ad oggetto) una partecipazione superiore al 50% del capitale sociale.

<sup>14</sup> La situazione è ben illustrata da ROE, *Strong managers*, redatto in lingua italiana, ID, *Manager forti*.

<sup>15</sup> Cf., da ultimo e per tutti, FERRARINI, GIUDICI, *La legge*, 589. Indicazioni chiare in tal senso

<sup>8</sup> Per tutti, SPADA, *Tipologia delle società*, 213 ss.

<sup>9</sup> Il riconoscimento, o meno, dell'autonomia tipologica alle società con azioni quotate non si risolve in una mera disquisizione teorica, riverberando i suoi effetti sul piano della disciplina applicabile: sul punto cf. MONTALENTI, *La società quotata*, 57 ss.

<sup>10</sup> Osserva questo spostamento di prospettiva D'ALESSANDRO, *La provincia del diritto*, 34 ss.; più scettico MONTALENTI, *La società quotata*, 61.

In tale ottica si inquadrano facilmente sia gli amministratori indipendenti sia gli amministratori eletti dalla minoranza. Entrambe le figure traducono sul piano concreto il concetto di indipendenza nei termini appena specificati: si potrebbe dire che i primi incarnano l'indipendenza "oggettiva", mentre i secondi (quelli di minoranza, cioè) l'indipendenza "soggettiva". L'amministratore "indipendente" dovrebbe poter assicurare una gestione corretta dell'impresa sociale, in quanto pur (in ipotesi) nominato dall'azionista di controllo non è a questo collegato da alcun vincolo, personale o patrimoniale, che ne possa compromettere le capacità di giudizio; l'amministratore eletto dalla minoranza, pur non essendo oggettivamente indipendente, in quanto espressione di un determinato gruppo di individui, soddisfa ciò nonostante la medesima esigenza della corretta gestione imprenditoriale, in virtù della "tenzione" che introduce all'interno dell'organo di governo tra interessi (potenzialmente) contrapposti.

4. Gli amministratori indipendenti rappresentano un esempio tangibile di impostazione nel nostro ordinamento di istituti stranieri.

Gli *independent directors* costituiscono, infatti, una figura da tempo ben conosciuta nei paesi anglosassoni, e possono trarsi anche dal Commento *sub* art. 3 (*Administrators independent*) del Codice Picca, ove si legge: «Negli emittenti con azionariato diffuso l'aspetto più delicato consiste nell'allineamento degli interessi degli amministratori esecutivi con quelli degli azionisti. In tali emittenti, quindi, prevale un'esigenza di autonomia nei confronti degli amministratori esecutivi».

Negli emittenti con proprietà concentrata, o dove sia comunque identificabile un gruppo di controllo, pur continuando a sussistere la problematica dell'allineamento degli interessi degli amministratori esecutivi con quelli degli azionisti, emerge altresì l'esigenza che alcuni amministratori siano indipendenti anche dagli azionisti di controllo o comunque in grado di esercitare un'influenza notevole.

nosciuta negli ordinamenti anglosassoni, nei quali viene ad essi attribuito il ruolo di controllori dell'operato del *management*, onde prevenire eventi dannosi per gli azionisti dovuti all'esistenza di conflitti di interesse nella gestione della società. Negli USA, la sezione 303A del NYSE's *Listed Company Manual* — contenente le regole di *Corporate Governance* approvate dalla SEC nel novembre del 2003 — impone, anzi, che la maggioranza dei componenti del *Board of Directors* delle società ivi quotate siano indipendenti<sup>16</sup>. In quell'ordinamento, caratterizzato, come si è già anticipato, dall'esistenza di reali *public companies*, il rischio maggiore che si intende evitare è quello connesso ai problemi di *agency*; viceversa, non si pongono (o si pongono in misura decisamente più attenuata), i problemi legati all'abuso del potere di maggioranza, tipici negli ordinamenti, come il nostro, caratterizzati da una forte concentrazione azionaria. Conseguentemente, negli USA l'indipendenza viene apprezzata principalmente nei confronti dei *managers* e non nei confronti della proprietà.

Il dato — che è forse il più significativo, ma sicuramente non l'unico che poteva essere menzionato — è richiamato soltanto al fine di avvertire sin d'ora delle difficoltà che potrebbero sorgere per effetto del "trapianto" che si è inteso operare: in tali circostanze il rischio di "rigetto" è — si passi l'espressione — sempre dietro l'angolo<sup>17</sup>.

Peraltro, prima della riforma operata con la l. n. 262 del 2005 l'ordinamento comparso *in fine* a *majority of independent directors*, si legge infatti che «*Effettive boards of directors exercise independent judgement in carrying out their responsibilities. Requiring a majority of independent directors will increase the quality of board oversight and lessen the possibility of damaging conflicts of interest*».

<sup>16</sup> Nel commento alla *rule* secondo cui «*Listed companies must have a majority of independent directors*», si legge infatti che «*Effettive boards of directors exercise independent judgement in carrying out their responsibilities. Requiring a majority of independent directors will increase the quality of board oversight and lessen the possibility of damaging conflicts of interest*».

<sup>17</sup> Sul tema cfr., altresì, TICCI, *Macchiavelli*, 69.

italiano già contemplava la figura dell'amministratore indipendente. Con riferimento al sistema "tradizionale" di amministrazione e controllo, l'art. 2387, comma 1, c.c. stabilisce infatti che «*Lo statuto può subordinare l'assunzione della carica di amministratore al possesso di speciali requisiti di onorabilità, professionalità ed indipendenza, anche con riferimento ai requisiti di riguardo previsti da codici di comportamento redatti da associazioni di categoria o da società di gestione di mercati regolamentati*»; mentre per il sistema monistico l'art. 2409-*septiesdecies*, comma 2, c.c. prevede che «*Almeno un terzo dei componenti del consiglio di amministrazione deve essere in possesso dei requisiti di indipendenza stabiliti per i sindaci dall'art. 2399, comma 1, e, se lo statuto lo prevede, di quelli di riguardo previsti da codici di comportamento redatti da associazioni di categoria o da società di gestione di mercati regolamentati*». Inoltre, per entrambi i sistemi l'art. 2351, comma 5, c.c. consente che ai titolari di strumenti finanziari di cui agli artt. 2346, comma 6, e 2349, comma 2, «*sia riservata, secondo modalità stabilite dallo statuto, la nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione*».

A ciò va aggiunto che nella prassi quasi tutte le società con azioni quotate già presentavano all'interno dei propri consigli di amministrazione membri indipendenti, secondo le indicazioni contenute nel codice di autodisciplina redatto da Borsa italiana s.p.a. (c.d. "Codice Pre-ada"), del quale ci occuperemo di qui a breve.

<sup>18</sup> Su questa disposizione cfr. le osservazioni di SANDULLI, *sub* art. 2387, 438 ss. ove la corretta definizione di interesse della società come «*insieme degli interessi che hanno costituito il fondamento della sua costruzione e dell'esercizio della relativa attività di impresa*».

La riforma, dunque, non fa altro che istituzionalizzare un fenomeno conosciuto e in minima parte già disciplinato, designando un sistema così articolato: a) nel sistema di amministrazione e controllo tradizionale, «*almeno uno dei componenti del consiglio di amministrazione, ovvero due se il consiglio di amministrazione sia composto da più di sette componenti, devono possedere i requisiti di indipendenza stabiliti per i sindaci dall'articolo 148, comma 3, nonché, se lo statuto lo prevede, gli ulteriori requisiti previsti da codici di comportamento redatti da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria*» (art. 147-*quater* Turf).

4.1. Vediamo ora quali sono i criteri utilizzati dalla legge, prima, e dai codici di autodisciplina, poi, onde assicurare l'indipendenza del consigliere. È quasi superfluo osservare come l'efficacia della scelta normativa di imporre un amministratore indipendente passi in prima battuta proprio per una chiara e precisa indi-

viduazione dei criteri definibili di "scollamento" dello stesso dal gruppo di controllo e dagli amministratori esecutivi. A tal fine è però sin d'ora opportuno sottolineare come sia materialmente impossibile, a priori, scongiurare il pericolo di conflitti di interesse<sup>19</sup>; per quanto dettagliata e precisa sia la lista dei criteri utilizzati per valutare un amministratore come indipendente, ciò non toglie che nella fattispecie concreta il rispetto degli stessi possa rivelarsi del tutto insufficiente ai fini del raggiungimento dell'obiettivo perseguito<sup>20</sup>.

a) *Disciplina legale*. A livello legislativo, gli unici criteri per valutare l'indipendenza di un amministratore sono quelli contenuti negli artt. 2399, comma 1, c.c.<sup>21</sup> e 148, comma 3, Tuf, che disciplinano le cause di ineleggibilità dei membri dell'or-

<sup>19</sup> DENOZZA, *L'amministratore di minoranza*, 768.

<sup>20</sup> Nel commento alla *rule*, contenuta sempre nella sezione 303A del *NISSE's Listed Company Manual*, secondo la quale l'amministratore non è qualificato indipendente finché il *board of directors* non abbia determinato l'inesistenza di "material relationship with the listed company (either directly or as a partner, shareholder or officer of an organization that has a relationship with the company)", si legge che "it is not possible to anticipate, or explicitly to price for, all circumstances that might signal potential conflicts of interest, or that might bear on the materiality of a director's relationship to a listed company (...). Accordingly, it is best that boards making "independence" determinations broadly consider all relevant facts and circumstances".

