

VII CONVEGNO ANNUALE DELL'ASSOCIAZIONE ITALIANA DEI PROFESSORI
UNIVERSITARI
DI DIRITTO COMMERCIALE "ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE"

"L'INFLUENZA DEL DIRITTO EUROPEO SUL DIRITTO COMMERCIALE ITALIANO:
VALORI, PRINCIPI, INTERESSI"

Roma, 26-27 febbraio 2016

ANDREA SACCO GINEVRI

Verso lo "staggered board" nelle banche e nelle società quotate italiane

SOMMARIO: 1. Il sistema di rotazione degli amministratori nelle società operanti nei mercati finanziari. - 2. Lo *staggered board* negli Stati Uniti: profili di comparazione. - 3. *Staggered board* e adeguata composizione dell'organo amministrativo: quali benefici per la *governance* delle banche? - 4. *Staggered board* e attivismo degli investitori istituzionali: quali benefici per la *governance* delle società quotate? - 5. Brevi considerazioni conclusive.

1. *Il sistema di rotazione degli amministratori nelle società operanti nei mercati finanziari.*

Il presente contributo intende enucleare i benefici che l'adozione di un sistema di rinnovo scaglionato dell'organo amministrativo (c.d. "*staggered board*") (1) potrebbe produrre, in termini di *governance*, per le banche e le società quotate di diritto italiano (2).

La rotazione annuale degli amministratori di società azionarie - pur avendo costituito la regola nell'abrogato codice di commercio del 1882 (3), poi abbandonata con il codice civile del

¹ Il "*sistema di rinnovo scaglionato dell'organo amministrativo*" oggetto della presente analisi, oltre che con l'espressione "*staggered board*" più volte utilizzata nel testo, è conosciuto anche con il termine "*classified board*" (nonché, in Italia, con la denominazione di "*sistema di rotazione degli amministratori*" o di "*sistema di scadenza scaglionata dell'organo amministrativo*").

² Le riflessioni sviluppate nel presente contributo in merito ai vantaggi che l'adozione dello *staggered board* potrebbe apportare alle società bancarie e/o quotate valgono in principio, e con i dovuti adattamenti, anche per le altre società operanti nei mercati finanziari, e segnatamente per le società per azioni, organizzate secondo il modello tradizionale o monistico, che impieghino istituzionalmente - in via diretta o indiretta - il pubblico risparmio (e dunque, oltre alle banche e alle società quotate, anche - a titolo esemplificativo - le imprese di assicurazione e gli intermediari finanziari non bancari).

³ L'art. 124 del codice di commercio del 1882 difatti recitava: «1. La nomina degli amministratori spetta all'assemblea generale; possono però la prima volta essere nominati

1942 ⁽⁴⁾ – rappresenta, attualmente, una soluzione organizzativa poco utilizzata nel mercato finanziario domestico ⁽⁵⁾ e piuttosto criticata negli ordinamenti esteri in cui è diffusa ⁽⁶⁾.

Tuttavia, due filoni normativi contemporanei, di derivazione europea, stimolano una riflessione sull'opportunità di avvalersi, (quantomeno) nelle società bancarie e negli emittenti quotati, del meccanismo di rinnovo parziale (su base annuale) dell'organo amministrativo, e segnatamente: (i) le nuove regole sulla *governance* bancaria introdotte dalla normativa nota come "CRD IV", volte a rafforzare i presìdi organizzativi degli enti creditizi in una prospettiva di *istituzionalizzazione* e *professionalizzazione* della

*nell'atto costitutivo, ma il mandato non può essere conferito per più di quattro anni. 2. Se non è stabilita la durata del mandato, questo si intende conferito per due anni. 3. Se gli amministratori nominati contemporaneamente sono più d'uno, la metà del loro numero decade per la prima volta dall'ufficio alla scadenza della metà del termine del mandato e dev'essere surrogata. 4. Se sono in numero dispari, la decadenza suddetta ha luogo per la metà dedotto uno dal numero totale, salva convenzione diversa. 5. La designazione degli amministratori per i quali ha luogo la decadenza è fatta mediante sorteggio. 6. Gli amministratori sono sempre rieleggibili, quando l'atto costitutivo o lo statuto della società non disponga diversamente» [il testo normativo richiamato è consultabile, tra l'altro, in Codice civile (1865)–Codice di commercio (1882), Esselibri, Napoli, 1996, p. 282-3]. Si rammenta che, anche nel vigore del codice di commercio del 1882, era operante il principio della *prorogatio* della carica gestoria nelle società anonime [ricorda C.PELLIZZI, Sub art. 125 cod. comm., in Codice di commercio del Regno d'Italia commentato, Barbera, Firenze, 1924, p. 197, che «Gli amministratori scaduti di società anonima continuano in carica finché non siano stati surrogati dai nuovi nominati»] sia quello della revocabilità *ad nutum* [cfr. art 121 del cod. comm.] e si ritenevano invalidi i patti statutari idonei a consentire al consiglio di amministrazione di rimanere in carica per tutta la durata del mandato «senza rinnovazione parziale» [in questi termini il Trib. Milano, 15 luglio 1918, in Soc. azioni, 1919, p. 179].*

⁴ La regola della decadenza parziale per sorteggio degli amministratori è stata sostituita dal codice civile del 1942 con il principio di "sincronica" scadenza dei membri del consiglio di amministrazione in virtù della asserita «maggiore esattezza e semplicità» della nuova soluzione organizzativa (così la *Relazione al codice* n. 978).

⁵ Da un esame effettuato in data 25 gennaio 2016 degli statuti e delle relazioni di *corporate governance* (relative all'esercizio 2014) delle società quotate di diritto italiano facenti parte dell'indice FTSE MIB [complessivamente trentasei società, di cui nove bancarie], emerge che (i) solo una di esse, e segnatamente la Banca Popolare dell'Emilia Romagna (BPER), ha adottato lo *staggered board* [peraltro, con comunicato stampa del 12 gennaio 2016, BPER ha informato il mercato che, in vista della trasformazione in s.p.a., verrà proposto ai soci di deliberare «l'eliminazione dell'attuale sistema di nomina a scadenza differenziata degli amministratori (c.d. "staggered board"), con conseguente adozione di un sistema di elezione unitaria dell'organo amministrativo»], e (ii) in tutte le trentasei società dianzi menzionate l'organo amministrativo è stato eletto per una durata triennale. L'indice FTSE MIB è stato selezionato, ai fini della presente indagine empirica, in quanto rappresenta il principale *benchmark* dei mercati azionari italiani, essendo composto da società di primaria importanza e a liquidità elevata, rappresentative di circa l'80 per cento della capitalizzazione di mercato interna [in questi termini il descrittivo dell'indice FTSE MIB consultabile in www.borsaitaliana.it].

⁶ Ci si riferisce al dibattito attualmente in corso negli Stati Uniti, in cui sembra predominante l'orientamento critico nei confronti dello *staggered board* (per le ragioni indicate nel testo al successivo par. 2).

loro gestione e supervisione strategica, e (ii) le previsioni contenute nella *shareholders rights directive* (nonché, *a fortiori*, nella proposta di modifica e aggiornamento di detta direttiva), funzionali a favorire l'attivismo assembleare degli azionisti (anche esteri) delle società quotate, in un'ottica di incentivo allo sviluppo aziendale di medio-lungo periodo degli emittenti (7).

Scopo del presente lavoro è quello di illustrare le ragioni per cui l'adozione di un consiglio di amministrazione che si rinnovi per un terzo dei propri componenti ogni esercizio (8) rappresenti già oggi (9) un'opzione organizzativa (legittima sul piano

⁷ Si tratta della direttiva 2007/36/CE. Inoltre, con la *Proposal for a directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement*, consultabile in www.eur-lex.europa.eu, è in corso un processo di ammodernamento della citata direttiva, funzionale a potenziare ulteriormente il ruolo degli azionisti nella società quotate. In arg. si v., in luogo di molti, F.DENOZZA, *Quale quadro per lo sviluppo della corporate governance?*, in *Rivista ODC*, consultabile in www.rivistaodc.eu, 2015, p. 1 ss. nonché AA.VV., *Governo delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali* a cura di M.Maugeri, Giuffrè, Milano, 2015, p. 1 ss.

⁸ Si immagini, ad esempio, un consiglio di amministrazione composto da nove membri – ciascuno in carica per complessivi tre anni ma con scadenza dell'incarico in esercizi diversi – suddiviso in tre "gruppi", in modo tale che alla data di approvazione del bilancio di ciascun esercizio esauriscano il proprio incarico tre componenti su nove dell'organo amministrativo e venga di conseguenza eletto, per ulteriori tre anni, un terzo del consiglio di amministrazione. In sede di prima introduzione (e solo in tale momento) si dovrebbe prevedere una durata della carica diversa per i tre "gruppi" di amministratori, nominando (i) il primo gruppo di tre amministratori per un solo esercizio, (ii) il secondo gruppo di tre amministratori per due esercizi, e (iii) il terzo gruppo di amministratori per tre esercizi; al primo rinnovo (alla scadenza del primo esercizio) verrebbero a scadere dall'incarico i tre componenti appartenenti al primo gruppo, e verrebbero eletti tre nuovi amministratori (ovvero confermati, in tutto o in parte, i tre componenti scaduti) per ulteriori tre anni, e via dicendo, finché il meccanismo non possa entrare a pieno regime.

⁹ Osserva, di recente, M.STELLA RICHTER JR., *Appunti sulla evoluzione della disciplina dell'amministrazione delle società quotate e sulle sue prospettive di riforma*, in *Riv. dir. comm.*, 2015, I, p. 47 ss., spec. p. 58, come «[a]nche meccanismi di rinnovo parziale dell'organo amministrativo, come quello del c.d. *staggered board*, dovrebbero essere tenuti maggiormente presenti da quelle realtà societarie legittimamente in cerca di un assetto di controllo più stabile e di un profilo che per semplicità direi più istituzionale e manageriale». Anche nel codice di autodisciplina redatto dal comitato per la *corporate governance* istituito da Borsa italiana s.p.a. e reperibile in www.borsaitaliana.it, si legge che «[c]on particolare riferimento a un efficiente funzionamento dei comitati interni al consiglio di amministrazione, gli azionisti dell'emittente possono tenere conto dell'esigenza di assicurare continuità nella gestione, eventualmente attraverso la scadenza differenziata di tutti o parte dei componenti dell'organo amministrativo, purché ciò non pregiudichi le prerogative dei diversi azionisti» (così il commento all'art. 2). Al riguardo S.ALVARO, P.CICCAGLIONI e G.SICILIANO, *L'autodisciplina in materia di corporate governance. Un'analisi dell'esperienza italiana*, in *Quaderni giuridici*, consultabile sul sito www.consob.it, 2013, spec. 32, osservano che la raccomandazione contenuta nel codice di autodisciplina in merito all'opportunità di adottare uno *staggered board* «ossia la previsione di scadenze differenziate per tutti o alcuni dei componenti del CdA (...) risponde all'esigenza di assicurare la continuità dell'organo nonché il passaggio del know-how da amministratori in carica ai nuovi membri».

societario e) idonea a consentire – non solo una «*continuità amministrativa*»⁽¹⁰⁾, in linea con le «*esigenze della moderna impresa*»⁽¹¹⁾, garantita dalla «*presenza, negli stessi organi, di membri già esperti e collaudati e di altri di nuova nomina*»⁽¹²⁾, ma anche – una composizione dell'organo amministrativo in grado di adeguarsi, con la dovuta sollecitudine, all'evolversi della dinamica aziendale, assicurando agli azionisti delle società operanti nei mercati finanziari un'occasione "istituzionale" (i.e. l'assemblea annuale) per esprimere il proprio indirizzo e giudizio sull'operato degli amministratori in carica, così da espandere la dialettica fra soci e amministratori⁽¹³⁾.

