



UNIVERSITÀ
CATTOLICA
del Sacro Cuore

Dipartimento di Scienze Giuridiche

Alla
Consob
Divisione Studi e Regolamentazione
Via G.B. Martini, n. 3
00198 – Roma

A mazzo S.I.P.E.

Milano, 30 gennaio 2025

Oggetto: Osservazioni al secondo documento di consultazione del 19 dicembre 2024 in tema in “Disposizioni attuative dell’art. 147-ter.1 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, in materia di lista del consiglio di amministrazione”

Considerato che il volume verrà pubblicato quando ormai la consultazione sarà chiusa, mi permetto di allegare il testo scritto della relazione che ho presentato al convegno su *Competitività dei capitali e riforma del Testo Unico della Finanza*, organizzato a Courmayeur il 20 e 21 settembre 2024. Alla relazione orale ho aggiunto una postilla nella quale formulo osservazioni sulla gerarchia delle fonti e la (in)compatibilità tra la bozza di disposizioni regolamentari e le norme primarie contenute nel nuovo art. 147-ter.1 TUF.

Cordialmente,

prof. avv. Gaetano Presti
*ordinario di diritto commerciale
nell’Università Cattolica del S.Cuore*

Gaetano Presti

La lista del CdA: ragione e sentimento*

SOMMARIO: 1. Premessa.- 2. Ce n'era bisogno?.- 3. Sulle leggi elettorali.- 4. Il contenuto della novella.- 5. Prime conclusioni.- 6. Gli effetti della novella.- 7. Perché?.- 8. Postilla.

1. Premessa.

Nella versione originaria del c.d. d.l. capitali per promuovere la competitività del mercato dei capitali italiano erano previste una serie di misure che già erano state oggetto di approfondimento in quanto erano contenute nel libro Verde MEF del 2022 e nel Report OCSE del 2020 per migliorare la competitività del mercato mobiliare italiano tramite semplificazioni, razionalizzazione e rimozione di vincoli reputati eccessivi.

Nel corso della discussione parlamentare è, però, emersa l'idea che tali interventi non fossero sufficienti ma occorresse procedere anche a una revisione integrale e organica del TUF. Quindi modifiche a due velocità: nell'immediato quelle già istruite, nel medio termine quelle ancora da approfondire. Tuttavia, con alcune eccezioni: per taluni, pochi e selezionati, oggetti estranei all'originario d.l. (e ai citati documenti che l'avevano preceduto), e per la verità neppure riferibili alla disciplina dei mercati ma a quella del diritto societario, sono state approvate dal parlamento disposizioni inserite nella parte immediatamente efficace della novella. Evidentemente per queste non si è sentito il bisogno di approfondimenti e, comunque, si è ritenuto che fossero di urgenza tale da richiederne la rapida entrata in vigore.

Tra queste materie, oltre a quella del voto maggiorato, c'è proprio la disposizione che a noi qui interessa: l'art. 12 l. 21/2024 che introduce il nuovo art. 147-ter.1 TUF modificando le regole per la nomina dell'organo amministrativo di una società con azioni quotate qualora il CdA uscente presenti una propria lista di candidati.

2. Ce n'era bisogno?

A prescindere dalla tempistica, ci si può chiedere se vi erano / vi sono ragioni per intervenire in materia di nomina degli amministratori.

Forse sì perché il sistema del TUF è assai complesso e iper-regolato. Non sarebbe, dunque, errato porsi l'esigenza di semplificare il meccanismo e di consentire un maggiore spazio all'autonomia privata. Il tema, peraltro, è tutt'altro che semplice perché gli interessi da tutelare sono molteplici e non sempre armonizzabili fra loro. Si pensi, da un lato, alle prerogative che i soci reclamano per sé

* Il contributo riproduce, mantenendone il tono colloquiale, la relazione tenuta al convegno su *Competitività dei capitali e riforma del Testo Unico della Finanza*, organizzato a Courmayeur il 20 e 21 settembre 2024, con la sola aggiunta di una Postilla e della nota bibliografica.

(la nomina degli amministratori è il principale argomento su cui i soci hanno voce in capitolo) e, dall'altro, alle disposizioni di fonte unionale, pressanti soprattutto nei settori soggetti a vigilanza prudenziale, per ottimizzare la composizione qualitativa del *board* che, inevitabilmente, comprimono la discrezionalità dei soci.

Il legislatore, però, non ha seguito la strada di innovare organicamente il sistema di nomina degli amministratori, ma ha scelto quella – se si vuole più modesta – di intervenire su un solo segmento della nomina del CdA: quello della presentazione di una lista da parte del CdA uscente. E, come vedremo, lo ha fatto rendendo il sistema nel suo complesso ancora più complesso e dettagliatamente regolato.