<sup>21</sup> «Non possono essere eletti alla carica e, se eletti, decadono dall'ufficio: a) coloro che si trovano nelle condizioni previste dall'art. 2382; b) il coniuge, i parenti e gli affini entro il quarto grado degli amministratori della società, gli amministratori, il coniuge, i parenti e gli affini entro il quarto grado degli amministratori delle società da questa controllate, delle società che la controllano e di quelle sottoposte a comune controllo; c) coloro che sono legati alla società o alle società da questi controllate o alle società che la controllano o a quelle sottoposte a comune controllo da un rapporto di lavoro o da un rapporto continuativo di consulenza o di prestazione d'opera verbale, ovvero da altri rapporti di natura patrimoniale che ne compromettano l'indipendenza».

gano di controllo, che nella specie vengono, per così dire, presi in prestito. Il rinvio in sé alle norme destinate ad un altro organo genera subito un primo ordine di problemi: sia l'art. 2399, comma 1, lett. b), c.c., sia l'art. 148, comma 3, lett. b), Tuf, pongono quale causa di ineleggibilità (che nel nostro caso dovrebbe operare come causa di "dipendenza") il fatto che il soggetto sia «il coniuge, (un) parent(e) e (un) affin(e) entro il quarto grado degli amministratori della società ...». Or bene, tale criterio — costruito evidentemente su misura del sindaco — opera anche ai fini dell'indipendenza dell'amministratore? Sulla base di quanto affermato in precedenza direi proprio di sì: l'indipendenza, infatti, dovrebbe essere apprezzata sia nei confronti dell'azionista di controllo sia nei confronti degli *executives*; d'altra parte, il rinvio è operato senza neanche il filtro della compatibilità, sicché la norma richiamata deve essere applicata *telle quelle*.

Sciolto questo dubbio se ne pone immediatamente un altro ben più consistente: per essere eletto come amministratore indipendente, il soggetto deve essere tale rispetto a tutti gli altri amministratori — come suggerirebbero le norme testé richiamate — oppure è sufficiente che lo sia rispetto agli amministratori esecutivi o, in generale, ai "dipendenti"? La risposta può apparire agevole se si pensa all'indipendente nominato dalla maggioranza: in tale ipotesi viene quasi spontaneo — perché si è abituati a pensar male — rispondere nel senso della prima alternativa, ossia che lo stesso deve essere indipendente anche rispetto a ciascun altro componente del consiglio. Se però, si pone mente agli amministratori indipendenti eletti dalla minoranza, le cose potrebbero cambiare: immaginiamo che il consiglio sia composto da più di sette membri e che due di questi escano, appunto, da un lista di minoranza; orbene, in tale situazione sembra poco

giustificabile che questi non possano essere eletti entrambi come indipendenti perché legati tra loro, ad esempio, da un vincolo di affinità. D'altra parte, nel Codice Preda non è previsto alcun criterio di "dipendenza" legato ai rapporti (professionali o familiari) esistenti tra amministratori non esecutivi (cfr. artt. 3.C.1 e 3.C.2). Certo, la norma contenuta nell'art. 148, comma 3, lett. b), Tuf, parla genericamente di amministratori, non distinguendo tra esecutivi e non esecutivi o tra dipendenti e indipendenti, ma se si crede nella bontà del sistema che si è costruito, non v'è alcuna ragione che gli indipendenti debbano essere tali anche nei confronti degli altri indipendenti<sup>22</sup>. Se dovesse accogliersi quest'ultima interpretazione va da sé che la soluzione dovrebbe essere la stessa, sia che l'amministratore indipendente venga nominato dalla maggioranza sia che venga eletto nella lista di minoranza.

Un altro ordine di problemi, poi, si riconnette al mancato coordinamento delle norme richiamate, direttamente o indirettamente, dall'art. 147-ter l'art. 148, comma 3, Tuf, e l'art. 2399, comma 1, c.c.: non sono infatti identici nella loro formulazione. Il problema si pone, in particolare, per il sistema monistico di amministrazione e controllo; per questo, infatti, l'art. 147-ter, comma 4, secondo inciso, esclude l'applicabilità della norma contenuta nella prima parte della medesima disposizione, ai sensi della quale «In aggiunta a quanto disposto dal comma 3, almeno uno dei componenti del consiglio di amministrazione, ovvero due se il consiglio di amministrazione sia composto da più di sette componenti, deve possedere i requisiti di indipendenza

<sup>22</sup> Sarei più cauto, invece, con riguardo genericamente ai non esecutivi dipendenti legato, ad esempio, ad un non esecutivo dipendente eletto dalla maggioranza potrebbe, effettivamente, vedere limitata la propria autonomia di giudizio.

stabiliti per i sindaci dall'articolo 148, comma 3...», in quanto rimane applicabile il disposto dell'art. 2409-septiesies, comma 2, c.c., che a sua volta rinvia all'art. 2399, comma 1, c.c. Ora, il novellato art. 148, comma 3, lett. c) stabilisce che «Non possono essere eletti (amministratori indipendenti) e, se eletti, decadono dalla carica: c) coloro che sono legati alla società od alle società da questa controllate od alle società che la controllano od a quelle sottoposte a comune controllo ovvero agli amministratori della società e ai soggetti di cui alla lettera b) da rapporti di lavoro autonomo o subordinato ovvero da altri rapporti di natura patrimoniale o professionale che ne compromettano l'indipendenza». Tale norma, dunque, contempla tra i vari criteri di collegamento ai fini della qualifica come indipendente, anche i rapporti patrimoniali e/o professionali con gli amministratori dell'emittente, andando così a completare la previsione *sub* lett. a), che si occupa invece dei rapporti di tipo familiare (in senso lato) con gli stessi. La stessa previsione non è invece contenuta nell'art. 2399, comma 1, lett. c), c.c.: applicando alla lettera le disposizioni sin qui menzionate si dovrebbe dunque concludere nel senso che nel sistema monistico possono essere eletti come amministratori indipendenti anche soggetti che, per esempio, svolgono attività di consulenza professionale nei confronti degli amministratori esecutivi o, peggio, siano a questi legati da rapporti di lavoro subordinato. Una tale interpretazione non può però essere accolta.

In primo luogo, il sistema monistico si presenta — almeno sulla carta — come quello nel quale più di ogni altro risulta no pressanti le istanze di indipendenza, dalla maggioranza e dal *management*, di una parte degli amministratori, arteso che l'organo di controllo (il comitato per il controllo sulla gestione) è nominato al suo interno dallo stesso consiglio di amministrazione; tanto ciò è vero che l'art.

2409-*septiesdecies* non si accontenta della possibilità, offerta alle società non quotate con sistema tradizionale, che nell'atto costitutivo vengano previsti requisiti di indipendenza per la nomina degli amministratori (ex art. 2387, comma 1), richiedendo viceversa che almeno un terzo dei componenti del consiglio possieda tali requisiti. In secondo luogo, l'interpretazione qui avvertita porterebbe al risultato, privo di alcuna giustificazione logica, che mentre i componenti indipendenti del consiglio di amministrazione debbono essere eletti secondo i criteri stabiliti dall'art. 2399, comma 1, c.c., quelli del comitato per il controllo sulla gestione (art. 148, comma 4-ter e 154, comma 3), tra i quali quello eletto dalla minoranza (art. 147-ter, comma 3), debbono sottostare alle regole poste dall'art. 148, comma 3, Tuf. Infine, tali risultati potrebbero generare quei rischi di «arbitraggio normativo», dipendenti dal trattamento non omogeneo dei nuovi istituti nell'ambito dei diversi sistemi di amministrazione e controllo, che il legislatore ha inteso evitare, come si evince chiaramente dalla Relazione al progetto di legge, poi sfociato nella l. n. 262 del 2005.

Concludendo, credo che l'art. 147-ter, comma 4, secondo inciso, vada interpretato nel senso che non si applica al sistema monistico la regola che vuole almeno un amministratore indipendente (o due, nel caso di consiglio composto da più di sette membri), perché anche nelle società con azioni quotate vige il disposto dell'art. 2409-*septiesdecies* quanto al «numero» di amministratori indipendenti (almeno un terzo); fermo restando che anche in tale sistema debbono valere i (più rigidi) criteri di indipendenza fissati dall'art. 148, comma 3, Tuf.

b) *Codici di autodisciplina*. Sebbene l'art. 147-ter, comma 4, primo inciso, stabilisca che lo statuto «può» richiedere, ai fini della nomina dell'amministratore in-

dependente, gli ulteriori requisiti previsti da codici di comportamento redatti da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria, è indubbio che tali codici abbiano rappresentato, rappresentino e rappresenteranno un punto di riferimento importante per gli emittenti. Ciò non soltanto ai fini dell'individuazione dei criteri per la nomina dei consiglieri indipendenti (che, come vedremo, risultano più dettati di quelli fissati dalle norme di legge), ma anche, e soprattutto, in quanto nei Codici di autodisciplina — e, in particolare, nel Codice redatto da Borsa Italiana s.p.a. — vengono specificate le regole di *best practices* che dovrebbero guidare l'operatività di tali amministratori, attraverso l'indicazione di competenze, funzioni e poteri ad essi spettanti. Proprio in virtù della mera facoltà di adeguare lo statuto alle indicazioni contenute nei Codici di comportamento, la legge non prevede alcuna sanzione nel caso in cui la società rifiuti di adeguarsi a tali indicazioni<sup>23</sup>. Si è deciso, quindi, di adottare sul punto lo strumento *soft* dell'adesione volontaria<sup>24</sup>; non si tratta, peraltro, di una facoltà incondizionata, atteso che il sistema si regge sul principio del c.d. «*comply or explain*». In altre parole, gli emittenti possono decidere di non aderire, totalmente o parzialmente, al Codice di autodisciplina, ma è fatto obbligo alla società di spiegare al mercato le ragioni della mancata adesione o del mancato singolo adempimento (art. 124-bis Tuf)<sup>25</sup>.

<sup>23</sup> Va ricordato, peraltro, che Borsa Italiana S.p.A. considera l'adeguamento ad alcune parti del Codice condizione necessaria per essere ammessi a particolari segmenti di mercato (Star e Nuovo Mercato); sul punto cfr. PRESTI, *Tavola del risparmio*, 50.