In altre parole, la scelta per un sistema di rotazione annuale degli amministratori, oltre a scongiurare eventuali soluzioni di continuità nell'azione dell'organo gestorio e dei comitati endo-consiliari⁽¹⁴⁾ – particolarmente rischiose in società che svolgono

¹⁰ In questi termini, in luogo di molti, G.FERRI SR., *Il sistema di rotazione degli amministratori e i presupposti per la sua reintroduzione nell'ordinamento attuale*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, II, p. 189 ss., spec. 191. Cfr. anche L.SAMBUCCI, *Nomina degli amministratori per periodi diversi e poteri dell'assemblea ordinaria*, in *Amministrazione e amministratori di società per azioni* a cura di B.Libonati, Giuffrè, Milano, 1995, p. 75 ss., spec. p. 81, il quale sottolinea «*l'esigenza di continuità e professionalità dell'azione, che si ritiene venga meglio soddisfatta dalla "rotazione" dei membri dell'organo*».

¹¹ Così L.GHIA, *Gradualità temporale della scadenza degli amministratori*, in *Società*, 1994, p. 41 ss., spec. p. 43.

¹² Le parole sono di P.G.JAEGER, *Nomina degli amministratori: norme inderogabili, regole «generali» e autonomia delle società*, in *Giur. comm.*, 1986, II, p. 871 ss., spec. p. 878. Adde F.MASSA FELSANI, *Scadenza «contemporanea» e scadenza «scaglionata» del consiglio di amministrazione*, in *Riv. dir. comm.*, I, p. 535 ss., spec. p. 544, la quale osserva come «*il sistema di periodica scadenza parziale del consiglio può presentare degli indubbi vantaggi come quelli fatti presenti dall'affiancamento ai nuovi amministratori dell'esperienza di quelli di più lunga data*».

¹³ Si tratterebbe, in sostanza, di una sorta di "test elettorale" rappresentato dal potere di concorrere alla nomina, seppur parziale, degli amministratori. Vale la pena premettere che le considerazioni svolte nel testo muovono dall'assunto che: (x) i mercati azionari domestici si stiano progressivamente "internazionalizzando", anche grazie alle condizioni macro-economiche attuali, che sono particolarmente favorevoli all'investimento di capitali esteri, in un'ottica *medium-long*, in Paesi come l'Italia, (y) le iniziative legislative, regolamentari e autodisciplinari a livello internazionale, comunitario e domestico stiano tutte convergendo verso un rafforzamento dello *shareholders' activism*, e infine (z) la concorrenza fra ordinamenti nazionali spinga (*rectius*: dovrebbe spingere) verso una proliferazione delle società, oramai anche italiane, che consentono e adottano le azioni a *voto maggiorato* in ragione del possesso prolungato del titolo azionario (dimostrando così il continuo sforzo di adeguamento richiesto al legislatore e agli operatori per adeguarsi all'evoluzione dei mercati). A quest'ultimo proposito, l'adozione di uno *staggered board* consentirebbe inoltre agli azionisti di lungo periodo di beneficiare, in concreto, della maggiorazione del voto maturata *medio tempore* (ove prevista dallo statuto dell'emittente di specie) potendone disporre nella sede più opportuna (in arg. si rinvia a quanto osservato nel testo al par. 4).

¹⁴ Come tipicamente avviene, ad esempio, nelle società a partecipazione pubblica, in cui il cambiamento del colore politico del socio di controllo comporta sovente un rinnovo integrale dell'organo amministrativo (si v. *infra* nel testo al par. 4).

un'attività avente riverberi sugli interessi generali (come avviene, notoriamente, per le banche e per gli emittenti quotati) – favorirebbe, altresì, un insediamento progressivo e ponderato (degli esponenti aziendali espressione) di nuovi investitori rilevanti e/o un'integrazione e adattamento meno traumatici del novero di professionalità di cui necessita il consiglio di amministrazione, attraverso inserimenti appropriati e oculati che tengano conto dell'evoluzione industriale e strategica dell'impresa e del mercato di riferimento (senza dover ricorrere all'attivazione di misure di carattere patologico snaturandone la logica e la funzione).

In estrema sintesi, la diffusione del meccanismo dello *staggered board* nelle società operanti nei mercati finanziari domestici potrebbe apportare significativi benefici in termini di efficienza nella gestione imprenditoriale (soprattutto nelle banche, nelle imprese di assicurazione e negli intermediari finanziari) e attrarre maggiori capitali da parte di soggetti esteri interessati a investire attivamente nelle società italiane.

Ciò posto, e sebbene non presenti svantaggi eccessivi in termini di costi e di oneri procedurali, il consiglio di amministrazione a rinnovo scaglionato – pur essendo ampiamente utilizzato in taluni ordinamenti esteri (in particolare negli Stati Uniti) – rimane avvolto da una nube di diffidenza in Italia, probabilmente in conseguenza di dubbi, mai sopiti, sulla sua intrinseca *legittimità* così come sulla sua *apparente* natura di misura “anti-scalata”.

In realtà, come si cercherà di dimostrare nel prosieguo del presente lavoro, tali perplessità paiono infondate, atteso che l'ordinamento societario e finanziario italiano vigente da un lato ammette, anche nelle società vigilate o quotate, l'opzione per un sistema di rinnovo parziale dell'organo di amministrazione (purché il limite massimo di durata dell'incarico dei singoli componenti non ecceda il triennio) ⁽¹⁵⁾, e dall'altro lato – a

Emblematiche sono al riguardo le parole di un *ex top manager* di società a partecipazione pubblica, che ebbe modo di osservare quanto segue: «*subito dopo il rinnovo del cda i comitati (...) del consiglio, così importanti per l'azienda, impiegano mesi per entrare nel vivo della loro operatività, per poi rallentare vistosamente a fine mandato. Col risultato che, di fatto, ci priviamo per quasi un anno su tre della piena operatività dei comitati del cda [ndr. e la soluzione al problema è semplice] si può recepire dall'esperienza estera la prassi dello staggering board, ovvero differenziare la scadenza dei consiglieri, mantenendo così il consiglio e i suoi comitati sempre in piena operatività*» [così P.SCARONI, intervista del 25 luglio 2011, *Scaroni, l'euro, l'Italia*, reperibile in <http://www.ilfoglio.it/soloqui/9785>].

¹⁵ L'argomento è affrontato nel testo nel successivo par. 4. È sufficiente qui anticipare che, come osserva di recente M.SPIOTTA, *Cessazione e sostituzione degli amministratori*, in *Assemblea e amministratori* a cura di G.Cavalli nella collana *Nuova giur. civ. e comm.* fondata da W.Biggiavi e ora diretta da G.Cottino e O.Cagnasso, Utet, Torino, 2013, spec. p. 543, «[n]ella prassi si prevede talora una scadenza scalare nel tempo [ndr. del consiglio di amministrazione]. La relativa clausola statutaria era

differenza di quanto avviene in taluni Stati stranieri (si v. il successivo par. 2) – non attribuisce a tale dispositivo un’incidenza significativa sulla contendibilità della società (*target*) che lo abbia eventualmente adottato, né in punto di diritto né, comunque, in punto di fatto.

2. *Lo staggered board negli Stati Uniti: profili di comparazione.*

Un’analisi sui vantaggi di natura organizzativa che sono riconducibili a un assetto di *governance* imperniato sullo *staggered board* muove da una ricognizione, seppur sintetica, dei connotati che caratterizzano tale congegno societario nell’esperienza estera più significativa in materia, rappresentata dall’ordinamento societario dello Stato del Delaware⁽¹⁶⁾.

Sebbene per gran parte delle *public companies* statunitensi la regola generale sia quella della durata *annuale* dell’incarico gestorio⁽¹⁷⁾ e della revocabilità *ad nutum* degli amministratori da parte dell’assemblea dei soci, molti ordinamenti societari del Nord America⁽¹⁸⁾, ivi incluso il Delaware *corporate code*, consentono alle

ritenuta valida dalla giurisprudenza di legittimità e dalla maggioranza della dottrina già ante riforma (...) [in quanto] [n]on solo manca una regola generale secondo la quale gli amministratori devono essere gli stessi per tutti e tre gli esercizi e scadere contemporaneamente, ma la riforma ha esplicitato (v. l’incipit dell’art. 2386, 3° co., c.c.) la possibilità per lo statuto o l’assemblea di prevedere che la durata in carica degli amministratori cooptati possa non coincidere con la scadenza naturale dei membri superstiti. La regola (ribadita dall’art. 2386, 1° co., ultimo periodo) è la scadenza simultanea, ma il legislatore consente di prevedere assetti diversi, tra i quali potrebbe figurare il sistema della rotazione o della scadenza non sincronica».

¹⁶ Come noto, l’ordinamento societario dello Stato del Delaware è tipicamente prescelto dalle grandi imprese statunitensi (e quindi dalla maggior parte delle società americane quotate) anche in virtù delle soluzioni dallo stesso offerte in materia di *governance*. Sulla centralità del diritto societario del Delaware si v., in luogo di molti, L.A.BEBCHUK e A.COHEN, *Firms’ Decisions Where to Incorporate*, in *Journal of Law & Economics*, 2003, p. 383 ss.; R.DAINES, *The Incorporation Choices of IPO Firms*, in *N.Y.U. Law Review*, 2002, p. 1559 ss. Cfr., di recente, M.BARZUZA, *Self-Selection and Heterogeneity in Firms’ Choice of Corporate Law*, in *Theoretical Inquiries in Law*, 2015, p. 295 ss., nonché, nella letteratura italiana, L.ENRIQUES, *Diritto societario statunitense e diritto societario italiano: in weiter Ferne, so nah*, in *Giur. comm.*, 2007, I, p. 274 ss., ove ampi riferimenti.

¹⁷ Così, ad esempio, il Delaware *corporate code* al titolo 8, § 211(b) e il Model Business Corporation Act, al capitolo 8, § 8.03(d).

¹⁸ Ricordano L.A.BEBCHUK, J.C.COATES IV e G.SUBRAMANIAN, *The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence, and Policy*, in *Stanford Law Review*, 2002, spec. p. 993-4, che «[t]he default law in all states requires that all directors stand for election at each annual shareholder meeting. However, all states provide an exemption from this requirement if the board is staggered (...) If an SB is installed in the charter, directors may only be removed for cause, and shareholders may not “pack the board” by increasing the number of directors and filling the vacancies created, then we characterize the SB as an “effective staggered board” (ESB) – one that cannot be dismantled by a hostile bidder without first winning control of the board». Cfr. anche J.C. COATES IV, *Explaining Variation in Takeover Defenses: Blame the Lawyers*, in *California Law Review*, 2001, p. 1353 ss.

corporation ivi stabilite di derogare statutariamente ai menzionati principi adottando lo *staggered board*, e cioè un assetto organizzativo che stabilisce la durata *triennale* della carica amministrativa ⁽¹⁹⁾, con rinnovo ad ogni esercizio di un terzo degli amministratori e possibilità di loro revoca anticipata esclusivamente “per giusta causa” ⁽²⁰⁾.

