

Roma, 30 novembre 2025

Spett.le

CONSOB

Divisione Studi e Regolamentazione

Via G. B. Martini, n. 3

00198 ROMA

CONSOB

Prot.0010068/25 del 31/01/2025



Oggetto: Risposta alla Relazione illustrativa degli esiti della consultazione preliminare – Secondo documento di consultazione disposizioni attuative dell’art. 147-ter.1 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (“TUF”), in materia di lista del consiglio di amministrazione

Spettabile Commissione,

si riportano, di seguito, osservazioni sulla possibile adozione di norme regolamentari di attuazione delle disposizioni di cui all’articolo 147-ter.1 del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (“TUF”), come introdotto dal comma 1 dell’articolo 12 della Legge 5 marzo 2024, n. 21 (“Legge Capitali”)

Si condivide il generale apprezzamento della scelta di codesta Autorità di procedere con una consultazione aperta prima di proporre una bozza di articolato e, in particolare, dell’approccio prospettato, sempre da codesta Autorità, ai fini della determinazione dei contenuti dell’intervento regolamentare, che deve essere volto a fornire un quadro di indicazioni attuative coerente con le regole primarie e la loro *ratio*, nonché idoneo a consentire l’utilizzo del meccanismo della lista del consiglio, in un contesto di certezza del diritto, superando i maggiori dubbi interpretativi che sono stati posti in merito al testo dell’art. 147-ter.1 del TUF. Si condivide altresì, sempre in una prospettiva più generale, l’importanza di valorizzare, nell’ambito delle soluzioni regolamentari attuative della disciplina in materia, l’autonomia statutaria degli emittenti laddove funzionale alla migliore attuazione della legge.

Si intende, peraltro, richiamare ancora l’attenzione su uno dei profili della disciplina di rilevante portata applicativa ovvero sulla individuazione dei soci legittimati a partecipare alla seconda votazione individuale, prevista al comma 3, lettera a), n.1), dell’art. 147-ter.1 ed, in particolare, sulla valenza dell’indirizzo interpretativo per il quale l’utilizzo del termine “assemblea” nella norma indica la necessità che alla seconda votazione sui singoli candidati partecipino tutti i soci presenti in assemblea (inclusi quelli che si siano astenuti o che abbiano espresso un voto contrario rispetto a tutte le liste) e non solo quelli che hanno già votato per la lista del CdA.

Le ragioni addotte a supporto di questa tesi si basano sul tenore letterale della disposizione in questione e sulla ricostruzione della *ratio* della previsione, tesa a consentire che l’assemblea nel suo *plenum* possa esprimere una preferenza rispetto alle singole persone da eleggere tra quelle inserite

nella lista dal CdA uscente una volta che tale lista risulti quella su cui sono confluiti la maggioranza dei voti espressi.

Non appaiono, infatti, significativi gli argomenti addotti dalla tesi contraria secondo cui sarebbero invece legittimati a votare nella seconda votazione individuale solo i soci che hanno votato per la lista del consiglio.

In merito, il primo tema che occorre affrontare, e non può essere sottovalutato, è la *ratio* dell'art. 147-ter.1 sulla quale, come osservato anche da codesta Autorità, convergono diversi contributi dottrinari. Non appare superfluo riportare per esteso quanto evidenziato dalla dottrina richiamata anche nel documento per la consultazione del 20 novembre 2024. E' stato, infatti, rilevato¹ che *“senza dubbio il legislatore mostra una consistente diffidenza verso la lista del CdA e nel contempo un netto favore per le liste presentate dai soci”,* diffidenza *“confermata dal fatto che la seconda votazione individuale è prevista solamente per la lista risultata maggioritaria predisposta dal consiglio e non per quelle dei soci”*.