<sup>24</sup> Il Principio introduttivo del Codice Preda si apre così: «L'adesione al presente Codice di Autodisciplina è volontaria».

<sup>25</sup> In argomento si è, peraltro, registrato un brusco cambiamento di rotta con il dlgs. n. 303 del

In questa sede si prenderà in considerazione il Codice di autodisciplina redatto da Borsa Italiana s.p.a., conosciuto come Codice Preda, nella versione del marzo 2006<sup>26</sup>, e, in particolare, la parte di questo dedicata ai criteri per la qualificazione di un amministratore come indipendente. Prima però va detto che i principi in esso contenuti si allineano — pur con qualche differenza — a quelli fissati nei diversi codici di autodisciplina che negli ultimi anni sono stati emanati in altri ordinamenti e da organismi internazionali (OECD, UE<sup>27</sup>). Si assiste, dunque, ad un processo

2006. L'art. 14, comma 1, lett. m), l. n. 262 del 2005 ha, infatti, introdotto una nuova sezione (I-bis) al capo II, del titolo III, del Tuf, nella quale figurano gli artt. 124-bis e ter il primo articolo impone l'obbligo di comunicazione al mercato di informazioni riguardanti l'adesione ai codici di comportamento e l'osservanza degli impegni a ciò conseguenti, motivando le ragioni dell'eventuale inadempimento; mentre il secondo stabiliva in origine, tra l'altro, che la Consob avrebbe dovuto vigilare sulla veridicità delle informazioni riguardanti l'adempimento degli impegni assunti dalla società per effetto dell'adesione ai Codici di comportamento; l'art. 192-bis (inserirlo dall'art. 36, l. n. 262 del 2005). Infine, sanzionava gli amministratori, i componenti degli organi di controllo e i direttori generali che nella comunicazione ex art. 124-bis divulgavano false informazioni circa l'adesione ai codici o l'osservanza degli impegni assunti. Ebbene, il dlgs. n. 303 del 2006 ha, da un lato, abrogato in parte dell'art. 124-ter che prevedeva il controllo da parte della Consob circa la veridicità delle informazioni rilasciate al mercato (art. 3, comma 11), e, dall'altro e conseguentemente, ha soppresso la parte dell'art. 192-bis che prevedeva appunto la sanzione per la divulgazione di informazioni non veritiere (art. 3, comma 21).

<sup>26</sup> Si tratta della terza edizione — consultabile sul sito [www.borsaitalia.it](http://www.borsaitalia.it) — che va a sostituire quella datata 2002 (la prima è del 1999). Sulle origini e l'evoluzione del Codice Preda, cfr., per tutti, PRESTI, *Tavola del risparmio*, 47 ss.

<sup>27</sup> OECD, *Principles*.

<sup>28</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Raccomandazione*, ove si legge, nel 3° considerando, che è necessario attribuire un ruolo più importante agli amministratori indipendenti «per ridare fiducia ai mercati finanziari».

seppur minimo di armonizzazione delle regole di *Corporate Governance*, attuato però non tanto a livello legislativo, quanto a livello autoregolamentare: ciò consente, tra l'altro, quel certo margine di elasticità nel recepimento di *best practices*, indispensabile per «adeguare» alcune delle soluzioni adottate in altri ordinamenti alle peculiarità del contesto socio-economico domestico<sup>28</sup>, in considerazione anche del fatto che — come la storia finanziaria insegna — non esiste un «single model of good corporate governance»<sup>29</sup>.

L'art. 3.C.1. del Codice Preda prevede che: «Il consiglio di amministrazione valuta l'indipendenza dei propri componenti non esecutivi avendo riguardo più alla sostanza che alla forma e tenendo presente che un amministratore non appare, di norma, indipendente nelle seguenti ipotesi, da considerarsi come non tissative»:

a) se, direttamente o indirettamente, anche attraverso società controllate, fiduciarie o in grado di esercitare su di esso un'influenza notevole, o partecipa a un patto parasociale attraverso il quale uno o più soggetti possono esercitare il controllo o un'influenza notevole sull'emittente;

b) se è, o è stato nei precedenti tre esercizi, un esponente di rilievo dell'emittente, di una sua controllata avente rilevanza strategica o di una società sottoposta a comune controllo con l'emittente, ovvero di una società o di un ente che, anche insieme con altri attraverso un patto parasociale, controlla l'emittente o è in grado di esercitare sullo stesso un'influenza notevole;

c) se, direttamente o indirettamente (ad

<sup>29</sup> Sul punto, in relazione alla spinta armonizzatrice della Comunità europea in tema di governo societario e sulla necessità di privilegiare soluzioni nazionali che tengano conto delle peculiarità di ciascun ordinamento, cfr. FERRARINI, *Armonizzare il governo societario*, 551 ss.

<sup>30</sup> Così OECD, *Principles*, 13.

esempio attraverso società controllate o delle quali sia esponente di rilievo, ovvero in qualità di partner di uno studio professionale o di una società di consulenza, ha, o ha avuto nell'esercizio precedente, una significativa relazione commerciale, finanziaria o professionale;

— con l'emittente, una sua controllata, o con almeno dei relativi esponenti di rilievo;

— con un soggetto che, anche insieme con altri attraverso un patto parasociale, controlla l'emittente, ovvero — trattandosi di società o ente — con i relativi esponenti di rilievo;

ovvero è, o è stato nei precedenti tre esercizi, lavoratore dipendente di uno dei predetti soggetti;

d) se riceve, o ha ricevuto nei precedenti tre esercizi, dall'emittente o da una società controllata o controllante una significativa remunerazione aggiuntiva rispetto all'entolamento "fisso" di amministratore non esclusivo dell'emittente, ivi inclusa la partecipazione a piani di incentivazione legati alla performance aziendale, anche a base azionaria;

e) se è stato amministratore dell'emittente per più di nove anni negli ultimi dodici anni;

f) se riceve la carica di amministratore esecutivo in un'altra società nella quale un amministratore esecutivo dell'emittente abbia un incarico di amministratore;

g) se è socio o amministratore di una società o di un'entità appartenente alla rete della società incaricata della revisione contabile dell'emittente;

h) se è uno stretto familiare di una persona che si trovi in una delle situazioni di cui ai precedenti paragrafi.

Mentre l'art. 3.C.2 chiarisce che: «Al fini di quanto sopra, sono da considerarsi "esponenti di rilievo" di una società o di un ente: il presidente dell'ente, il rappresentante legale, il presidente del consiglio d'amministrazione, gli amministratori esecutivi ed i dirigenti con responsabilità strategiche della società o dell'ente considerato».

Prima di passare ad analizzare le differenze più rilevanti tra i criteri testé riportati e quelli segnati dall'art. 148, comma 3, Tuf, va osservato, preliminarmente, che mentre questi ultimi si atteggiavano a vincoli "assoluti" alla facoltà di scelta del consigliere, quelli posti dal Codice Preda rappresentano, viceversa, dei "vincoli doppiamente relativi": ciò in quanto, da un lato, come si è detto, l'emittente è libera di adeguarvisi o meno e, dall'altro, lo stesso art. 3.C.1 precisa che soltanto «di norma» l'amministratore non appare indipendente nelle ipotesi ivi contemplate, con la conseguenza che pur aderendo al Codice, l'emittente può scegliere di nominare come indipendente un amministratore che ai sensi dell'art. 3.C.1 non sarebbe tale, ritenendo che nel caso concreto quest'ultimo goda di autonomia di giudizio. Inoltre, sempre su un piano generale, va detto che la strada scelta sia dal Codice sia dall'art. 148, comma 3, Tuf è quella di fornire criteri "negativi" ai fini della qualificazione; forse sarebbe stato opportuno indicare, in particolare nel Codice di autodisciplina, anche criteri "positivi" che fungessero da esempi di indipendenza, sulla falsariga di quanto suggerito in ambito internazionale<sup>31</sup>.

1) Cominciamo dai vincoli (*lato sensu*) "familiari". In tale ambito i criteri ex Codice Preda appaiono, per un verso, più stringenti e, per altro, meno rigidi di quelli posti dall'art. 148, comma 3. Più stringenti perché i vincoli familiari che impongono ad un individuo di essere consi-

<sup>31</sup> OECD, *Principles*, 64: «In defining independent members of the board, some national principles of corporate governance have specified quite detailed presumptions for non-independence which are frequently reflected in listing requirements. While establishing necessary conditions, such "negative" criteria defining when an individual is not regarded as independent can usefully be complemented by "positive" examples of qualities that will increase the probability of effective independence».

derato indipendente si riferiscono anche a soggetti non contemplati dalla norma di legge (es. azionista di controllo (lett. a); ex amministratori dell'emittente (lett. b); coloro che hanno o hanno avuto una relazione finanziaria, commerciale o professionale con l'emittente, ecc. (lett. c); amministratore esecutivo di una società a non controllata né controllante l'emittente (lett. f e g)). Meno rigidi perché, in primo luogo, l'art. 148, comma 3, lett. b) si riferisce ai familiari degli amministratori della società (della controllata, della controllante e delle società sottoposte a comune controllo), non distinguendo tra esecutivi e non esecutivi ed indipendentemente dal fatto di aver ricevuto emolumenti aggiuntivi [lett. d) dell'art. 3.C.1]; e, in secondo luogo, perché l'espressione «stretto familiare» di cui alla lett. h) dell'art. 3.C.1 sembra poter comprendere un ventaglio di relazioni più circoscritto rispetto al «*convinge, i parenti e gli affini entro il quarto grado*», di cui all'art. 148, comma 3, lett. b).