A ciò si aggiunga che, tipicamente, le clausole statutarie che introducono lo *staggered board* nelle *corporation* statunitensi sono accompagnate da misure di trinceramento del *management* che impediscono l’incremento in corsa del numero degli amministratori rispetto alla composizione iniziale dell’organo gestorio (c.d. “*effective staggered board*”) ⁽²¹⁾.

Il quadro normativo appena illustrato spiega il motivo per cui l’adozione di un *effective staggered board* negli ordinamenti societari

¹⁹ A mente della *section 141(d)* del Delaware corporate code: «*The directors of any corporation organized under this chapter may (...) be divided into 1, 2 or 3 classes; the term of office of those of the first class to expire at the first annual meeting held after such classification becomes effective; of the second class 1 year thereafter; of the third class 2 years thereafter; and at each annual election held after such classification becomes effective, directors shall be chosen for a full term, as the case may be, to succeed those whose terms expire*».

²⁰ Difatti la medesima *section 141*, alla successiva lettera (k)(1), prevede che «*Any director or the entire board of directors may be removed, with or without cause, by the holders of a majority of the shares then entitled to vote at an election of directors, except as follows: (1) Unless the certificate of incorporation otherwise provides, in the case of a corporation whose board is classified as provided in subsection (d) of this section, stockholders may effect such removal only for cause; (...)*». La *Court of Chancery* del Delaware – in una recente pronuncia (*In re Vaalco Energy S’holder Litig.*, C.A. No. 11775-VCL, del 21 dicembre 2015, consultabile in www.corpgov.law.harvard.edu) ha stabilito che «*a corporation without a classified board or cumulative voting may not restrict stockholders’ ability to remove directors without cause*».

²¹ Sulle caratteristiche dell’*effective staggered board*, e sul dibattito attualmente in corso negli Stati Uniti in argomento, si rinvia, senza pretesa di esaustività, ai seguenti contributi: T.W.BATES, D.A.BECKER e M.L.LEMMON, *Board Classification and Managerial Entrenchment: Evidence from the Market for Corporate Control*, in *Journal of Financial Economics*, 2008, p. 656 ss.; L.A.BEBCHUK e A.COHEN, *The Costs of Entrenched Boards*, in *Journal of Financial Economics*, 2005, p. 409 ss.; L.A.BEBCHUK, A.COHEN e C.C.Y. WANG, *Staggered Boards and the Wealth of Shareholders: Evidence from Two Natural Experiments*, Working Paper consultabile in www.nber.org, 2011, p. 1 ss.; L.A.BEBCHUK, *The Myth That Insulating Boards Serves Long-Term Value*, in *Columbia Law Review*, 2013, p. 1637 ss.; L.A.BEBCHUK, S. HIRST e J. RHEE, *Towards the Declassification of S&P 500 Boards*, in *Harvard Business Review*, 2013, p. 157 ss.; A.COHEN e C.C.Y. WANG, *How Do Staggered Boards Affect Shareholder Value? Evidence from a Natural Experiment*, in *Journal of Financial Economics*, 2013, p. 627 ss.; M.K.J. CREMERS, L.P. LITOV e S.M. SEPE, *Staggered Boards and Firm Value, Revisited*, Working Paper consultabile in www.ssrn.com, 2014, p. 1 ss.; O.FALEYE, *Classified Boards, Firm Value, and Managerial Entrenchment*, in *Journal of Financial Economics*, 2007, p. 501 ss.; M.GANOR, *Why Do Managers Dismantle Staggered Boards?*, in *Delaware Journal of Corporate Law*, 2008, p. 149 ss.; R.H.KOPPES, L.G. GANKSE e C.T. HAAG, *Corporate Governance Out of Focus: The Debate over Classified Boards*, in *Business Lawyer*, 1999, p. 1023 ss.

statunitensi costituisca una formidabile misura anti-scalata ⁽²²⁾, assai efficace nel disincentivare l'acquisto del controllo da parte di potenziali offerenti ⁽²³⁾.

Difatti, la circostanza che l'introduzione dello *staggered board* nelle *corporation* statunitensi impedisca la revoca degli amministratori senza giusta causa – comportando, pertanto, che un nuovo controllante impieghi almeno due assemblee annuali per eleggere la maggioranza del *board* ⁽²⁴⁾ – spiega il motivo per cui tale congegno statutario sia fortemente criticato da una parte considerevole della dottrina americana, particolarmente attenta a promuovere un potenziamento del ruolo dei soci (al fine di incentivare la loro azione di monitoraggio sull'attività dell'organo amministrativo, storicamente molto autonomo in quel mercato) ⁽²⁵⁾.

Tuttavia, una volta depurato dalle peculiarità normative citate – che lo hanno trasformato in «*the most powerful takeover defense available*» nelle *public companies* americane ⁽²⁶⁾ – anche i critici

²² Al riguardo osservano, in luogo di molti, W.A.KLEIN, J.C.COFFEE JR. e F.PARTNOY, *Business Organization and Finance*, Foundation Press, NY, 2010, spec. p. 197, che l'effetto prodotto dall'adozione dello *staggered board* è quello di un «*delay in gaining control of the board that is generally intolerable for the hostile bidder*».

²³ Rammenta S.M. BAINBRIDGE, *The New Corporate Governance in Theory and Practice*, Oxford University Press, NY, 2008, spec. p. 227, che «*a staggered board of directors is a particularly effective way of preventing shareholders from holding the board of directors to account through the market for corporate control*»; il concetto è pacifico nella letteratura statunitense.

²⁴ L'osservazione è nota nella dottrina americana. Cfr., in luogo di molti, L.A.BEBCHUK, J.C.COATES IV e G.SUBRAMANIAN, *cit.* (nt. 18), spec. p. 919-24; L.ÉNRIQUES, R.J.GILSON e A.PACCES, *The Case for an Unbiased Takeover Law (with an Application to the European Union)*, in *Harvard Business Law Review*, 2013, spec. p. 107; M.GATTI, *The Power to Decide on Takeovers: Directors or Shareholders, What Difference Does it Make?*, in *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, 2014, p. 93: «*In a typical staggered board under Delaware law, with one-third of the directors coming up for reelection each year, in order to gain control of the board an insurgent would need to win two elections and as a result have to wait at least one year*». Tant'è che nel *Dictionary of Finance and Investment Terms*, Barron's, NY, 2010, p. 692, lo «*staggered board of directors*» è definito nei seguenti termini: «*board of directors of a company in which a portion of the directors are elected each year, instead of all at once. A board is often staggered in order to thwart unfriendly takeover attempts since potential acquirers would have to wait a longer time before they could control of a company's board through the normal voting procedure. Normally, all directors are elected at the annual meeting*».

²⁵ L.A.BEBCHUK, A.COHEN e C.C.Y. WANG, *cit.* (nt. 21), spec. p. 8, osservano che «*A staggered board structure provides incumbents directors with substantial protection from attempts to gain control via either a proxy fight or a takeover bid (...) Staggered boards also provide substantial protection against hostile bidders because, following the development of the poison pill, a hostile bidder can prevail over incumbent opposition only by getting shareholders to replace the majority of the incumbent directors*».

²⁶ L'osservazione è, *ex multis*, di M.KLAUSNER, *Fact and Fiction in Corporate Law and Governance*, in *Stanford Law Review*, 2013, spec. p. 1353 [«*If a firm has a staggered board, no other defense is relevant – it will have no appreciable impact (...) Other than dual-class stock, which is rarely used, a staggered board is the most powerful takeover defense available*»]. Adde, di recente, di recente, A.A.SCHWARTZ, *Corporate Legacy*, in *Harvard Business Law Review*, 2015, spec. p. 238 [ad avviso del quale «*the most effective defense in the modern arsenal [is] the effective staggered board*»].

statunitensi dello *staggered board* ne riconoscono gli indubbi vantaggi organizzativi, soprattutto in termini di «*continuità e stabilità gestionale*» (27).

In sintesi, le perplessità (sempre più) avvertite negli Stati Uniti sull'opportunità di mantenere lo *staggered board* paiono ancorate, quasi esclusivamente, alla sua natura di misura anti-scalata, che è conseguenza del combinato effetto delle norme inderogabili sopra menzionate (peculiari del diritto societario in questione). Di converso, la dottrina nord americana che continua a difendere lo *staggered board* ne evidenzia l'idoneità a proteggere l'autonomia gestionale degli amministratori dall'influenza degli azionisti attivisti - poco interessati alla crescita imprenditoriale nel medio-lungo periodo - e dalla possibilità che una visione eccessivamente speculativa da parte di questi ultimi possa trovare appiglio nella norma che consente il rinnovo annuale dell'intero consiglio di amministrazione (28).

Diversamente in Italia - ma il discorso vale anche per altri ordinamenti societari stranieri, inclusi quelli europei (29) - le criticità

²⁷ Come osservano L.A.BEBCHUK, J.C.COATES IV e G.SUBRAMANIAN, *cit.* (nt. 18), spec. p. 897, fra i più convinti oppositori dello *staggered board* nelle *corporation* statunitensi per i motivi evidenziati nel testo, «*It is generally good, goes the argument, to always have some experienced and seasoned directors, who have the perspective that only time on the board can provide. If the board were not staggered, there is in theory some chance that all board members in a given year will be rookies. A staggered board prevents this outcome by ensuring that at most one-third of the board members will be new*». Analogamente anche R.H. KOPPES, L.G.GANSKE e C.T. HAAG, *cit.* (nt. 21), spec. p. 1051-54.

²⁸ È significativa al riguardo la visione del giudice J.B.JACOBS, "*Patient Capital*": *Can Delaware Corporate Law Help Revive It?*, in *Wash. & Lee Law Review*, 2011, spec. p. 1658-9, che addebita all'eleggibilità *annuale* dell'organo amministrativo il principale fattore di successo dell'influenza *short term* dei fondi attivisti sulla gestione sociale, e dunque suggerisce di adottare un nuovo assetto normativo - a livello societario dei singoli Stati membri statunitensi - volto ad estendere la permanenza in carica degli amministratori sino a *cinque* anni (per meglio tutelarli dall'influenza degli azionisti speculatori): «*The objective would be to liberate the directors to manage the firm for the longer term required to create and develop the innovative products and services that would enable the American economy to become competitive again*». Cfr. anche W.T.ALLEN, J.B.JACOBS e L.E.STRINE Jr., *The Great Takeover Debate: A Meditation on Bridging the Conceptual Divide*, in *Univ. of Chicago Law Review*, 2002, spec. p. 1073, i quali proponevano una durata triennale dell'organo amministrativo («*[O]nce elected, [directors] would serve guaranteed three-year terms*»).

²⁹ Anche in altri ordinamenti societari esteri lo *staggered board* è poco utilizzato ma astrattamente consentito (ad es. in Giappone, su cui si v. E.COLCERA, *The Market for Corporate Control in Japan*, Springer, Berlino, 2007, p. 145 ss., e nel Regno Unito e in Germania, su cui si rinvia a W.UNDERHILL e A.AUSTMANN, *Defence Tactics, in Takeovers in English and German Law* a cura di J.Payne, Hart Publishing, Oxford, 2002, p. 98 ss.). Come ricordano L.ENRIQUES, H.HANSMANN e R.KRAAKMAN, *The Basic Governance Structure: The Interests of Shareholders as a Class*, in *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford University Press, NY, 2009, 60 ss., la durata in carica degli amministratori di società azionarie varia negli ordinamenti societari esteri, essendo di massimo due anni in Giappone, fino a cinque e sei anni rispettivamente in

sopra evidenziate (e valorizzate dagli oppositori dello *staggered board*) non potrebbero manifestarsi, dato che nel contesto normativo domestico il consiglio di amministrazione a rinnovo scaglionato non avrebbe natura ed efficacia di misura difensiva atteso che tutti gli amministratori di società per azioni sono revocabili, per norma imperativa⁽³⁰⁾, anche senza giusta causa (cfr. art 2383, comma 3, cod. civ.) e possono durare in carica – come tipicamente avviene – fino a tre esercizi (cfr. art. 2383, comma 2, cod. civ.).