In particolare, è stato sottolineato come *“il profilo di maggiore delicatezza che la lista del consiglio presenta è il rischio di ineguale concorrenza fra la lista degli amministratori e l'eventuale lista “lunga” presentata dai soci. Quest'ultima, infatti, non è immune dal rischio di incorrere nel concerto; pur non potendosi affrontare funditus l'argomento, si può qui osservare come il rapporto fra lista “lunga” e azione di concerto si ponga in una zona grigia in cui la qualificazione dei comportamenti dei soci e il fatto che essi costituiscano o no indizi rilevanti ai fini del concerto impedisce di giungere ad approdi sicuri, soprattutto in considerazione del fatto che l'eventuale riconduzione ad un'azione di concerto potrebbe portare, da un lato, alla sterilizzazione dei voti di chi abbia agito in concerto, in forza dell'eventuale violazione dell'art. 120 TUF e, dall'altro, al rischio di dover dar corso ad un'OPA obbligatoria qualora i soci “concertanti” diano corso all'acquisto di azioni sul mercato tali da superare la soglia di cui all'art. 106 TUF. Ebbene, a fronte di tale rischio, i soci “forti” presenti spesso anche nelle società ad azionariato diffuso potrebbero optare per scegliere di focalizzarsi sulla lista degli amministratori uscenti (eventualmente anche provando ad influenzarne la costituzione). All'organo di gestione, infatti, è consentito muoversi liberamente su più direzioni: l'attività di investor relation, l'engagement con gli operatori del risparmio gestito, i rapporti con i proxy advisor; di contro, i soci c.d. insurgents - che corrono il rischio di un giudizio ex post in merito alla presenza di un'azione di concerto - hanno spazi di manovra molto più ridotti; il che evidentemente crea non pochi problemi di disparità fra la lista del CdA (soprattutto ove si tratti di un “camuffamento” della lista dei soci di riferimento) e l'eventuale lista “lunga” presentata dagli insurgents.”*

In tale contesto, *“il legislatore - per riequilibrare la partita - ha scelto, giusto o sbagliato che sia, di introdurre il sistema del referendum sui singoli candidati”* (enfasi aggiunta).

Se tale è l'intento del legislatore e la *ratio* della previsione, da un punto di vista sostanziale, qual è il riequilibrio che sarebbe raggiunto rispetto ai problemi di disparità fra la lista del CdA e l'eventuale lista “lunga” presentata da altri soci _ ritenendo che siano legittimati a partecipare alla seconda votazione solo i soci che hanno votato a favore della lista del CdA?

¹ M. IRRERA, La lista del cda: una nuova norma nell'occhio del ciclone, disponibile al seguente link: <https://www.ilcaso.it/articolo/2138>, 12 settembre 2024.

Ci sia consentito di affermare con semplicità: nessun riequilibrio.

Non convincenti sono poi gli argomenti addotti per superare il dato letterale della disposizione ovverosia l'utilizzo del termine "assemblea" (*"l'assemblea procede a un'ulteriore votazione individuale su ogni singolo candidato"*) che indica la necessità che alla seconda votazione sui singoli candidati partecipino tutti i soci presenti in assemblea (inclusi quelli che si siano astenuti o che abbiano espresso un voto contrario rispetto a tutte le liste) e non solo quelli che hanno già votato per la lista del CdA.

A fondamento di una diversa lettura della disposizione (in base alla quale sarebbero legittimati a votare nella seconda votazione individuale solo i soci che hanno votato per la lista del consiglio), è stato osservato che:

- 1) si darebbe luogo ad una duplicazione del diritto di voto rispetto alle liste, in capo a chi ha già votato per le altre liste, in contrasto con il disposto dell'articolo 144-sexies del Regolamento Emittenti (secondo cui *"un socio non può presentare né votare più di una lista"*);
- 2) la votazione potrebbe assumere rilievo ai fini del collegamento tra il socio che abbia presentato o votato una lista di minoranza e la lista del CdA, con la conseguenza che tale possibile collegamento avrebbe effetti distorsivi sull'individuazione di quali siano effettivamente le liste di minoranza e sulla nomina dei relativi consiglieri (cfr. articolo 147-ter, comma 3, TUF);
- 3) potrebbero essere favorite in tal modo manovre di disturbo da parte delle minoranze e si aumenterebbe il grado di incertezza sulla composizione finale del consiglio.