ii) Vincoli "patrimoniali". In tale ambito — nel quale possiamo far confluire, oltre ai vincoli patrimoniali *stricto sensu*, anche quelli professionali, commerciali e finanziari — i criteri previsti dal Codice di autodisciplina sono decisamente diversi da quelli posti dall'art. 148, comma 3, lett. c), Tuf. Quest'ultima disposizione, come visto, si limita a stabilire che non possono essere eletti come amministratori indipendenti i soggetti legati all'emittente (o ad una controllante, una controllata o ad una società sottoposta a comune controllo) o agli amministratori di questa, o ai soggetti indicati dalla precedente lett. b), «*da rapporti di lavoro autonomo o subordinato ovvero da altri rapporti di natura patrimoniale o professionale che ne compromettono l'indipendenza*»; mentre l'art. 3.C.1 lett. c) parla, da un lato, di una «*significativa relazione commerciale, finanziaria o professionale*», attuale o inattu-

nuta nell'esercizio precedente e, dall'altro, specifica che la relazione è rilevante se inattenuata, direttamente o indirettamente, con l'emittente, una sua controllata o con alcuno dei relativi esponenti di rilievo, ovvero dell'azionista di maggioranza (con esclusione, quindi, dei rapporti con la controllante, con le società sottoposte a comune controllo e con gli amministratori non esecutivi); ancora, il criterio posto dal Codice di autodisciplina considera rilevante anche il rapporto di lavoro subordinato già cessato, se la persona che si intende eleggere sia stato lavoratore dipendente di uno dei soggetti summenzionati in uno dei precedenti tre esercizi. Infine, mentre non è possibile, ai sensi dell'art. 148, comma 3, lett. b) e c) eleggere come amministratore indipendente, ad esempio, l'avvocato del coniuge di un amministratore, ciò, viceversa, sarebbe possibile in base alle regole fissate nel Codice, ai sensi delle quali, però, non potrebbe essere qualificato indipendente il coniuge dell'avvocato dell'amministratore (art. 3.C.1, lett. c) e h)), che invece non è dipendente secondo l'art. 148, comma 3, Tuf.

Non è comunque questa la sede opportuna per elencare tutte le possibili ipotesi di mancato allineamento delle regole contemplate nel Codice con i criteri fissati dalla norma di legge: è qui sufficiente ribadire la diversa natura dei vincoli imposti da quest'ultima ed avvertire dell'ampio margine di discrezionalità che governa questa delicata materia<sup>32</sup>. In generale, però, può dirsi che la differenza più rilevante tra i criteri posti dall'art. 148, comma 3 e quelli fissati dal Codice risiede nel

<sup>32</sup> Quando può dirsi, ad esempio, che il soggetto che si intende eleggere è legato alla società da rapporti di natura patrimoniale o professionale « *tali da compromettere la sua indipendenza*»? E ancora, come va intesa la «*significatività*» della relazione commerciale, finanziaria o professionale, rilevante ai fini dell'indipendenza del consigliere, ex art. 3.C.1, lett. c), Codice Preda?

fatto che questi ultimi comprendono "espressamente" anche una serie di vincoli relazionati con l'azionista di maggioranza (o con coloro che riuniti in un patto parasociale detengono il controllo dell'emittente), che invece non è dato riscontrare nella norma di legge, salvo il riferimento in essa contenuto alla «*società controllante*», di cui alla lett. c). Solo per questo peculiare "azionista di maggioranza" è, quindi, sicuro che valgono i criteri di "scollamento" posti dall'art. 148, comma 3: per tutti gli altri la soluzione è assai più dubbia, atteso che la norma sembra essere dettata proprio nell'ottica specifica del gruppo di società: ciò che rappresenta, specialmente in ordinamenti come il nostro e per le ragioni in precedenza esposte, una lacuna difficilmente giustificabile.

4.2. L'amministratore "indipendente", si è detto, incarna l'indipendenza "oggettiva" rispetto sia all'azionista di controllo sia agli altri amministratori. Per tale motivo, risulta — in teoria — del tutto indifferente chi materialmente procede alla sua nomina: lista di maggioranza o di minoranza o elezione da parte del consiglio di sorveglianza. Le caratteristiche non variano e sono prestabilite, come visto, per un verso, dall'art. 148, comma 3, Tuf, e, per altro verso, dai codici di autodisciplina.

a) Sebbene la figura sia pensata in un'ottica di controllo dell'operato dei *managers* — e tanto ciò è vero che l'art. 3.P.1 del Codice Preda si apre stabilendo che «*Un numero adeguato di amministratori non esecutivi sono indipendenti...*» — nulla in teoria esclude che l'amministratore indipendente entri a far parte degli *executives*: d'altra parte, se è pur vero che la componente di controllo è importante, non meno rilevante appare quella strategica e attuativa. La corretta gestione, in altre parole, passa anche — e soprattutto, direi —

attraverso procedure decisionali improntate al perseguimento dell'obiettivo della creazione di valore per tutti gli azionisti (attuali, ma anche potenziali), che per essere tali necessitano di un'assoluta autonomia di giudizio da parte dei soggetti investiti di tale funzione; autonomia di giudizio che dovrebbe rappresentare il tratto caratteristico, proprio, degli amministratori indipendenti. E, dunque non soltanto possibile, ma auspicabile che negli statuti delle società quotate gli amministratori indipendenti non vengano confinati al ruolo di guardiani (come una sorta di sindaci nel consiglio di amministrazione); non credo, cioè, sia necessario attendere ulteriori scandali finanziari per giungere a tale soluzione, che a quel punto sarebbe con tutta probabilità imposta *ex lege* e per tutti i componenti dell'organo di gestione.

Ne è a dirsi che in tal modo vengono depotenziati i diritti della maggioranza a nominare soggetti di "fiducia": una cosa è, infatti, assicurare al gruppo di controllo la scelta di un determinato soggetto come amministratore e altra, invece, è assicurare che questo soggetto sia "di parte".

Resta il fatto, però, che attualmente gli amministratori indipendenti vengono equiparati ai non esecutivi, ossia a quegli amministratori che non rivestono deleghe operative o funzioni direttive nell'ambito della società: in particolare, essi dovrebbero svolgere il loro compito all'interno di comitati ristretti creati in seno al consiglio di amministrazione, per materie particolarmente delicate (nomina e remunerazione dei componenti il CdA, controllo interno di gestione)<sup>35</sup>, nelle quali cioè rimane

sulta decisivo il controllo sull'operato dei *managers* (ma anche dell'azionista di maggioranza) in quanto fonte di potenziali conflitti di interesse.<sup>36</sup>

Tra i ruoli più significativi che può ricoprire l'amministratore indipendente vi è quello c.d. di *lead independent director*: la creazione di tale figura viene raccomandata dalle *best practices* internazionali nelle ipotesi in cui vi sia un cumulo delle cariche di Presidente e *chief executive officer* (CEO)<sup>35</sup> o nel caso in cui il primo sia anche la persona che controlla l'emittente; tale amministratore dovrebbe lavorare a stretto contatto con il Presidente, fungendo da *mit d'mittion* tra quest'ultimo e gli altri amministratori non esecutivi (specialmente se indipendenti), di modo che, da un lato, il Presidente possa da questi ricevere suggerimenti e consigli sulla strategia che si intende adottare e, dall'altro, sia assicurato un flusso costante (o comunque tempestivo) e completo di informazioni a favore degli indipendenti.

Vi è infine da chiedersi se, ed eventualmente in che modo, cambia il ruolo degli amministratori indipendenti nel caso in cui gli stessi siano nominati — come è pure possibile e, anzi, in alcuni casi,

<sup>35</sup> *obiettivi prefissati*. La valutazione circa l'adeguatezza del sistema di controllo interno è rimessa, ai sensi del principio 8.P.3, al consiglio di amministrazione e, a tal fine, lo stesso dovrebbe costituire un comitato per il controllo interno, «composto da amministratori non esecutivi, la maggioranza dei quali indipendenti», e «elettivo e controllato da altra società quotata, il comitato per il controllo interno è composto esclusivamente da amministratori indipendenti» (principio 8.P.4). Sui rapporti tra il comitato per il controllo interno e il collegio sindacale cfr. *infra*, sub art. 2.

<sup>36</sup> Cfr. COMMISSIONE, *Raccomandazioni*, punti 4-6.

<sup>35</sup> Nel commento alle regole contenute nell'art. 2 del Codice Preda si legge che il CEO deve essere inteso «come amministratore che, in virtù delle deleghe ricevute e dell'esercizio in concreto delle stesse, è il principale responsabile della gestione dell'emittente» (19).

come nel sistema monistico, imposto — dalla minoranza.<sup>36</sup> Se, infatti, come si è detto, da un punto di vista delle caratteristiche soggettive nessuna differenza può riscontrarsi, atteso che i criteri di nomina non variano al variare del soggetto che procede all'elezione, diversa potrebbe essere la situazione riguardo all'*animus* con il quale l'amministratore nominato si predispone allo svolgimento dell'incarico.

Teoricamente, il ruolo svolto dall'amministratore indipendente che sia anche di minoranza non dovrebbe mutare rispetto a quello ricoperto dall'omologo eletto dalla maggioranza<sup>37</sup>; resta il fatto che, sempre dal punto di vista teorico, lo stesso si presenta — rispetto all'indipendente eletto dalla maggioranza — al contempo più svicolato dall'azionista di controllo, ma meno indipendente dall'azionista di minoranza che lo ha nominato. È presumibile, quindi, che l'indipendente di minoranza sarà portatore dell'interesse particolare di una parte degli azionisti confondendosi, in ultima analisi, con l'amministratore di minoranza *tout-court*. Ciò potrà spingere l'azionista di maggioranza a presentare liste nelle quali gli indipendenti siano collocati agli ultimi posti, di modo che quello (eventuale) eletto dalla lista di minoranza vada a coprire proprio uno dei seggi assegnati (per legge o per statuto) agli indipendenti, riducendo in tal modo la presenza di soggetti "non allineati" nel consiglio di amministrazione.