Quanto sopra evidenziato è sufficiente a comprendere che lo scetticismo attualmente crescente negli Stati Uniti in merito all'opportunità di avvalersi dello *staggered board* – facendo essenzialmente leva sulla funzione “antiscalata” di tale congegno organizzativo – non troverebbe eco nell'ordinamento italiano tenuto conto del diverso contesto giuridico-economico in cui tale meccanismo si verrebbe ad innestare.

3. *Staggered board e adeguata composizione dell'organo amministrativo: quali benefici per la governance delle banche ?*

Terreno fertile per la sperimentazione dello *staggered board* in Italia⁽³¹⁾ sembrerebbe essere, in primo luogo, l'ordinamento creditizio, atteso che, nella disciplina di settore *post* crisi finanziaria, la *governance* bancaria è divenuta *laboratorio* privilegiato in cui testare soluzioni evolute in materia di organizzazione aziendale⁽³²⁾. I nuovi assetti di governo bancario

Germania e in Francia, e indefinita nel Regno Unito (mentre è fino a sei anni nella *societas europaea* in virtù dell'art. 46 del regolamento comunitario n. 2157/2001). In merito al potere di revoca degli amministratori in carica durante l'incarico gestorio, l'ordinamento inglese, quello francese, quello italiano e quello giapponese ne consentono l'esercizio – anche senza giusta causa – con il voto della maggioranza assembleare, mentre in Germania si rendono necessari *quorum* assembleari particolarmente elevati per revocare senza giusta causa i componenti del consiglio di sorveglianza.

³⁰ Che la revocabilità *ad nutum* degli amministratori costituisca in Italia norma a valenza imperativa, e quindi non disponibile all'autonomia statutaria, può ritenersi pacifico. Cfr., da ultimo, M.HOUBEN, in *Riv. dir. comm.*, 2015, I, p. 655 ss.

³¹ A dire il vero le riflessioni svolte nel testo sull'opportunità di adottare lo *staggered board* per le banche italiane dovrebbero valere, *mutatis mutandis*, anche per gli enti creditizi stabiliti in altri ordinamenti europei.

³² Sulle recenti modifiche introdotte in materia di *governance* bancaria in Italia si v., senza pretesa di esaustività, gli atti del convegno di Salerno del 27 giugno 2014 pubblicati nel *Quaderno di Giur. comm.* intitolato *Il governo delle banche*, a cura di A.PRINCIPE, Giuffrè, Milano, 2015; gli atti del convegno di Catania del 21 settembre 2012 pubblicati nel *Quaderno di Giur. comm.* intitolato *La governance delle società bancarie*, a cura di V. DI CATALDO, Giuffrè, Milano, 2012; gli atti del convegno di Piacenza del 4 dicembre 2014 pubblicati in *Banca Impresa e Società*, 2015, p. 1 ss.; F.CAPRIGLIONE, *La governance bancaria tra interessi d'impresa e regole prudenziali (disciplina europea e specificità della normativa italiana)*, in AA.VV., *La riforma societaria alla prova dei suoi primi dieci anni*, a cura di L.De Angelis, G.Martina e A.Urbani, Cedam, Padova, 2015, 89 ss.; S.AMOROSINO, *La conformazione regolatoria*

- delineati nella normativa europea nota come “CRD IV”⁽³³⁾ nonché nelle disposizioni domestiche di attuazione⁽³⁴⁾ e nelle prescrizioni e orientamenti di EBA⁽³⁵⁾, Banca d’Italia⁽³⁶⁾ e *Basel Committee on Banking Supervision*⁽³⁷⁾ - sono infatti improntati a principi innovativi, volti a promuovere una sana e prudente gestione dell’impresa creditizia nell’interesse (non solo dei suoi *shareholders* e *stakeholders*, bensì) del sistema economico nel suo complesso.

In quest’ottica si spiega la progressiva *istituzionalizzazione* dell’impresa bancaria e del suo governo societario, realizzata sottraendo spazio all’autonomia privata (sempre più compressa entro precetti imperativi e vincoli di settore) e potenziando, di converso, il ruolo di *esponenti aziendali* - altamente qualificati e tendenzialmente indipendenti da chi effettivamente li nomina⁽³⁸⁾

della governance delle società bancarie da parte della Banca d’Italia, in *Dir. banc.*, 2015, p. 209 ss.; M.CERA, *Il buon governo delle banche tra autonomia privata e vigilanze pubbliche*, in *Riv. soc.*, 2015, p. 947 ss.; P.MONTALENTI, *Amministrazione e controllo nella società per azioni tra codice civile e ordinamento bancario*, 2015, I, spec. p. 727 ss.; A.DE PRÀ, *Il nuovo governo societario delle banche*, in *NLCC*, 2015, p. 525 ss.; R.D’AMBROSIO e M.PERASSI, *Il governo societario delle banche*, in *Le società commerciali: organizzazione, responsabilità e controlli. Profili applicativi a dieci anni dalla “Riforma Vietti”* a cura di M.Vietti, Torino, Utet, 2004, p. 209 ss.; R.COSTI-F.VELLA, *Banche, governo societario e funzioni di vigilanza*, in *Quaderni di ricerca giuridica della Banca d’Italia*, consultabile in www.bancaditalia.it, 2008, p. 7 ss.; L.ARDIZZONE, *Il ruolo del presidente delle società bancarie*, in *Riv. soc.*, 2014, 1308 ss.; G.LEMME, *Le disposizioni di vigilanza sulla governance delle banche: riflessioni a tre anni dall’intervento*, in *Banca e borsa*, 2011, I, p. 705 ss.

³³ Si tratta della direttiva 2013/36/UE e del Regolamento 2013/575/UE, entrambi del 26 giugno 2013.

³⁴ La direttiva 2013/36/UE è stata recepita nell’ordinamento italiano con la legge di delegazione europea 2013 (articolo 3 par. 1 lett. d, della legge 7 ottobre 2014 n. 154 recante la «Delega al governo per il recepimento delle direttive europee e l’attuazione di altri atti dell’Unione europea») ed attuata con il decreto legislativo n. 72 del 12 maggio 2015, che ha novellato in più punti il testo unico bancario.

³⁵ Ci si riferisce a EBA, *Guidelines on Internal Governance* del 27 settembre 2011, consultabili in www.eba.europa.eu.

³⁶ Cfr. BANCA D’ITALIA, *Disposizioni di vigilanza per le banche*, Circolare n. 285 del 17 dicembre 2013, I aggiornamento del 6 maggio 2014, consultabile in www.bancaditalia.it/; EAD, *Disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche, sistema dei controlli interni, sistema informativo e continuità operativa*, 15° aggiornamento 2 luglio 2013, consultabile in www.bancaditalia.it/.

³⁷ BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Guidelines. Corporate governance principles for banks*, luglio 2015, consultabili in www.bis.org.

³⁸ La previsione di requisiti obbligatori di *fit and proper* in capo ai gestori delle società bancarie, il dovere di astenersi in ipotesi di interessi in conflitto con quello della società, l’assoggettamento alla potenziale rimozione dalla carica da parte dell’Autorità di vigilanza, e via discorrendo, sono tutti indici di una graduale *professionalizzazione* dell’(incarico di) amministratore di enti creditizi e, quindi, di un passaggio dal modello di amministrazione tradizionalmente basato sul rapporto fiduciario gestori e soci, a presidio dell’interesse sociale identificato nello *shareholders’ value*, verso un assetto più istituzionale dell’operatore bancario, chiamato ad agire (prima di tutto) nel rispetto degli interessi generali. Sulla progressiva *istituzionalizzazione* di taluni ambiti del diritto societario si v., *ex multis*,

- nel nome di un interesse sociale settoriale sempre più «permeato dagli interessi pubblicistici che contraddistinguono l'esercizio dell'attività finanziaria» (39).

Sta dunque prendendo piede un sistema in cui la complessità tecnica dell'attività bancaria richiede una gestione e supervisione strategica dell'impresa rimessa a professionalità diversificate e specializzate, attente alle esigenze mutevoli che emergono nella dinamica del *business* finanziario.

Siffatta "managerializzazione" dell'impresa creditizia (40) spiega - oltre alla necessità che gli esponenti aziendali di banche siano dotati di requisiti rigorosi di idoneità soggettiva allo svolgimento dell'incarico (41), anche - l'esigenza che l'organo amministrativo abbia, nel suo complesso, una «adeguata composizione» (42), e cioè una combinazione quali-quantitativa (43) in grado di riflettere «una gamma sufficientemente ampia di esperienze» (44). A questo proposito, il comitato nomine (ove istituito) è chiamato ad

M.LIBERTINI, *Scelte fondamentali di politica legislativa e indicazioni di principio nella riforma del diritto societario del 2003. Appunti per un corso di diritto commerciale*, in *Riv. dir. soc.*, 2008, p. 198 ss.

³⁹ Così, in luogo di molti, F.CAPRIGLIONE, *cit.* (nt. 32), spec. p. 119.

⁴⁰ L'espressione è tratta da M.LAMANDINI, *Governance dell'impresa bancaria: un (piccolo) interrogativo sulle prospettive evolutive*, in *Il governo delle banche*, *cit.* (nt. 32), spec. p. 108.

⁴¹ L'art. 26, comma 2, del testo unico bancario stabilisce che gli esponenti aziendali «devono possedere requisiti di professionalità, onorabilità e indipendenza, soddisfare criteri di competenza e correttezza, dedicare il tempo necessario all'efficace espletamento dell'incarico, in modo da garantire la sana e prudente gestione della banca». Il successivo comma 3 precisa che «il Ministro dell'economia e delle finanze, con decreto adottato sentita la Banca d'Italia, individua: a) i requisiti di onorabilità omogenei per tutti gli esponenti; b) i requisiti di professionalità e indipendenza, graduati secondo principi di proporzionalità; c) i criteri di competenza, coerenti con la carica da ricoprire e con le caratteristiche della banca, e di adeguata composizione dell'organo; d) i criteri di correttezza, con riguardo, tra l'altro, alle relazioni d'affari dell'esponente, alle condotte tenute nei confronti delle autorità di vigilanza e alle sanzioni o misure correttive da queste irrogate, a provvedimenti restrittivi inerenti ad attività professionali svolte, nonché a ogni altro elemento suscettibile di incidere sulla correttezza dell'esponente; e) i limiti al cumulo di incarichi per gli esponenti delle banche, graduati secondo principi di proporzionalità e tenendo conto delle dimensioni dell'intermediario; f) le cause che comportano la sospensione temporanea dalla carica e la sua durata».