Quanto al primo argomento, non può far propendere per una diversa interpretazione una regola, quella data dall'art. 144-sexies del Regolamento Emittenti (per cui il socio può votare per una sola lista), essendo questa una previsione regolamentare e, dunque, non sancita dalla legge, per di più antecedente alle nuove disposizioni introdotte dalla "Legge Capitali". In altri termini, il dato letterale della norma di legge che fa espresso riferimento all'assemblea dei soci non può certamente essere superato da quanto previsto da una antecedente disposizione di rango secondario.

Né appare possibile neutralizzare il riferimento testuale all'assemblea sulla base dell'argomento secondo cui il riferimento all'organo nulla dica in merito a quali soci siano legittimati al voto. Ciò per il semplice ed insuperabile rilievo che l'esclusione di soci dalla votazione assembleare non può che essere prevista da una norma di rango primario.

Non è dato poi comprendere come possa ritenersi contrario al principio di corrispondenza tra partecipazione posseduta e diritti di voto espressi e al principio di parità di trattamento consentire a tutti i soci di votare sulle liste presentate per l'elezione del CdA ed a tutti i soci di esprimere una preferenza rispetto alle singole persone da eleggere tra quelle inserite nella lista presentata dal CdA uscente una volta che tale lista risulti quella su cui sono confluiti la maggioranza dei voti espressi. Appare di assoluta evidenza come tali principi sarebbero per contro violati proprio nella diversa interpretazione in base alla quale sono legittimati a votare nella seconda votazione individuale solo i soci che hanno votato per la lista del consiglio.

Anche il secondo argomento - quello secondo cui ammettere al voto per la seconda votazione individuale i soci che non hanno votato a favore della lista del CdA potrebbe rilevare ai fini

dell'applicazione delle disposizioni in tema di collegamento tra liste - non appare correttamente impostato.

Occorre, infatti, considerare che tale votazione individuale di per sé non implicherebbe un collegamento tra liste. Come anche precisato da codesta rispettabile Autorità, “detta votazione non ha ad oggetto una preferenza sulle liste, ma un voto referendario sui singoli candidati” di una lista, quella del CdA, già risultata vincente (documento per la consultazione del 20 novembre 2024; enfasi aggiunta). E l'articolo 147-ter, comma 3, del TUF dispone esclusivamente che “almeno uno dei componenti 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 i soci che hanno presentato o votato **la lista** risultata prima per numero di voti” (enfasi aggiunta).

Quanto, infine, agli ulteriori argomenti espressi nell'ambito della prima consultazione, essi non appaiono di valenza superiore a quelli che avrebbero indotto il legislatore ad adottare con l'art. 147-ter.1 del TUF una specifica disciplina in materia di lista del consiglio di amministrazione.

Conclusivamente, sia consentito richiamare l'art. 12 delle Preleggi: *“Nell'applicare la legge non si può ad essa attribuire altro senso che quello fatto palese dal significato proprio delle parole secondo la connessione di esse, e dalla intenzione del legislatore”* (comma 1).

Come più volte chiarito dalla Cassazione, l'interprete *“non crea il diritto, ma opera secondo i criteri ermeneutici noti e dentro i limiti del diritto positivo”*, le scelte di politica del diritto, difatti, *“sono riservate al legislatore”* (tra le altre, Cass. Civ., Sez. Unite, sent. 6 dicembre 2021, n. 38596).

Con osservanza,



Avv. Maria Letizia Ermetes

CONSOB

31 GEN. 2025

Via G.B. Martini, 3
00198 Roma