<sup>36</sup> Il sistema di elezione dell'amministratore di minoranza dovrebbe, di per sé, assicurare l'indipendenza di tale soggetto dall'azionista di maggioranza (Salvo quanto previsto dall'articolo 2409-septiesdecies del codice civile, almeno uno dei componenti del collegio di amministrazione è espresso dalla lista di minoranza che abbia ottenuto il maggior numero di voti e non sia collegata in alcun modo, neppure indirettamente, con i soci che hanno presentato o rotato la lista risultata prima per numero di voti»: art. 147-ter, comma 3, Tuf). Sul punto cfr. più diffusamente *infra*, § 5.1.

<sup>37</sup> In questo senso cfr. OLIVIERI, *Amministrazione indipendenti*, 29.



b) Vediamo ora quale potrebbe essere il "passo" dell'amministratore indipendente nei tre sistemi di amministrazione e controllo.

Su di un piano generale, va detto che esiste una grande differenza tra il sistema tradizionale e quello monistico, da un lato, e quello dualistico, dall'altro. In quest'ultimo, infatti, la nomina di un amministratore indipendente è meramente eventuale: l'art. 147-*quater*, infatti, stabilisce che soltanto «*Qualora il consiglio di gestione sia composto da più di quattro membri, almeno uno di essi deve possedere i requisiti di indipendenza stabiliti per i sindaci dall'art. 148, comma 3, nonché, se lo statuto lo prevede, gli ulteriori requisiti previsti dai codici di comportamento redatti da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria*». Se a questo si aggiunge che per il sistema dualistico non è prevista neanche la nomina di un amministratore di minoranza, ci si avvede di come in realtà le modifiche introdotte dalla l. n. 262 del 2005 non siano affatto omogenee nei tre sistemi.

Nel sistema tradizionale, poi, l'amministratore indipendente — o gli amministratori indipendenti, per i consigli con più di sette membri — potrebbe di fatto essere emarginato, specialmente se, attraverso un'oculata strategia statutaria, il gruppo di controllo riuscisse a far coincidere questo con l'amministratore eletto dalla minoranza: il rischio è, cioè, che nel coro del consiglio di amministrazione quella dell'amministratore indipendente sia solo una voce isolata.<sup>35</sup>

Dove invece l'amministratore indipendente giuoca un ruolo di primo piano è nel sistema monistico. In questo, come si è visto, almeno un terzo dei componenti del consiglio di amministrazione deve posse-

dere i requisiti di indipendenza stabiliti dall'art. 148, comma 3: è presumibile che tutti gli indipendenti confluiscono, poi, nel comitato per il controllo sulla gestione, insieme a quello eletto dalla minoranza che ne è *ex lege* presidente (art. 147-*ter*, comma 3 e 148, commi 2-*bis* e 4-*ter*). È evidente, in ogni caso, che questo sistema — ove i controllati eleggono i controllori — può funzionare soltanto se, e nella misura in cui, gli indipendenti siano effettivamente tali, sia nei confronti degli *executives* sia nei confronti dell'azionista di controllo.

5. A differenza dell'amministratore "indipendente", quello di minoranza non era previsto né dal codice civile<sup>36</sup>, né dal Tuf e non era contemplato neanche dal Codice di autodisciplina. Peraltro, anche l'amministratore di minoranza non era del tutto sconosciuto al nostro ordinamento: l'art. 4, d.l. n. 332 del 1994 (conv. in l. n. 474 del 1994), infatti, prevede per le società privatizzate l'obbligo di elezione del consiglio di amministrazione attraverso il voto di lista, precisando altresì che «*alle liste di minoranza dovrà essere riservato almeno un quinto degli amministratori (...) con arrotondamento, in caso di numero frazionario inferiore all'unità, all'unità superiore*».<sup>37</sup>

All'indomani dell'entrata in vigore della l. n. 262 del 2005, una parte della dottrina ha sostenuto che «risulta abbastanza evidente come, nelle intenzioni del legislatore storico, la nomina (meramente even-

tuale, in quanto dipendente dal numero dei componenti del CdA) di un consigliere indipendente svolga una funzione ancillare e di supporto rispetto a quella — considerata evidentemente più incisiva — dell'amministratore eletto dalla minoranza».<sup>38</sup> Tale osservazione traeva spunto dall'originaria formulazione dell'art. 147-*ter*, comma 4, ai sensi del quale la nomina dell'amministratore indipendente era obbligatoria soltanto se il consiglio di amministrazione risultava composto da più di sette membri. Oggi, a seguito delle modifiche introdotte dall'art. 3, comma 13, d.lgs. n. 303 del 2006, che — come visto — ha reso in ogni caso obbligatoria la presenza

di almeno un amministratore indipendente<sup>42</sup>, non credo si possa parlare ancora di funzione ancillare e di supporto da quest'ultimo svolta a favore dell'amministratore eletto dalla minoranza. Direi, anzi, all'opposto che se esiste una figura certa nel rinnovato consiglio di amministrazione delle società quotate, questo è proprio l'amministratore indipendente: ciò in quanto, pur se l'art. 147-*ter*, comma 1, prevede come obbligatoria la nomina dei componenti del consiglio d'amministrazione attraverso la presentazione di liste, e il successivo comma 3 stabilisce che almeno uno di tali componenti è espresso dalla lista di minoranza che abbia ottenuto il maggior numero di voti, resta il fatto che alla previsione statutaria (come detto obbligatoria) deve seguire un determinato comportamento, ossia la presentazione di liste alternative da parte della minoranza, per tradurre sul piano concreto il precetto normativo.<sup>43</sup> Senza contare, poi, che, da un lato, «*Lo statuto può prevedere che, in*

*fini del riparto degli amministratori da eleggere, non si tenga conto delle liste che non hanno conseguito una percentuale di voti almeno pari alla metà di quella richiesta dallo statuto per la presentazione delle stesse*» (art. 147-*ter*, comma 1, ult. inc.) e, dall'altro, l'amministratore di minoranza non è contemplato nel sistema dualistico (cfr. art. 147-*quater*)<sup>44</sup>.

È dunque possibile che gli azionisti di minoranza non vogliano presentare liste alternative; oppure, pur volendolo, non raggiungono la percentuale fissata nello statuto per la presentazione della lista, che

<sup>35</sup> Diversamente, sul punto, BIANDINI, *Riforma del risparmio*, 272, nota 17, il quale ritiene, sulla scorta dell'art. 1, comma 6-*bis*, Tuf, che l'art. 147-*ter*, pur riferendosi al consiglio di amministrazione, sia in realtà applicabile anche al consiglio di gestione del sistema dualistico. L'interpretazione, che pure condurrebbe ad un risultato auspicabile, non può essere accolta. Il legislatore, nelle norme introdotte dall'art. 1 l. n. 262 del 2005, utilizza, infatti, in maniera propria il termine «*consiglio di amministrazione*» come è reso evidente dal fatto che l'art. 147-*ter* si occupa di precisare quali regole in esso contenute non si applicano al sistema monistico, mentre nessuna menzione è fatta al sistema dualistico, che invece è oggetto di disciplina nel successivo art. 147-*quater*, rubricato, appunto, «*consiglio di gestione*». D'altra parte, l'intenzione del legislatore emerge chiaramente nella *Relazione al progetto di legge*, nella quale si osserva che: «il descritto schema non si è ritenuto invece inerentemente proponibile per le società organizzate secondo il sistema dualistico, fondato su un consiglio di sorveglianza e su un consiglio di gestione nominato da quest'ultimo fra soggetti ad esso estranei. Infatti, poiché in questo modello l'organo amministrativo non è nominato dall'assemblea, risultava impossibile assicurare la partecipazione della minoranza attraverso un sistema d'elezione (...)». La presenza di un membro di minoranza (fornito degli ulteriori poteri determinati dall'articolo 2) nel consiglio di sorveglianza si è ritenuta comunque sufficiente al raggiungimento dei fini sopra illustrati, nel quadro dei rapporti che intercorrono in questo modello fra l'organo d'amministrazione e l'organo di controllo. Ci si è pertanto limitati a richiedere, in questo caso, che, qualora il consiglio di gestione sia composto di più di quattro membri, almeno uno dei suoi componenti sia fornito dei prescritti requisiti di indipendenza».

<sup>36</sup> Peraltro, l'art. 2368, comma 1, ult. inc., c.c., consentendo che lo statuto stabilisca norme particolari per la nomina alle cariche sociali, è stato da taluno interpretato proprio nel senso che è possibile prevedere statutariamente una rappresentanza delle minoranze nel consiglio: sul punto cfr. COTTINO, *Diritto commerciale*, 410; CASSELLI, *Problemi*, 84 e, da ultimo, FERRELLI, *Manuale*, 346.

<sup>37</sup> Sul voto di lista nelle società privatizzate cfr., per tutti, JAEGER, *Privatizzazioni*, 6 ss.

<sup>38</sup> Dubbi in tal senso sono espressi anche da ABBADESSA, *Mostrare regole*, 540.

comunque non può essere superiore a quella decisa dalla Consob; o, ancora, che pur avendo presentato una lista alternativa, la stessa non abbia raggiunto un numero sufficiente di voti per ottenere l'elezione di un componente nel consiglio d'amministrazione dalla stessa espresse; o, infine, che l'emittente abbia adottato il sistema dualistico di amministrazione e controllo. In tutti questi casi, ferma la presenza dell'amministratore indipendente<sup>45</sup>, non si avrà alcun amministratore eletto dalla minoranza.