⁴² Così si esprime l'art. 26, comma 3, lettera c, del testo unico bancario. Sull'adeguatezza degli assetti organizzativi in generale nel campo delle società operanti nei mercati finanziari si v., *ex multis*, G.SCOGNAMIGLIO, *Recenti tendenze in tema di assetti organizzativi degli intermediari finanziari (e non solo)*, in *Banca e borsa*, 2010, I, p. 137 ss.

⁴³ Cfr. V.CALANDRA BUONAURA, *Il ruolo dell'organo di supervisione strategica e dell'organo di gestione nelle disposizioni di vigilanza sulla corporate governance e sui sistemi di controllo interno delle banche*, in *Banca Impresa Soc.*, 2015, spec. p. 22 ss.; R.LENER, *Le nuove regole in materia di supervisione strategica e di gestione nelle banche*, in *Il governo delle banche*, *cit.* (nt. 32), p. 113 ss.

⁴⁴ Così si esprime l'art. 91, comma 1, della direttiva 2013/36/UE, che prosegue al settimo comma precisando che «l'organo di gestione possiede collettivamente conoscenze, competenze ed esperienze adeguate per essere in grado di comprendere le attività dell'ente, inclusi i principali rischi».

effettuare una valutazione prodromica sul bilanciamento di competenze, conoscenze, diversità ed esperienze all'interno dell'organo di supervisione strategica, esaminando periodicamente la *composizione* del consiglio di amministrazione (45).

A presidio dell'adeguatezza – attuale e prospettica – dell'assetto consiliare, la normativa bancaria sancisce un obbligo di costante *autovalutazione* da parte degli organi di amministrazione e controllo, chiamati, innanzitutto, a verificare l'idoneità dei propri singoli componenti e dell'organo collegiale nel suo complesso (documentando, poi, il processo di analisi svolto e motivando opportunamente l'esito di tale analisi) e quindi, ove riscontrino specifiche e limitate carenze, ad adottare tutte le «*misure necessarie a colmarle*» (46).

Si comprendono, pertanto, le articolate procedure di elezione e rinnovo delle cariche sociali dettate dalle disposizioni di vigilanza emanate dalla Banca d'Italia (47), che sono volte ad assicurare che gli organi di amministrazione e controllo delle banche – non solo rappresentino le varie componenti della base sociale, ma soprattutto – preservino una composizione adeguata (i) definendo essi stessi *ex ante* il novero di professionalità loro necessarie per svolgere in maniera efficace l'incarico gestorio (tenuto conto delle criticità emerse di tempo in tempo) e (ii) facendo in modo che il processo di

45 In tal senso depongono i precetti contenuti all'art. 88, comma 2, lett. a) e b), della direttiva 2013/36/UE. L'assunto da cui muovono le disposizioni citate è il seguente: «*more diverse boards will monitor management more effectively and therefore contribute to improved risk oversight and bank's resilience*» [in questi termini si esprimono L.ENRIQUES e D.A.ZETZSCHE, *Quack Corporate Governance, Round III? Bank Board Regulation Under the New European Capital Requirement Directive*, in *Theoretical Inquiries in Law*, 2015, p. 218]. In arg. si v. anche K.J.HOPT, *Corporate Governance of Banks and Other Financial Institutions after the Financial Crisis*, in *Journal of Corporate Law Studies*, 2013, p. 219 ss.; G20/OECD, *Principles of Corporate Governance*, consultabili in *www.oecd.org*, 2015; p. 60 ss. La normativa secondaria italiana (sezione IV della Circolare della Banca d'Italia n. 285 del 17 dicembre 2013, come aggiornata il 6 maggio 2014) ha declinato nello specifico siffatti principi, disponendo che, sotto il profilo qualitativo, negli organi con funzioni di supervisione strategica e gestione devono essere presenti soggetti (...) dotati di professionalità adeguate al ruolo da ricoprire, anche in eventuali comitati interni al consiglio, e calibrate in relazione alle caratteristiche operative e dimensionali della banca; con competenze diffuse tra tutti i componenti e opportunamente diversificate, in modo da consentire che ciascuno dei componenti, sia all'interno dei comitati di cui sia parte che nelle decisioni collegiali, possa effettivamente contribuire, tra l'altro, a individuare e perseguire idonee strategie e ad assicurare un governo efficace dei rischi in tutte le aree della banca.

46 Così l'art. 26, comma 5, del testo unico bancario. Cfr. in arg. C.BRESCIA MORRA e G.CRISCI, *L'autovalutazione dei consigli di amministrazione delle banche quotate*, in *Bancaria*, 2011, p. 76 ss.; A. DE PRÀ, *cit.* (nt. 32), p. 608 ss.

47 Si tratta della citata sezione IV della Circolare della Banca d'Italia n. 285 del 17 dicembre 2013, come aggiornata il 6 maggio 2014.

selezione e nomina dei candidati prenda in considerazione tali indicazioni ⁽⁴⁸⁾.

Da quanto precede emerge un quadro di *concertazione* fra amministratori e soci, in cui i primi sono chiamati ad identificare preventivamente la propria composizione quali-quantitativa ottimale (per l'efficace svolgimento dei compiti ad essi attribuiti), individuando il profilo teorico dei candidati ritenuti ideali per garantire la perdurante adeguatezza dell'assetto gestionale della banca ⁽⁴⁹⁾, e i secondi – dopo essere stati edotti, in tempo utile, sulle professionalità suggerite dagli stessi amministratori per integrare o rinnovare il *plenum* consiliare – sono richiesti di presentare e votare candidature coerenti con la composizione ottimale emersa in sede di istruttoria consiliare, motivando eventuali scostamenti rispetto alle analisi svolte dall'organo amministrativo ⁽⁵⁰⁾.

Inoltre, al fine di preservare la continuità gestionale dell'ente creditizio, è prevista l'adozione di misure organizzative funzionali ad assicurare l'ordinata successione nelle posizioni di vertice dell'esecutivo e il graduale inserimento dei nuovi componenti negli organi aziendali, senza rendere eccessivamente difficoltoso il rinnovo delle cariche sociali ⁽⁵¹⁾.

Il potenziamento del ruolo degli amministratori nel processo di selezione e nomina degli esponenti aziendali nelle banche trova spiegazione nel rinnovato equilibrio fra il tradizionale interesse dei soci alla massimizzazione della redditività dell'investimento azionario (avvalendosi dell'azione tecnica dei propri *fiduciary agents*)

⁴⁸ Osserva in proposito V.CALANDRA BUONAURA, *L'influenza del diritto europeo sulla disciplina bancaria*, reperibile in www.orizzontideldirittocommerciale.it, 2015, p. 5-6, che «l'intero procedimento di nomina delineato dalla Circolare [ndr. della Banca d'Italia], che attribuisce all'organo di supervisione strategica un ruolo fondamentale nel definire la composizione quali-quantitativa ritenuta ottimale, si pone in termini di difficile compatibilità con il fatto che la nostra disciplina societaria, almeno per quanto riguarda il sistema tradizionale, attribuisce la competenza per la nomina degli amministratori esclusivamente ai soci, la cui libertà di scelta non appare condizionabile ad un dovere di motivazione (che, invece, viene espressamente previsto dalla Circolare) quando non risulti conforme alle indicazioni del consiglio di amministrazione». Cfr. P.MARCHETTI, *Disposizioni di vigilanza su organizzazione e governo societario delle banche*, in *Riv. soc.*, 2012, p. 414-5; F.VELLA, *Banche e assicurazioni: le nuove frontiere della corporate governance*, in *Banca Impresa Società*, 2014, p. 304-5.

⁴⁹ Così dispone l'art. 2.1c della sezione IV della citata Circolare della Banca d'Italia, che poi rimette al consiglio di amministrazione l'attività di successiva verifica della rispondenza tra la composizione qual-quantitativa ritenuta ottimale e quella effettiva risultante dal processo di nomina. In arg. si v. F.VELLA, *La "qualità" del governo delle banche*, in *L'ordinamento italiano del mercato finanziario tra continuità e innovazioni* a cura di V.Calandra Buonaaura, A.Bartolacelli e F.Rossi, Giuffrè, Milano, 2014, p. 48 ss.; U.TOMBARI, *Amministratori indipendenti, "sistema dei controlli" e corporate governance. Quale futuro*, in *Corporate governance e "sistema dei controlli" nella s.p.a.* a cura di U.Tombari, Giappichelli, Torino, 2013, p. 50 ss.

⁵⁰ Cfr. l'art. 2.1d della sezione IV della Circolare della Banca d'Italia più volte richiamata.

⁵¹ Si v. l'art. 2.1 alle lettere f, e ed h, della sezione IV citata.

e l'interesse, più generale, degli *stakeholders* a una gestione sana e prudente nel medio-lungo termine dell'azienda creditizia, meglio garantita da una composizione dell'organo amministrativo *oggettivamente* adeguata alle esigenze dell'impresa, tenuto anche conto dell'evoluzione dell'attività svolta o programmata (suscettibile di verifica periodica da parte degli amministratori stessi), nonostante ciò possa indebolire il vincolo fiduciario fra gestori e azionisti.

Tale deriva *istituzionalistica* dell'interesse sociale nelle imprese bancarie rivela l'essenza del rinnovato bilanciamento di poteri e ruoli (fra amministratori e soci) nel processo di costante adeguamento della composizione dell'organo amministrativo all'evoluzione dell'attività svolta dall'impresa: equilibrio che può essere colto appieno solo valorizzando il contributo valutativo essenziale di chi è chiamato a gestire ordinariamente siffatta attività (*i.e.* l'organo amministrativo) ⁽⁵²⁾.

In tale prospettiva, come detto, uno dei principali obiettivi di politica legislativa perseguiti, a vari livelli, da normative e orientamenti recenti in materia di *governance* bancaria è quello di incentivare meccanismi in grado di assicurare che la gestione aziendale sia rimessa a organi amministrativi aventi, nel loro complesso, un insieme di professionalità ed esperienze adeguate al più efficace svolgimento della *mission* aziendale. Al riguardo, si deve osservare che, per un verso, la complessità del *business* bancario e finanziario è tale da richiedere un percorso di formazione iniziale, per gli amministratori di nuova nomina, che può durare anche alcuni mesi dall'entrata in carica ⁽⁵³⁾, e, per altro verso, la dinamicità dei mercati finanziari comporta, sovente, modifiche (anche significative) dei piani industriali e strategici, da realizzarsi in poco tempo. Di conseguenza, una composizione inizialmente adeguata di un

⁵² Valgano, per tutti, le osservazioni di C.ANGELICI, *La società per azioni: principi e problemi*, nel *Trattato di dir. civ. e comm.* fondato da A.Cicu e F.Messineo, Giuffrè, Milano, 2013, spec. p. 348-9, laddove si osserva che «a questa autonomia [ndr. gestoria] inducono non soltanto ragioni di efficienza, per esempio l'opportunità di avvalersi per la gestione dell'impresa di adeguate professionalità, ma anche la (almeno potenziale) eterogeneità di tali interessi: che richiede allora una conduzione imprenditoriale in qualche modo "neutrale" nei loro confronti». Cfr. anche G.FERRI JR, *Situazioni giuridiche soggettive e disciplina societaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, I, p. 393 ss.