Del resto, si è già avuto modo di constatare come non sempre le minoranze siano in grado di sfruttare gli spazi loro riservati dal legislatore: ciò è a dirsi, per esempio, per il sindaco eletto dalla minoranza ex art. 148, comma 2, Tuf (vecchia formulazione), presente soltanto in un terzo delle società quotate<sup>46</sup>. Ma lo stesso discorso può essere fatto anche rispetto ad altri ordinamenti vicini al nostro: in Spagna, ad esempio, dove da molto tempo è prevista l'elezione dei componenti il consiglio d'amministrazione attraverso il sistema proporzionale, è estremamente raro che gli azionisti di minoranza si coagolino per ottenere un consigliere di loro gradimento<sup>47</sup>.

Come anticipato, sembra che nell'ottica del legislatore gli amministratori di

<sup>45</sup> Salvo che non si sia adottato il sistema dualistico con consiglio di gestione composto da meno di quattro membri.

<sup>46</sup> Dato che ha portato il legislatore della riforma a modificare, appunto, l'art. 148, comma 2, Tuf, attribuendo alla Consob il potere di determinare, con regolamento, le modalità per l'elezione del sindaco di minoranza; sul punto cfr. *infra*, sub art. 2.

<sup>47</sup> Art. 137, Real Decreto Legislativo n. 1564/1989 (*Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas*), e Real Decreto n. 821/1991 che contiene le regole di attuazione della norma menzionata. Sul sistema proporzionale di nomina degli amministratori nel sistema spagnolo cfr., tra gli altri, ALCOVER GARAU, *La representación proporcional*, 83 ss.; MARTINEZ SANZ, *La representación, passim*.

minoranza e quelli indipendenti siano destinati ad operare in seno all'organo amministrativo per il raggiungimento del medesimo obiettivo, pur nella diversità dei punti di partenza, che è quello di assicurare un attento monitoraggio sull'attività degli *executives*<sup>48</sup>. L'amministratore di minoranza, si è detto, è indipendente dal punto di vista soggettivo, in quanto non nominato dall'azionista di maggioranza: il che, prescindendo per il momento dalle modalità di elezione, non sarebbe di per sé sufficiente ad assicurare l'oggettiva estraneità dello stesso dal gruppo di comando o dagli *executives*. Il legislatore, dunque, si affida in tale circostanza alle capacità di organizzazione e di scelta della minoranza, nella speranza che il consigliere così eletto sia effettivamente portatore di un interesse in contrasto con quello — dato per scontato sia altrimenti di parer — di cui sono portatori gli amministratori eletti dalla maggioranza. A ben vedere, si tenta di scongiurare i pericoli connessi ai conflitti di interesse attraverso, proprio, un "conflitto di interessi" in seno al consiglio di amministrazione: un sistema, in sintesi, che postula o legittima la fruizione dell'interesse sociale<sup>49</sup>.

<sup>48</sup> Anche l'amministratore di minoranza, cioè, viene associato ai non *executives*. Si è, anzi, scritto, parlando del sistema dualistico di amministrazione e controllo, che «nel consiglio di gestione non si pone un problema di necessaria presenza di un componente eletto dalle minoranze e ciò è assai condivisibile trattandosi di organo la cui funzione (perfezionamento naturale) è la diretta gestione della impresa sociale» (NOTARI, STELLA RICHTER JR., *Addeggianza ai statuti*, 537). Nello stesso senso ABBADESSA, *La nuova riforma*, 284.

<sup>49</sup> Così, giustamente, MONTALENTI, *Amministrazione*, 12. Del tutto condivisibile, poi, il rilievo espresso in FERRARA, CORSI, *Gli imprenditori*, 776, nota 3, che «i consigli di amministrazione non sono luoghi deputati (come quelli di natura politica) alla mediazione tra opposti orientamenti, né l'impresa si gestisce con soluzioni di compromesso», ripreso da TUCCI, *Modifiche*, 87, nota 46, ove ulteriori riferimenti di dottrina.

I rischi connessi a tale scelta sono, da un lato, che l'amministratore di minoranza sia soltanto formalmente tale e, dall'altro, che anche questo si muova secondo valutazioni meramente opportunistiche (a beneficio, cioè della "sua" minoranza) a scapito dell'interesse generale della società e di quello, particolare, delle "altre" minoranze<sup>50</sup>.

51. Il meccanismo elettorale scelto dal legislatore per assicurare la rappresentanza in seno al consiglio di amministrazione degli interessi della minoranza è quello della presentazione di liste alternative di candidati: lo statuto determina quanti amministratori debbono "uscire" dalle liste presentate dalle minoranze, fermo restando che almeno un consigliere deve essere espressione<sup>51</sup>. Non si tratta, all'evidenza, di un sistema proporzionale puro: infatti, se lo statuto prevede un solo consigliere di minoranza e, accanto alla lista di maggioranza (o a quella presentata dal consiglio uscente<sup>52</sup>) ne vengono presentate due

di minoranza, il consiglio di amministrazione potrà essere formato, ad esempio, dai componenti indicati dal gruppo di controllo ai quali si aggiunge il primo della lista che, tra le due di minoranza, ha ottenuto il maggior numero di voti, con l'esclusione dell'ultimo nominativo della lista di maggioranza<sup>53</sup>, indipendentemente dalla quota di capitale detenuta dai soggetti presentanti le liste.

Questo sistema, si è già detto, non opera per il sistema dualistico di amministrazione e controllo e, per gli altri modelli, funziona soltanto se, nel caso concreto, siano state presentate liste alternative a quella della maggioranza. Peraltro, il meccanismo elettorale basato sul voto di lista, indipendentemente dalla presentazione di liste alternative da parte della minoranza, consente al mercato di conoscere con sufficiente anticipo le candidature alla carica di amministratore dell'emittente, come richiesto dal Codice di autodisciplina delle società quotate<sup>54</sup>.

<sup>50</sup> A mio avviso l'amministratore di minoranza può effettivamente contribuire ad una gestione corretta dell'impresa sociale (e cfr., sul punto, DENOZZA, *L'amministratore di minoranza*, 771, il quale ritiene «più che legittimo che egli porti in consiglio la visione di una parte dei soci»), ma soltanto qualora riesca ad affrancarsi dall'interesse particolare di cui è portatore il soggetto (o i soggetti) che lo ha (hanno) nominato. Detto in altre parole, la misura sarà tanto più efficiente quanto più l'amministratore di minoranza si avvicina a quello (oggettivamente) "indipendente": in termini sostanzialmente coincidenti si esprimono, da ultimo, FERRELLI, GIUDICI, *La legge*, 589. Sui pericoli connessi alla nomina dell'amministratore di minoranza cfr. BELCREDI, *Amministrazione*, 861.

<sup>51</sup> Sul voto di lista cfr. SANFILIPPO, *Funzione amministrativa*, 21 ss., ove ulteriori riferimenti di dottrina.

<sup>52</sup> Il principio 6.P.2. del Codice Preda prevede come facoltativa la costituzione in seno al consiglio d'amministrazione di un comitato per le nomine; nel qual caso lo stesso dovrebbe essere composto, in

maggioranza, da amministratori indipendenti. Dai dati pubblicati nel settembre 2006 da Borsa Italiana S.p.A., *La corporate governance nelle società dell'Indice S&P/MIB*, 18, si osserva che nelle società inserite nel MIB-40 soltanto 7 (il 18% circa) hanno istituito un comitato per le proposte di nomina degli amministratori.

<sup>53</sup> Lo statuto, peraltro, potrà prevedere criteri diversi per la scelta dell'amministratore di minoranza eletto o l'esclusione di un candidato espresso dalla maggioranza che non sia quello dell'ordine di elezione nella lista (ad esempio, il più giovane o il più anziano, oppure che sia o meno socio).

<sup>54</sup> Cfr. il principio 6.P.1. («La nomina degli amministratori avviene secondo un procedimento trasparente. Esso garantisce, tra l'altro, trasparenza e adeguata informazione sulle caratteristiche personali e professionali dei candidati alla carica di amministrazione, accompagnate da un'esauriente informativa riguardante le caratteristiche personali e professionali dei candidati, con l'indicazione dell'eventuale identità dei mediatori a qualificarsi come indipendenti ai sensi dell'art. 3, senza depositare presso la sede sociale, almeno quindici giorni prima della data prevista per l'assemblea. Le liste, corredate dalle informazioni sulle caratteristiche dei candidati

In questa sede si tenterà di analizzare se le previsioni di legge siano sufficienti ad assicurare che il componente eletto sia effettivamente espressione della minoranza.

L'attuale versione dell'art. 147-ter, comma 1, primo periodo [come modificato dall'art. 3, comma 13, lett. b), d.lgs. n. 303 del 2006] stabilisce che: «*Lo statuto prevede che i componenti del consiglio di amministrazione siano eletti sulla base di liste di candidati e determina la quota minima di partecipazione richiesta per la presentazione di esse, in misura non superiore a un quarantesimo del capitale sociale o alla diversa misura stabilita dalla Consob con regolamento tenuto conto della capitalizzazione del portatore e degli assetti proprietari della società quotata*».

In precedenza, l'art. 1, l. n. 262 del 2005 aveva fissato un'unica soglia massima per la presentazione delle liste, pari al quarantesimo del capitale sociale. Ora, seppure comprensibile, a me sembra che l'aggiunta di una soglia massima variabile, in dipendenza delle caratteristiche quantitative/qualitative del capitale dell'emittente, possa generare dubbi e problemi in termini applicativi, in considerazione del fatto che sia la capitalizzazione, sia la struttura proprietaria e sia, soprattutto, il portatore, sono elementi destinati (almeno teoricamente) a mutare nel corso del tempo ad una velocità realisticamente non prevedibile. Senza contare, poi, i costi indotti dalla necessità di adeguare gli statuti ad ogni variazione che comporti il superamento dei limiti posti dal regolamento Consob<sup>55</sup>. D'altra parte, non è affatto chiaro il rapporto esistente tra la soglia del quarantesimo del capitale sociale e la di-

versa misura determinata secondo i parametri del regolamento Consob: posto, infatti, da un lato, che la misura fissata dall'autorità di vigilanza non può non "prevalere" sul quarantesimo del capitale sociale e, dall'altro, che il regolamento si applica a tutte le società quotate, l'unica funzione che potrebbe ancora essere assegnata al quarantesimo del capitale sociale è quella di "limite massimo" che lo statuto può assumere per la presentazione delle liste: limite, cioè, oltre il quale non può andarsi, anche qualora ciò fosse consentito applicando i criteri elaborati dalla Consob. Una tale interpretazione sembra però contrastare con il tenore letterale della disposizione, che pone invece in posizione "alternativa" la quota "fissa" e quella definibile "variabile"<sup>56</sup>, determinando di fatto l'inapplicabilità della prima<sup>57</sup>. Sarebbe stato più opportuno, quindi, lasciare la norma così com'era, con l'indicazione di una soglia massima valevole per tutte le società: oppure togliere del tutto il riferimento al quarantesimo del capitale sociale.

Peraltro, l'emendamento Regolamento potrebbe rappresentare l'occasione giusta per dar soluzione ad alcuni problemi ignorati dalla legge: in particolare, sarebbe opportuno chiarire la posizione dei titolari di azioni senza diritto di voto o a voto limitato, per quel che concerne l'inclusione o meno di tali azioni nell'ammontare del capitale sociale su cui calcolare la soglia minima per la presentazione della lista. La soluzione più logica dovrebbe essere quella che esclude dal computo tali azioni, con la conseguente esclusione dei titolari anche dall'ambito dei legittimati alla presentazione della lista.

Ai sensi dell'art. 147-ter, comma 1, ult. inc. [introdotta dall'art. 3, comma

<sup>55</sup> In tal caso la versione originaria del progetto di decreto delegato (approvato alla fine del mese di agosto del 2006) aveva completamente tagliato fuori il limite del quarantesimo del capitale sociale.

<sup>56</sup> Non a caso la versione originaria del progetto di decreto delegato (approvato alla fine del mese di agosto del 2006) aveva completamente tagliato fuori il limite del quarantesimo del capitale sociale.

13, lett. b), d.lgs. n. 303 del 2006), «*Lo statuto può prevedere che, ai fini del riparto degli amministratori da eleggere, non si tenga conto delle liste che non hanno conseguito una percentuale di voti almeno pari alla metà di quella richiesta dallo statuto per la presentazione delle stesse*». La ratio della disposizione può rinvenirsi nella volontà, da un lato, di assicurare che il consigliere di minoranza goda di una certa rappresentatività e, dall'altro, di scoraggiare la presentazione di liste di mero disturbo; la norma, inoltre, può essere letta come una "sanzione" alla minoranza azionaria che dimostra scarsa coesione e ad un comportamento "divergente" dei soci, che prima presentano una lista e poi si astengono o ne votano un'altra. Fatto sta che, in presenza di siffatta clausola statutaria la mera presentazione di una lista non è condizione sufficiente – pur in assenza di liste di minoranza alternative – per l'elezione di un consigliere, ampliando così il ventaglio di ipotesi in cui nel consiglio di amministrazione di una società quotata manca il rappresentante della minoranza.

Tuttavia, il vero punto nevralgico dell'intera disciplina del consigliere di minoranza risiede nell'assicurare che tale amministratore sia effettivamente espresso da individui che non risultino in alcun modo vincolati al gruppo di controllo: si torna, a ben vedere, al concetto di *independenza*.

A tal fine, l'originario art. 147-ter, comma 3, primo inc. stabiliva che «*Salvo quanto previsto dall'art. 2409-septiesdecies del codice civile, almeno uno dei membri del consiglio di amministrazione è espresso dalla lista di minoranza che abbia ottenuto il maggior numero di voti e non sia collegata in alcun modo, neppure indirettamente, con la lista risultata prima per numero di voti*»<sup>58</sup>. In questa prima formulazione,

dunque, l'indipendenza doveva essere valutata, in prima battuta, tra le "liste", ossia tra gli elenchi dei nominativi: il componente eletto nella lista di minoranza non avrebbe potuto essere collegato in alcun modo con i membri che figuravano nella lista presentata dalla maggioranza. Tale disposizione poneva, poi, il dubbio se, con l'espressione «*neppure indirettamente*», si potesse giungere, in seconda battuta, a richiedere l'indipendenza del membro eletto dalla minoranza anche nei confronti di coloro che avevano presentato la lista risultata prima per numero di voti.

Quest'ultimo dubbio è stato dissipato dall'art. 3, comma 13, lett. e), d.lgs. n. 303 del 2006, che ha modificato l'art. 147-ter, comma 3, Tuf: la nuova norma stabilisce, infatti, che la lista di minoranza non deve essere collegata in alcun modo, neppure indirettamente, «*con i soci che hanno presentato o votato la lista risultata prima per numero di voti*». Non tutti i dubbi, peraltro, sono stati scolti e, anzi, la nuova formulazione dell'art. 147-ter, comma 3, Tuf, ne genera altri di non poco momento.

In primo luogo, cosa deve intendersi per "collegamento"<sup>59</sup>? La legge tace sul punto, ingenerando così il dubbio se nella specie possano trovare o meno ingresso i criteri visti in precedenza per l'amministratore "independente" e, in particolare, quelli fissati dall'art. 148, comma 3. Né argomenti decisivi possono trarsi dal secondo inciso della disposizione in commento, ai sensi del quale «*Nelle società organizzate secondo il sistema monistico, il membro espresso dalla lista di minoranza*

l'art. 2409-septiesdecies c.c. è, nella specie, del tutto ingustificato, atteso che, com'è noto, tale norma non contempla affatto la figura dell'amministratore di minoranza limitandosi a stabilire che almeno un terzo dei componenti del consiglio di amministrazione debbono essere indipendenti.

<sup>58</sup> Perplesità vengono espresse sul punto anche da TUCCI, *Modifiche*, 79.

deve essere in possesso dei requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza definiti ai sensi dell'art. 148, comma 3 e 4<sup>o</sup>. Quest'ultima disposizione, infatti, deve essere letta in combinato disposto con l'art. 148, commi 2-bis e 4-ter, ai sensi del quale l'amministratore di minoranza delle società che adottano il sistema monistico è anche il presidente del comitato per il controllo sulla gestione.

Inoltre, per come è formulata la norma si dovrebbe dire che i soggetti inseriti nella lista di minoranza non debbono essere collegati in alcun modo ai soci di maggioranza o a coloro che, comunque, hanno votato la lista da questi presentata, restando conseguentemente fuori dal giudizio sull'esistenza o meno del collegamento sia i soci che hanno presentato e votato la lista di minoranza sia, soprattutto, i candidati inseriti nella lista presentata dalla maggioranza. Ciò significa, ad esempio, che potrebbe essere nominato amministratore di minoranza il fratello di un *ex-ante*: il che, francamente, fa nutrire più di qualche dubbio circa l'efficacia della soluzione adottata.

Come se non bastasse, poi, la norma appare per altro verso ingiustificatamente penalizzante per la minoranza: basti pensare, infatti, che per legittimare l'imputazione della deliberazione di nomina sembrerebbe essere sufficiente che uno qualsiasi dei soggetti contenuti nella lista di minoranza, anche se non eletto, sia col legato, anche indirettamente, a qualcuno socio — anche non di maggioranza — che abbia votato a favore della lista risultata prima. In conclusione, si tratta di una disposizione scritta male, inefficace e fonte, potenzialmente, di innumerevoli controversie.

La legge, poi, non si occupa del caso in cui, per qualsivoglia motivo, l'amministratore eletto nella lista di minoranza venga meno: per come è formulato l'art. 147-ter parrebbe che nel consiglio debba

comunque essere assicurata la presenza di tale rappresentante. Se così realmente fosse, lo statuto dovrebbe essere congegnato in maniera tale che alla cessazione dalla carica dell'amministratore di minoranza o decada tutto il consiglio (clausola *simul stabunt simul cadent*); oppure gli altri amministratori rimangono in carica, con poteri di "cooperazione vincolata", nel senso che debbono scegliere il sostituto nell'ambito della lista di minoranza da cui era stato eletto l'amministratore uscente; oppure, ancora, subentra automaticamente il primo tra i non eletti della lista di minoranza.<sup>59</sup>

6. L'art. 147-ter, comma 2, Tuf, introdotto dall'art. 1, l. n. 262 del 2005, stabiliva che «Per le elezioni alle cariche sociali le votazioni devono sempre svolgersi con scrutinio segreto». L'obiettivo immediato di tale norma risiedeva nella volontà di assicurare agli azionisti l'anonimato nelle votazioni su delibere così delicate, onde consentire agli stessi di esprimersi liberamente, senza cioè la preoccupazione di subire "ritorsioni" a causa di comportamenti non allineati alla volontà del gruppo di controllo. La disposizione, almeno nelle intenzioni, avrebbe così contribuito — e questo era l'obiettivo mediato — alla nomina di amministratori, sia indipendenti sia di minoranza, realmente svincolati dall'azionista di maggioranza. L'idea del legislatore, pur denunciando una buona dose di ingenuità,<sup>60</sup> non era in fondo

<sup>59</sup> Sul punto cfr. NOTARI, STELLA RICHTER JR., *Allegamenti sanatori*, 535; TOCCI, *Modifiche*, 78.

<sup>60</sup> Il voto segreto, infatti, si sarebbe potuto riverificare con un *bonorum* soggetti legati al gruppo di comando, "infiltrati" nella (o in una) minoranza, avrebbero potuto, attraverso l'anonimato, sostenere la lista di maggioranza oppure quella presentata da un'altra minoranza meno ostile all'azionista di riferimento; in tal modo la norma avrebbe generato effetti antitetici a quelli sperati dal legislatore.

da disprezzare: il fatto è, però, che lo scrutinio segreto mal si conciliava con una serie di istituti previsti dal Tuf, la cui operatività si basa sulla trasparenza dei comportamenti degli azionisti.