⁵³ Tant'è che nella nota di commento alla Linea applicativa 2, lett. b), Sez. IV, della Circolare più volte richiamata è precisato che «con riferimento alla composizione del consiglio, le autovalutazioni iniziali possono, ad esempio, essere soprattutto indirizzate ad identificare eventuali programmi di formazione utili ad accrescere gli skills dei componenti; quelle effettuate negli anni successivi possono invece essere prioritariamente finalizzate ad individuare la migliore composizione del consiglio in vista dei rinnovi». Sul punto si veda anche EBA, *Orientamenti sulla valutazione dell'idoneità dei membri dell'organo gestorio e del personale che riveste ruoli chiave*, consultabile in www.eba.europa.eu, e del BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *cit.* (nt. 37).

⁵³ Sul punto cfr. EBA, *Orientamenti sulla valutazione dell'idoneità dei membri dell'organo gestorio e del personale che riveste ruoli chiave*, *cit.* (nt. 53).

determinato *plenum* consiliare potrebbe necessitare di cambiamenti in corsa durante lo svolgimento del mandato gestorio.

A ciò si aggiunga che, nel contesto normativo vigente in Italia, l'applicazione del divieto di *interlocking* – che impedisce la contemporanea assunzione di due o più cariche amministrative o di controllo in società appartenenti a gruppi bancari/finanziari concorrenti – riduce sensibilmente il novero delle professionalità che, seppur astrattamente adeguate alle esigenze cangianti della singola impresa bancaria o finanziaria, possano in concreto accettare il nuovo incarico aziendale proposto ⁽⁵⁴⁾.

Tutte le considerazioni dianzi esposte convergono verso il convincimento che l'adozione dello *staggered board* rappresenti una soluzione congeniale agli assetti di *governance* delle società bancarie, dato che offrirebbe un'occasione periodica di confronto fra amministratori e soci in merito alle professionalità necessarie a preservare nel tempo un'adeguata composizione consiliare, secondo una scadenza temporale annuale che meglio consentirebbe di uniformare gli assetti gestionali alla celerità dell'evoluzione industriale, finanziaria e strategica dell'impresa e agli esiti del processo di autovalutazione consiliare ⁽⁵⁵⁾; il tutto senza dover ricorrere ad istituti che mal si conciliano con un ricambio fisiologico e meditato della classe manageriale (come, ad esempio, la prassi delle dimissioni "indotte", ovvero quella di procedere all'incremento del numero degli amministratori anche quando ciò non sia strettamente necessario, o infine l'attivazione di clausole di *simul stabunt* o persino la revoca senza giusta causa dei consiglieri "sacrificabili", e via discorrendo).

⁵⁴ Si tratta dell'art. 36 del d.l. 6 dicembre 2011 n. 201.

⁵⁵ Cfr. EBA, *Orientamenti sulla valutazione dell'idoneità dei membri dell'organo gestorio e del personale che riveste ruoli chiave*, cit. (nt. 53), secondo cui la valutazione circa l'idoneità dei membri dell'organo gestorio dovrebbe essere continuativa (pertanto sia nel momento dell'assunzione dell'incarico che nel continuo dello svolgimento dello stesso) [ad es. l'art. 6.2 di tali linee guida prevede che «quando gli eventi lo rendono necessario, gli enti creditizi dovrebbero effettuare una nuova valutazione dell'idoneità di un membro dell'organo gestorio per verificare che la persona continui a essere in possesso dei requisiti di idoneità»]. Si v. anche le raccomandazioni del BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, cit. (nt. 37), ove [all'art. 59 delle *Guidelines*] è enunciato il principio in base al quale «to support its own performance, the board should carry out regular assessments of the board as a whole, its committees and individual board members. The board should (i) periodically review its structure, size and composition; (ii) assess the ongoing suitability of each board member periodically, also taking into account his or her performance on the board; (iii) either separately or as part of these assessment, periodically review the effectiveness of its own governance practices and procedures, determine where improvements may be needed, and make any necessary changes». Per le società quotate *tout court*, il criterio applicativo 1.C.1 lett. h) del codice di autodisciplina promosso da Borsa italiana s.p.a. raccomanda al consiglio di amministrazione uscente, tenuto conto degli esiti della autovalutazione circa la propria composizione, di «esprime[re] agli azionisti, prima della nomina del nuovo consiglio, orientamenti sulle figure manageriali e professionali, la cui presenza in consiglio sia ritenuta opportuna».

Inoltre, un innesto *graduale* dei nuovi esponenti aziendali scongiurerebbe in radice l'eventualità di pericolose soluzioni di continuità gestionale – assai deprecabili in organizzazioni aziendali di tale complessità e importanza sistemica – oltre a facilitare la fase di adattamento iniziale degli amministratori di nuova nomina, i quali beneficerebbero sin dal principio del confronto dialettico con i componenti aventi più lunga esperienza.

A ciò deve aggiungersi che l'adozione dello *staggered board* nelle banche italiane, moltiplicando le finestre temporali in cui parte degli esponenti aziendali verrebbe selezionata ed eletta, per un verso incrementerebbe la possibilità di reperire sul mercato *curricula* d'eccellenza in campo finanziario (riducendo, di fatto, le rigidità prodotte dalla normativa *interlocking* sopra richiamata)⁽⁵⁶⁾, e, per altro verso, espanderebbe le occasioni di dialogo istituzionale fra amministratori e soci in merito alla adeguata composizione del *board*, onde riflettere anche all'interno del consiglio di amministrazione i mutamenti significativi della compagine sociale della banca eventualmente intervenuti in corso d'esercizio.

Infine, la soluzione organizzativa qui auspicata, oltre ad essere coerente con un'impostazione ancora improntata a una ricostruzione in termini prevalentemente societari e contrattualistici dell'(interesse sociale dell') impresa bancaria⁽⁵⁷⁾ – essendo volta a incrementare e procedimentalizzare le occasioni di confronto fra *shareholders* e loro *agents* – è altresì in linea con le esigenze tipiche degli enti aventi rilievo istituzionale-pubblicistico, in cui, notoriamente, la continuità amministrativa e l'insediamento progressivo dei nuovi componenti di organi collegiali apicali costituisce una regola organizzativa coerente con la necessità di evitare vuoti o ritardi gestionali nello svolgimento di attività di interesse generale⁽⁵⁸⁾.

4. Staggered board e attivismo degli investitori istituzionali: quali benefici per la governance delle società quotate ?

⁵⁶ Dato che l'elezione del candidato temporaneamente indisponibile (in virtù della doppia carica) potrebbe essere rinviata di poco tempo (*i.e.* sino alla scadenza dell'incarico in concorrenza) senza dover sempre attendere l'integrale decorso del triennio (che, sovente, è la durata del mandato gestorio). In arg. si v. M.CERA, *Interlocking Directorates nelle società bancarie, finanziarie e assicurative: evoluzioni e problemi*, in *Banca e borsa*, 2010, I, p. 276 ss.; P.TULLIO, *Il cumulo di incarichi in imprese concorrenti*, Padova, Cedam, 2014, spec. p. 156 ss.

⁵⁷ Come suggerisce G.FAUCEGLIA, *Il glossario delle istruzioni di vigilanza sul "governo societario": verso l'amministrativizzazione del diritto dell'impresa?*, in *Il governo delle banche*, cit. (nt. 32), p. 129 ss.

⁵⁸ È sufficiente in questa sede menzionare, a titolo esemplificativo e nella consapevolezza delle radicali diversità del caso, le disposizioni che dispongono un ricambio graduale e periodico dei componenti della Corte costituzionale, ma il discorso vale anche per le autorità di vigilanza più importanti e via discorrendo.

Oltre che nelle banche, lo *staggered board* costituisce soluzione organizzativa auspicabile anche nelle società quotate *tout court*. Ciò in quanto – ribaditi i vantaggi, più volte rammentati, in termini di continuità gestionale e di effettivo monitoraggio sull’adeguata composizione dell’organo amministrativo e dei comitati endoconsiliari – il sistema di rotazione degli amministratori consentirebbe agli emittenti quotati di adattare, con cadenza annuale, gli assetti gestori all’evoluzione degli equilibri fra soci⁽⁵⁹⁾, e quindi di assicurare ai nuovi investitori una finestra temporale “istituzionale” e periodica per far valere le proprie eventuali istanze rappresentative.

Il che non significa, tuttavia, che la maggioranza degli amministratori – che costituisce l’indice principale da cui inferire la sussistenza di un controllo *di fatto* sull’emittente⁽⁶⁰⁾ – sia suscettibile di cambiamento ad ogni esercizio (ma nemmeno, come avviene tipicamente oggi, in ragione degli assetti partecipativi, talvolta occasionali e transeunti, di fine triennio), dato che, in uno scenario fisiologico (in cui non si ricorra né alla revoca degli *incumbents* né alla cooptazione degli *insurgents*), per conseguire l’elezione di più della metà dei consiglieri di amministrazione sarebbe necessario prevalere in almeno due tornate assembleari nel corso degli ultimi tre esercizi, e quindi in un lasso temporale che, da un lato, deve considerarsi sufficientemente stabile per escludere contingenze casuali e,

⁵⁹ Oltre al tradizionale equilibrio all’interno della compagine sociale, le peculiarità dei mercati finanziari contemporanei mostrano come – a mutare nel tempo – possano essere anche gli assetti al vertice dei singoli azionisti istituzionali, atteso che, nel moderno capitalismo finanziario, il problema degli *agency costs* non si manifesta solo al livello dei rapporti fra amministratori e soci dell’impresa ad azionariato diffuso (secondo la tradizionale tesi di Berle e Means) ma anche al livello della compagine sociale del singolo azionista rilevante, che a sua volta – essendo, sovente, un investitore istituzionale che impiega il denaro altrui – si confronta con i propri *agency problems* [cfr. J.N.GORDON e R.J.GILSON, *The Agency Cost of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, in *Columbia Law Review*, 2013, 883 ss.]. Cfr., nella dottrina italiana, N.ABRIANI e D.U.SANTOSUOSSO, *La Direttiva relativa all’esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate ed il ruolo degli investitori istituzionali nella democrazia azionaria del terzo millennio*, in *Riv. dir. soc.*, 2007, spec. p. 141. In ogni caso, che la continuità della gestione imprenditoriale costituisca un obiettivo da preservare anche in ipotesi di mutamenti significativi al livello della compagine sociale in ogni genere di impresa societaria (a prescindere dal tipo prescelto e dalla dimensione concreta) è opinione diffusa [cfr. P.PISCITELLO, *Governo delle società di persone e circolazione delle quote*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*, Giappichelli, Torino, 2010, p. 282 ss.].

⁶⁰ Cfr., di recente, G.MOLLO e D.MONTESANTO, *Il controllo societario nel Testo unico della finanza. Problemi e prospettive di riforma*, in *Quaderni giuridici della Consob* reperibile in www.consob.it. 2015, 5 ss.

dall'altro lato, non sarebbe troppo lungo da disincentivare un acquisto graduale del controllo ⁽⁶¹⁾.

L'assemblea annuale di nomina di almeno un terzo degli amministratori rappresenterebbe, peraltro, un'occasione appropriata per consentire agli investitori istituzionali di manifestare in maniera incisiva il proprio gradimento sulla gestione d'esercizio - con uno strumento ben più efficace del voto consultivo sulle politiche di remunerazione ⁽⁶²⁾ - che si manifesterebbe attraverso la preferenza espressa sui candidati presentati per integrare il *plenum* consiliare ⁽⁶³⁾. Sul piano delle concretezze, si tratterebbe di una sorta di "test elettorale", volto a indirizzare la futura gestione dell'impresa quotata; il tutto coerentemente con l'orientamento di derivazione europea (ma anche statunitense) volto a potenziare i diritti di *voice* e di intervento attivo dei soci al fine di monitorare e guidare più da vicino l'operato di amministratori e *manager* ⁽⁶⁴⁾.