Per tali ragioni, la disposizione è stata subito oggetto di serrate critiche, sia da parte della dottrina, sia da parte delle associazioni di categoria. In particolare, è stata fatta osservare l'incompatibilità dello scrutinio segreto, tra l'altro, con la disciplina dei partiti parasociali; con le norme in materia di impugnazione delle delibere assembleari; con quelle relative al diritto di ricorso; nonché con la norma di cui all'art. 2375, comma 1, c.c., secondo la quale: «Il verbale deve indicare la data dell'assemblea e, anche in allegato, l'identità dei partecipanti e il capitale rappresentato da ciascuno; deve altresì indicare le modalità ed il risultato delle votazioni e deve consentire, anche per allegato, l'identificazione dei soci favorevoli, astenuti o dissenzienti».

Tali critiche sono state quindi raccolte dall'art. 3, comma 13, lett. c), dlgs. n. 303 del 2006, che ha proceduto all'abrogazione del comma 2 dell'art. 147-ter.

7. Altra novità di un certo rilievo introdotta dalla l. n. 262 del 2005 è quella concernente la necessaria presenza di quella ai soggetti che svolgono funzioni di amministrazione e direzione dei requisiti di "onorabilità" previsti per i membri degli organi di controllo dal novellato art. 148, comma 4, Tuf (art. 147-quinquies Tuf). Per le società con azioni quotate, quindi, non vale più la regola stabilita dall'art.

2387, comma 1, c.c. — applicabile alle s.p.a. di "diritto comune"<sup>61</sup> — ai sensi della quale «Lo statuto può subordinare l'assunzione della carica di amministrazione al possesso di speciali requisiti di "onorabilità", professionalità ed indipendenza...». L'emanando regolamento del Ministro della giustizia — da adottare di concerto con il Ministro dell'economia e delle finanze, sentiti la Consob, la Banca d'Italia e l'Isvap — fisserà al contempo, quindi, i requisiti di onorabilità sia per i componenti l'organo amministrativo e i dirigenti, sia per i membri dell'organo di controllo delle s.p.a. quotate.

Vale la pena sottolineare come l'art. 147-quinquies, comma 1, Tuf, non menzioni i requisiti di professionalità: di talché, anche per le società quotate varrà la clausola generale ricavabile dall'art. 2392, comma 1, c.c., per il quale la professionalità degli amministratori deve essere commisurata in base alla «materia dell'incarico» e alle «loro specifiche competenze», salvo che, come si è già anticipato, lo statuto non stabilisca, a priori, specifici requisiti in tal senso.

Sarà altresì interessante verificare come verrà interpretato — e, conseguentemente, applicato — l'art. 147-quinquies, comma 1, Tuf, con riferimento ai dirigenti. Sembra in effetti eccessivo richiedere specifici requisiti di onorabilità per tutti i lavoratori subordinati dell'emittente che rivestono la qualifica dirigenziale: la norma, infatti, sembra aver senso solo se applicata ai dirigenti con responsabilità strategiche della società, come i direttori generali e, forse, il dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari (art. 154-bis Tuf)<sup>62</sup>.

<sup>61</sup> L'art. 2387, comma 2, c.c. precisa, infatti, che «Nella stessa misura previsto dai leggi speciali in relazione all'esercizio di determinate attività» (e cfr., per esempio, art. 26, comma 1, Tub, per gli esponenti aziendali delle imprese bancarie).

<sup>62</sup> Per il quale, l'art. 154-bis, comma 1, Tuf — in-

Il comma 2 dell'art. 147-*quingies* stabilisce, infine, che il diretto – originario o sopravvenuto – dei requisiti di onorabilità determina la «decadenza» dalla carica. La legge, peraltro, non precisa le modalità attraverso cui può essere dichiarata la decadenza: sul punto credo possa essere applicato in via analogica l'art. 148, comma 4-*quater*, ai sensi del quale «... la decadenza è dichiarata dal consiglio d'amministrazione o, nelle società organizzate secondo il sistema dualistico e monistico, dall'assemblea entro trenta giorni dalla nomina o dalla conoscenza del difetto sopravvenuto. In caso di incertezza, vi provvede la Consob, su richiesta di qualsiasi soggetto interessato o qualora abbia avuto comunque notizia dell'esistenza della causa di decadenza».

8. Tra gli effetti nascosti prodotti dalla riforma operata con la l. n. 262 del 2005, ve ne è (o ve ne potrebbe essere) uno che sembra di notevole portata – anche se, forse, più teorica che pratica – che è quello di aver posto praticamente fine alla s.a.p.a. con azioni quotate. Si è già anticipato come la rubrica del titolo I della l. n. 262 del 2005 («*Modifiche alla disciplina delle società per azioni*»), inserendo, tra l'altro, una nuova sezione (la IV-*bis*), contenente norme in tema di «*Organi di amministrazione*», nel titolo III (della parte IV) del Tuf dedicato agli «*Emittenti*» e, in particolare, nel capo II, di questo, destinato alla «*Disciplina delle società con azioni quotate*», risulti in realtà impreciso, atteso che fino ad oggi non ve-ra il benché minimo dubbio che tra gli «*Emittenti*» fossero comprese anche le imprese organizzate secondo il tipo s.a.p.a. (e v. art. 159, comma 3, Tuf).

prodotta dall'art. 14, l. n. 262 del 2005 e modificato dall'art. 3, comma 15, lett. a), d.lgs. n. 303 del 2006 – si limita a prescrivere specifici requisiti di «*professionabilità*», che dovranno essere individuati dallo statuto, senza far menzione alcuna ai requisiti di onorabilità.

Il «*lapsus*» del legislatore, peraltro, potrebbe essere, per così dire, «*fradino*»: pur non avendo espressamente escluso le azioni delle s.a.p.a. dalla quotazione nei mercati regolamentati è possibile, cioè, che il legislatore fosse comunque conscio che le novità recate dalla legge di riforma fossero incompatibili con lo statuto proprio di queste ultime e, nello specifico, con il regime giuridico degli accomandatari, sì da indicare come esclusive destinarie le s.p.a., quali uniche società con azioni quotabili. Al di là, infatti, delle gravi difficoltà di adeguare il voto di lista per la nomina dell'amministratore di minoranza al meccanismo (a doppia baruta) previsto dall'art. 2457, comma 1, c.c., è l'obbligatorietà dell'amministratore «*indipendente*» – almeno per i sistemi tradizionale e monistico – che sembra urtare frontalmente con lo statuto della s.a.p.a., i cui tratti caratteristici sono, da un lato, la inscindibilità del binomio amministratore-accomandataro – che va ribadita nonostante qualche voce contraria – e, dall'altro, la responsabilità illimitata di quest'ultimo per le obbligazioni sociali.

Limitando l'analisi ai criteri di «*indipendenza*» stabiliti dall'art. 148, comma 3, lett. c), e dando per scontato che l'accomandataro non sia legato alla società da rapporto di lavoro subordinato o da un rapporto continuativo di consulenza o di prestazione d'opera retribuita, credo che la qualità di socio illimitatamente responsabile per le obbligazioni sociali renda quest'ultimo vincolato alla società dai «*rapporti di natura patrimoniale*» – di cui fa menzione la norma – idonei a comprometterne l'indipendenza. Qui, in altri termini, non è la posizione dell'accomandataro in quanto amministratore a suscitare perplessità, quanto piuttosto il regime di responsabilità che sullo stesso grava, che rende lo stesso – da un punto di vista patrimoniale – strettamente legato alle sorti dell'impresa collettiva e, per ciò

stesso, mai completamente «*indipendente*». Senza contare, poi, che l'accomandataro, in virtù in particolare del c.d. «*diritto di veto*» riconosciuto in determinate materie (nomina amministratori e modificazione dell'atto costitutivo), svolge in seno alla società un ruolo di assoluta preminenza, indipendentemente dalla quota di capitale detenuta. D'altra parte, all'indomani della riforma del diritto delle società del 2003, parte consistente della dottrina che si occupò della comparibilità tra il regime giuridico delle s.a.p.a. – anche non quotate – e i nuovi sistemi di amministrazione e controllo, ha escluso che queste potessero adottare il modello monistico, proprio in virtù, tra l'altro, della necessaria presenza, ex art. 2409-*septidecies*, comma 2, c.c. di amministratori indipendenti nel «*organo di gestione*»<sup>64</sup>.

Se si accoglie l'impostazione qui privilegiata, l'unica possibilità che residua alle s.a.p.a. per poter quotare le proprie azioni è, dunque, quella di adottare il sistema dualistico, con un consiglio di gestione composto da non più di quattro componenti (arg. a *contrario*, ex art. 147-*quater*), nel quale, come si è avuto modo di constatare, non esiste (esisterebbe) neanche il «*problema*» legato alla nomina dell'amministratore di minoranza.

### Bibliografia

La bibliografia relativa al commento di questo articolo è inclusa in quella posta a termine del commento all'art. 2.

<sup>64</sup> CORSI, *Le nuove società*, 221; GALGANO, *Il nuovo diritto societario*, 471; PESCATORE, *La società in accomandita per azioni*, 338; ABRILANI, *La società in accomandita per azioni*, 261. Ritengono, viceversa, compatibile il tipo s.a.p.a. con il sistema monistico FERRI JR., *Società in accomandita per azioni*, 1386; BARCELLONA, COSTI, GRANDE STEVENS, *Delle società in accomandita per azioni*, 223, in base alla considerazione che anche un socio può essere eletto amministratore indipendente. Il problema, però, nel caso dell'accomandataro, non risiede nel fatto che questo sia socio dell'emittente, ma in ciò che si tratta di soggetto illimitatamente responsabile per le obbligazioni sociali.