⁶¹ Osserva infatti L.A.BEBCHUCK, *The Case for Increasing Shareholder Power*, in *Harvard Law Review*, 2005, spec. p. 839, che «to address the concern that some shareholder-initiated proposals could be adopted because of transient interests, lapses, or distortions, the proposed regime would allow shareholder-initiated governance changes to go into effect only if they enjoy shareholder majority support in two successive annual meetings. Changes would thus be adopted only if they are viewed as value-enhancing by a stable majority of shareholders over a considerable period of time, which would provide ample opportunity for management to present its case. The proposed regime also would facilitate management counter-proposals to make it more likely that the menu offered to shareholders would include the value-maximizing option». Cfr., più di recente, A.DIGNAM, *The Future of Shareholder Democracy in the Shadow of the Financial Crisis*, in *Seattle University Law Review*, 2013, p. 1639 ss.

⁶² Su cui, in luogo di molti, si v. M.MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari "consultive" nella società per azioni*, in *Riv. dir. soc.*, 2014, p. 143 ss., il quale a p. 156 osserva come «la previsione di una pronuncia consultiva dei soci serve ad attivare uno scambio di informazioni con gli amministratori e a segnalare a questi ultimi le preferenze coltivate dai primi circa gli obiettivi da realizzare»; cfr. anche M.RABITTI e P.SPATOLA, *Sub art. 123-ter Tuf*, nel *Commentario al Tuf* a cura di M.Fratini e G.Gasparri, vol. II, Utet, Torino, 2012, spec. p. 1715.

⁶³ Il rapporto annuale della Consob sulla *corporate governance* delle società quotate italiane relativo all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2014, consultabile in www.consob.it, mostra a p. 5 come sia cresciuta la partecipazione degli investitori istituzionali alle adunanze assembleari la cui presenza ha superato il 20% del capitale rappresentato mediamente in assemblea), e ciò è principalmente dovuto, ad avviso della Consob, all'aumentata partecipazione degli investitori istituzionali esteri, passata dal 12% nel 2012 all'attuale 19,7%. Sull'incidenza che gli assetti proprietari delle grandi imprese italiane producono sull'organizzazione di tali società si v. A.ZOPPINI, *L'impresa come organizzazione e il sistema dei controlli*, in *Metamorfosi del diritto delle società ?* a cura di F.Brescia, L.Torchia e A.Zoppini, Editoriale scientifica, Napoli, 2012, spec. p. 40 ss.

⁶⁴ A ciò si aggiunga che lo *staggered board* eliminerebbe in radice anche il rischio - evidenziato da M.BELCREDI e L.CAPRIO, *Amministratori di minoranza e amministratori indipendenti: stato dell'arte e proposte evolutive*, in *Atti dei seminari celebrativi per i 40 anni dall'istituzione della Consob* a cura di G.Mollo, consultabile in www.consob.it, 2015, spec. p. 25 - per cui «in assenza di un azionista di controllo - siano gli investitori istituzionali a eleggere la maggioranza del CdA, con implicazioni di notevole portata, non tutte desiderabili (ad es. in termini sia di responsabilità strategico-gestionale, sia di eventuale obbligo di OPA conseguente)» dato che, l'eventuale prevalenza della lista

L'appuntamento annuale con l'elezione di parte del *board* offrirebbe, inoltre, una sede ideale agli azionisti di lungo periodo per beneficiare della *maggiorazione* del voto eventualmente maturata *medio tempore* (ove tale incentivo sia previsto dallo statuto dell'emittente di specie) nella materia in cui, per eccellenza, i soci fedeli potrebbero influenzare la gestione imprenditoriale prospettica, e ciò senza dover attendere, in talune circostanze, ben più del biennio necessario per conseguire la duplicazione del potere di voto stesso ⁽⁶⁵⁾.

Si aggiunga inoltre che, nelle società quotate a controllo pubblico (le quali, in Italia, sono numerose e rappresentano una parte considerevole della capitalizzazione di Borsa), un ricambio degli amministratori scaglionato nel tempo impedirebbe il fenomeno - diffuso nella prassi ma assai sgradito agli investitori finanziari - di integrale sostituzione degli esponenti aziendali alla prima scadenza dell'organo consiliare successiva al mutamento del colore politico dell'azionista pubblico di riferimento ⁽⁶⁶⁾.

Alla luce delle considerazioni che precedono, non appare del tutto comprensibile la scarsa attenzione che le società italiane operanti nei mercati finanziari hanno finora dedicato al congegno organizzativo qui in disamina.

Una prima spiegazione della diffidenza nei confronti dello *staggered board* potrebbe risiedere nell'incertezza che un tempo caratterizzava l'ammissibilità, sul piano societario, di tale assetto di *governance*. Prima della riforma del diritto societario del 2003, infatti, era dibattuto in dottrina e in giurisprudenza se il principio di sincronica scadenza di tutti gli amministratori di s.p.a. costituisse una regola inderogabile ovvero disponibile, e, per i sostenitori del secondo orientamento, se fosse competenza dell'assemblea in sede ordinaria - ovvero in adunanza straordinaria - la scelta di optare per un sistema a scadenza scaglionata del consiglio di amministrazione ⁽⁶⁷⁾.

presentata da investitori istituzionali nell'assemblea annuale portrebbe, al più, all'elezione di un terzo degli amministratori, senza attribuire a tali soci il controllo sul *board*. In arg. cfr. anche M.BELCREDI e L.ENRIQUES, *Institutional Investor Activism in a Context of Concentrated Ownership and High Private Benefits of Control: the Case of Italy*, consultabile in *www.ecgi.org*, 2014, p. 1 ss.

⁶⁵ In arg. si v., in luogo di molti, M.LAMANDINI, *Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto*, in *Giur. comm.*, 2015, I, p. 491 ss.; G.FERRI JR., *Azioni a voto plurimo e voto maggiorato: profili tipologici*, in *Riv. not.*, 2015, I, p. 761 ss.; V.CARIELLO, *Azioni a voto potenziato, "voti plurimi senza azioni" e tutela dei soci estranei al controllo*, in *Riv. soc.*, 2015, p. 164 ss.; C.F.GIAMPAOLINO, *Azioni a voto maggiorato e a voto plurimo*, in *Giur. comm.*, 2015, I, p. 779 ss.

⁶⁶ Il rapporto annuale della Consob sulla *corporate governance*, cit. (nt. 63), indica, a p. 14, che le società quotate italiane partecipate dallo Stato o da altri poteri pubblici rappresentano il 36,9% della capitalizzazione di Borsa nel paniere FTSE-MIB.

⁶⁷ Per una disamina del dibattito dottrinale sulla legittimità dello *staggered board* nell'ordinamento societario italiano *ante* riforma del 2003, e su quale fosse l'assemblea competente a pronunciarsi in materia (ordinaria o straordinaria), si

Invero, con le modifiche apportate dalla richiamata riforma societaria all'incipit dell'art. 2386, comma 3, cod. civ. «*tutta questa discussione ha ormai il sapore delle cose lontane*»⁽⁶⁸⁾, atteso che il dato normativo vigente sancisce la regola della scadenza contemporanea degli amministratori «*salvo diversa disposizione dello statuto o dell'assemblea*»⁽⁶⁹⁾. In altre parole, è stato espressamente accolto dal legislatore l'orientamento secondo cui lo *staggered board* può essere legittimamente introdotto *durante societate* con delibera assembleare.

Resta il dubbio se, nelle società quotate – in cui, come noto, è obbligatorio il voto di lista per l'elezione degli amministratori (*ex art. 147-ter* del testo unico della finanza) – il meccanismo di rinnovo scaglionato dell'organo amministrativo possa essere adottato con delibera dell'assemblea ordinaria (come consente il citato art. 2386, comma 3, cod. civ. per la generalità delle s.p.a.) ovvero si renda sempre necessaria una modifica statutaria *ad hoc* per disciplinarne la procedura di funzionamento. Orbene, la risposta dovrà essere calibrata in ragione della formulazione adottata in concreto dai vari testi statuari per la regolamentazione del voto di lista, considerato che – in assenza di uno schema normativo di riferimento – i singoli emittenti adottano procedure statutarie non sempre coincidenti fra loro⁽⁷⁰⁾.

rinvia ai seguenti contributi: G.FERRI SR., *cit.* (nt. 10), p. 189 ss.; L.SAMBUCCI, *cit.* (nt. 10), p. 75 ss.; P.G.JAEGER, *cit.* (nt. 12), p. 871 ss.; F.MASSA FELSANI, *cit.* (nt. 12), p. 535 ss.; F.CORSI, *Amministratori: avanti in ordine sparso?*, in *Giur. comm.*, 1994, II, p. 639 ss.; F.BONOMO, *Riflessioni in tema di scadenza degli amministratori di società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, II, 1995, p. 148 ss.; G.FRÈ e G.SBISÀ, *Sub art. 2383 c.c.*, in *Commentario del codice civile* fondato da A.Scialoja e G.Branca, Zanichelli, Bologna, 1997, p. 782 ss.; G.MINERVINI, *Gli amministratori di società per azioni*, Giuffrè, Milano, 1956, p. 100 ss.; G.CASELLI, *Vicende del rapporto di amministrazione*, nel *Trattato delle società per azioni* diretto da G.Colombo e G.B.Portale, Utet, Torino, 1991, p. 73 ss. In giurisprudenza è noto in arg. il “caso Mediobanca”, su cui si sono pronunciate: Cass., 4 marzo 1994, n. 2144, in *Foro it.*, 1994, I, p. 3460 ss.; Cass., 24 giugno 1993, n. 7012, in *Giur. comm.*, 1994, II, p. 1351 ss.; Trib. Milano, 22 maggio 1986, in *Dir. fall.*, 1986, II, p. 613 ss.; App. Milano, 16 settembre 1988, in *Giur. comm.*, 1988, II, p. 876 ss.

⁶⁸ L'osservazione è di M.FRANZONI, *Sub art. 2386 c.c.*, nel *Commentario al codice civile* fondato da A.Scialoja e G.Branca, *cit.* (nt. 67), spec. p. 265.

⁶⁹ La dottrina è unanime al riguardo. Cfr. G.MOSCO, *Sub art. 2386 c.c.*, in *Società di capitali* a cura di G.Niccolini e A.Stagno d'Alcontres, Jovene, Napoli, 2004, p. 619 ss.; N.ABRIANI-P.MONTALENTI, *L'amministrazione: vicende del rapporto, poteri, deleghe e invalidità delle deliberazioni*, in *Società per azioni*, nel *Tratt. del dir. comm.* diretto da G.Cottino, Cedam, Padova, 2010, p. 604 ss.; P.RAINELLI, *Sub art. 2386 c.c.*, in *Il nuovo diritto societario* diretto da G.Cottino-G.Bonfante-O.Cagnasso-P.Montalenti, Zanichelli, Bologna, 2004, p. 711 ss.; G.TROISE, *Sub art. 2386 c.c.*, in *La riforma delle società* a cura di M.Sandulli e V.Santoro, Giappichelli, Torino, 2003, p. 432 ss.; L.DELLA TOMMASINA, *Sub art. 2386 c.c.*, in *Delle società, dell'azienda, della concorrenza* a cura di D.U.Santosuosso, Utet, Torino, 2015, p. 214 ss.

⁷⁰ Cfr. G.GUIZZI, *Il voto di lista per la nomina degli amministratori di minoranza nelle società quotate: spunti per una riflessione*, in *Corr. giur.*, 2007, p. 301 ss. Peraltro, nella seconda relazione annuale sull'applicazione del codice di autodisciplina predisposta dal Comitato per la *corporate governance* istituito presso Borsa italiana,

Sul piano delle opportunità sarebbe comunque raccomandabile che una scelta organizzativa di tale portata venisse adeguatamente proceduralizzata a livello statutario, quantomeno in sede di prima adozione (introducendo, ad esempio, una clausola statutaria di voto di lista flessibile, suscettibile di applicazione in futuro a prescindere dalla scadenza – sincronica o scaglionata – degli amministratori eventualmente prescelta, a quel punto, dall’assemblea ordinaria), così da rimettere la valutazione su tale assetto di *governance* a una più ampia platea di azionisti e da attribuire maggiore stabilità e certezza ai meccanismi di rotazione dei componenti dell’organo amministrativo ⁽⁷¹⁾. In altre parole – dopo aver modificato inizialmente la clausola statutaria in materia di elezione degli amministratori, attribuendole l’elasticità necessaria a consentire il rispetto dei requisiti di composizione consiliare previsti dalla normativa applicabile sia in ipotesi di scadenza sincronica sia in ipotesi di rinnovo scaglionato – potrebbe essere opportuno demandare, nel futuro, all’assemblea ordinaria annuale (*i.e.* coincidente con quella chiamata ad approvare il bilancio d’esercizio) la competenza a valutare e decidere, di volta in volta, quale sia il

reperibile in *www.borsaitaliana.it*, 2014, p. 24, si legge che «Con riferimento alla procedura di nomina degli amministratori, il Comitato rileva che, seppur scarsamente adoperato dalle società quotate italiane e non espressamente raccomandato dal Codice, lo *staggered board* possa trovare applicazione nell’ambito delle società quotate italiane, purché l’applicazione sia opportunamente coordinata con il sistema del voto di lista». Peraltro, la clausola statutaria sul voto di lista dovrebbe avere una portata tale da consentire, anche in ipotesi di *staggered board*, non solo la costante possibilità per gli azionisti di minoranza di vedere eletto il numero di candidati ad essi riservati dalla normativa applicabile, ma anche di mantenere il numero di amministratori indipendenti richiesto dalla legge e dallo statuto e da garantire il rispetto delle disposizioni sui requisiti di genere [a quest’ultimo riguardo, nel documento di consultazione pubblicato dalla Consob il 9 dicembre 2011 in materia di “quote rosa”, consultabile in *www.consob.it*, si osserva che «[u]na considerazione specifica riguarda le società i cui statuti prevedono il rinnovo parziale dell’organo amministrativo. In tali casi, si potrebbe ritenere che, in ragione del fatto che ciascuno dei rinnovi, sia pure parziale, investe i consiglieri eletti di un mandato, il rispetto della disciplina prevista dall’art. 147-ter, comma 1-ter [del Tuf], dovrebbe essere assicurato per ciascuno dei rinnovi parziali della composizione dell’organo amministrativo, fino al terzo anno. Le medesime considerazioni dovrebbero valere in caso di dimissioni o decadenza dell’intero organo di amministrazione o controllo prima della scadenza naturale del mandato»].

⁷¹ Si ritiene che una siffatta clausola statutaria non integri quelle modificazioni di diritto dirette ai “diritti di voto o di partecipazione” che, ai sensi dell’art. 2437, comma 1, lett. g), cod. civ., legittimerebbero il diritto di recesso per i soci che non abbiano concorso alle relative deliberazioni assembleari. Tale approccio ermeneutico è coerente con la ricostruzione del campo di applicazione di tale disposizione che si sta affermando in giurisprudenza, in dottrina e nella prassi, come si evince, *ex multis*, nei lavori recenti di C.ANGELICI, *sull’art. 2437, primo comma, lett. g), del c.c.*, in *Riv. not.*, 2014, I, p. 865 ss.; M.VENTORUZZO, *Modifiche di diritto, indirette e di fatto del diritto di voto e recesso nelle s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 2015, II, p. 1055 ss. Per una lettura sistematica di tale disposizione si v., in luogo di molti, M.LIBERTINI e C.ANGELICI, *Un dialogo su voto plurimo e diritto di recesso*, in *Riv. dir. comm.*, 2015, I, p. 1 ss.

sistema di rinnovo dell'organo amministrativo preferibile alla luce delle circostanze concrete e variabili nel tempo ⁽⁷²⁾.

Una ulteriore motivazione dello scetticismo che generalmente accompagna lo *staggered board* potrebbe rinvenirsi nell'endemico (ed erroneo) convincimento che, anche in Italia, esso dia luogo a una misura anti-scalata, al pari di quanto avviene negli ordinamenti esteri che gli attribuiscono tale valenza (si v. il precedente par. 2). Tuttavia, come già accennato in precedenza, anche tale credenza deve essere respinta, dato che – nell'ordinamento societario e finanziario domestico – il rinnovo scaglionato del consiglio di amministrazione non assicura agli amministratori in carica alcuna protezione ulteriore rispetto a quelle previste dalla legge applicabile al rapporto gestorio, e quindi non è in grado di limitare la contendibilità delle società quotate che eventualmente lo dovessero adottare ⁽⁷³⁾. Invero, la necessità di prevalere in almeno due tornate assembleari ravvicinate (*i.e.* nell'arco di un triennio) per nominare la maggioranza degli amministratori, per un verso assicura che il consiglio di amministrazione sia espressione di coalizioni azionarie tendenzialmente stabili nel tempo (e non improvvisate in occasione dell'elezione integrale del *board* alla scadenza dei tre anni, come potrebbe accadere nella prassi odierna) e, per altro verso, è coerente con la convinzione dominante secondo cui la sussistenza di un potere di controllo di fatto su una società quotata si può ragionevolmente inferire qualora un soggetto sia in grado di esprimere la maggioranza dei voti nell'assemblea ordinaria annuale per almeno due esercizi consecutivi ⁽⁷⁴⁾.

⁷² Ad esempio, fra i vantaggi che lo *staggered board* assicurerebbe potrebbe rientrare anche quello di disporre di uno strumento sufficientemente flessibile per inserire, nel consiglio di amministrazione, nuovi amministratori "indipendenti" (alla prima adunanza assembleare annuale utile) per l'ipotesi in cui fosse necessario incrementare il numero di tale genere di amministratori ovvero conservare l'originaria proporzione.

⁷³ In tal senso si v. A.GUACCERO, *Interesse al valore per l'azionista e interesse della società. Le offerte pubbliche in Italia e negli USA*, Giuffrè, Milano, 2007, spec. p. 311, laddove evidenzia che, essendo indisponibile nel nostro ordinamento la regola della revocabilità *ad nutum* degli amministratori, l'unica potenziale incidenza dello *staggered board* sulla contendibilità della società *target* potrebbe risiedere, di fatto, nella circostanza che «[u]n offerente non potrà così pianificare il lancio di un'offerta ostile in corrispondenza della scadenza naturale dell'organo amministrativo»; tuttavia, come osserva l'Autore, «tale maggior costo per l'acquisizione non negoziata del controllo [*i.e.* il risarcimento del danno agli amministratori revocati senza giusta causa] non sembra da solo in grado di disincentivare la promozione di offerte non sollecitate». Più di recente cfr. A.GUACCERO e N.CIOCCA, *Sub art. 104 Tuf*, nel *Commentario al Tuf* a cura di M.Fratini e G.Gasparri, *cit.* (nt. 62), spec. p. 1316-7.

⁷⁴ Si fa riferimento alla nota Comunicazione Consob n. DEM/3074183 del 2003, consultabile in www.consob.it, di recente condivisa da G.MOLLO e D.MONTESANTO, *cit.* (nt. 60), spec. p. 45, in cui si rammenta che «[i]n ordine agli ulteriori criteri per accertare l'esistenza del controllo di fatto, la Consob ha quindi stabilito che occorre verificare che non si tratti di un controllo occasionale dovuto ad una situazione contingente o un fortuito dominio di un'assemblea dove, ad esempio, uno o più azionisti rilevanti, non

Una volta ridimensionate le perplessità appena richiamate, rimane solo da valutare, caso per caso, se i benefici astrattamente connessi all'adozione dello *staggered board* siano in concreto realizzabili nei singoli emittenti, tenuto conto degli assetti proprietari, dell'attività svolta, oltre che di eventuali vincoli contrattuali o statutari rilevanti anche alla luce delle discipline di settore eventualmente applicabili.

5. *Brevi considerazioni conclusive.*

Le considerazioni svolte nei precedenti paragrafi mostrano l'opportunità di riflettere sui vantaggi che l'adozione di uno *staggered board* potrebbe apportare nelle società azionarie bisognose, in concreto, di dispositivi volti a salvaguardare e assicurare l'efficienza e la stabilità gestionale anche in un'ottica prospettica ovvero ad attrarre nuovi capitali da parte di investitori istituzionali interessati ad avere diritti di *voice* e di rappresentanza effettivi. Tali benefici emergono, con maggiore nettezza, nelle società vigilate, soprattutto bancarie, e nelle società ad azionariato diffuso, ma nulla vieta di pensare che possano manifestarsi anche in altre realtà e contesti imprenditoriali diversi.

Preso atto dell'accresciuta flessibilità che la soluzione organizzativa *de qua* offrirebbe alle società interessate ad avvalersene – senza presentare, all'apparenza, svantaggi eccessivi in termini di costi e processi per gli organi coinvolti – desta perplessità lo scarso utilizzo del congegno in parola nei mercati domestici.

L'auspicio è quindi quello di assistere, in Italia, a un rinnovato interesse per il sistema di rotazione degli amministratori nelle società operanti nei mercati finanziari, che sia scevro da preconcetti derivanti da un'errata percezione del suo funzionamento, e sia rispondente ai valori che emergono in un mercato finanziario nazionale caratterizzato da un'apertura crescente ai capitali esteri e da un processo di progressiva disgregazione delle coalizioni di controllo destinate a lasciare sempre più spazio ad assetti proprietari eterogenei e meno concentrati ⁽⁷⁵⁾.

abbiano potuto partecipare per cause impreviste. Si deve trattare, invece, di una situazione relativamente stabile, che va accertata attraverso un'analisi dell'andamento delle assemblee della partecipata per un arco di tempo ragionevolmente significativo (almeno due esercizi), poiché la possibilità che in future assemblee l'azionista che esercita il controllo di fatto possa essere messo in minoranza da una coalizione di altri soci costituisce una possibilità sempre concreta».

⁷⁵ I dati empirici sono tratti dall'ultimo rapporto della Consob sulla *corporate governance*, cit. (nt. 63), da cui si evince che, a fine 2014, «[i]l peso delle società controllate in termini di capitalizzazione di mercato si è contratto, portandosi sui livelli del 1998. Inoltre, continua a diminuire il peso delle coalizioni, in termini sia numerici sia di capitalizzazione (rispettivamente, da 51 nel 2010 a 32 nel 2014 e dal 12,5% al 9,6% della capitalizzazione di mercato), mentre aumenta quello delle imprese a proprietà dispersa (*widely held companies*), il cui numero e la cui incidenza sulla capitalizzazione di mercato hanno raggiunto i valori più elevati negli ultimi cinque anni (rispettivamente, 13 e 24%)».