La domanda allora è se c'erano ragioni per intervenire su tale specifico argomento. E la risposta, anche qui, ancora prescindendo dalla tempistica, potrebbe essere positiva.

È sfondare una porta aperta ricordare che, in caso di competizione con le liste presentate dai soci, quella del CdA ha notevoli vantaggi sia in tema di minori costi, diretti e indiretti, sia in tema di maggiori conoscenze

Anche nel caso di mancanza di *contest* non mancano le controindicazioni perché la lista del CdA, oltre a implicare di per sé il rischio di autoperpetuazione e auto-referenzialità degli amministratori, non sempre è trasparente nelle sue modalità di formazione presentando quindi il rischio di essere strumentale alla lista dei desideri di soci che restano nell'ombra. Il punto, com'è noto, è stato oggetto del *Richiamo di attenzione* Consob del 21 gennaio 2022.

Tuttavia, nell'affrontare questi temi si deve anche considerare che la lista del CdA presenta vantaggi sia nel caso delle *widely held corporations* sia in quello delle s.p.a. ad assetto proprietario concentrato. Nel primo caso può essere uno strumento utile, talvolta addirittura essenziale, per risolvere il problema della mancanza di soci disponibili ad accollarsi i costi, diretti e indiretti, della presentazione di una lista lunga; carenza che può derivare sia dalla natura del socio che, per vincolo legale o per *policy*, non prevede la presentazione di liste lunghe, sia dall'entità della sua partecipazione che non giustifica i costi relativi, sia dal rischio che un accordo con altri soci possa essere qualificato come concerto ai sensi dell'art. 101-*bis*, comma 4 ss., TUF. Nel secondo caso, il CdA comunque ha le migliori conoscenze e competenze per favorire una composizione ottimale del CdA in chiave di diversificazione dei profili personali.

Pure in questa più limitata prospettiva, però, non si può dire che il legislatore abbia tenuto conto di quanto l'esperienza concreta suggeriva. E' invece intervenuto d'urgenza, con un testo "scritto in termini allucinati" (Costi), dopo essere stato folgorato sulla via di Damasco (o di una cittadina siciliana famosa per i suoi vasi di ceramica: e difatti ha aperto un vaso di Pandora di problemi), senza tener conto dei profili appena citati e ampiamente illustrati da chi si era occupato della materia.

In definitiva, la disciplina è divenuta ancora più complessa e dettagliata togliendo

spazio all'autonomia privata, senza risolvere i problemi che pure c'erano e, in aggiunta, creando una serie di dubbi interpretativi che possiamo definire gratuiti in quanto derivanti unicamente dalla pessima formulazione delle nuove norme.

3. Sulle leggi elettorali

Prima di proseguire, una precisazione. Stiamo parlando di una legge elettorale (comprensiva delle diverse fasi di *nomination*, *voting* ed *election*). Anche senza indulgere in parallelismi, sempre assai discutibili, con il sistema politico, credo sia indubbio che un meccanismo elettorale dovrebbe essere il più possibile:

- chiaro e semplice nei suoi meccanismi, suscettibile di essere compreso dagli investitori, in particolare da quelli esteri;
- neutro rispetto a chi presenta le candidature, a come sono formate le liste e, soprattutto, all'esito del voto. In altri termini è tendenzialmente censurabile un sistema che traduce diversamente i voti in seggi a seconda che a vincere sia Aldo oppure Giovanni oppure Giacomo a meno che (ma solo nella misura in cui) l'asimmetria sia necessaria per tutelare valori reputati superiori rispetto a quello della parità di voto degli elettori: p.e. quando si tratta di assicurare effettività alla non discriminazione di genere tramite azioni affermative che assicurano quote di riserva;
- tale da non indurre a comportamenti strategici, cioè all'utilità, addirittura alla necessità, di perseguire in modo opaco e indiretto le proprie preferenze, non indicandole espressamente ma in modo obliquo;
- infine, bilanciato nel *trade-off* tra rappresentatività ed efficienza. A questo riguardo è ragionevole che, nell'ambito dell'elezione di un CdA, l'istanza c.d. democratica di rappresentatività delle minoranze abbia un peso minore di quella che assume quando si tratta di nominare un'assemblea legislativa. E ciò sia a causa del numero delle persone da eleggere, sia – e soprattutto – in ragione della necessità di dotare una società commerciale di una guida univoca, stabile e coerente.

4. Il contenuto della novella

In questa prospettiva, il nuovo sistema non è chiaro, non è semplice, non è neutro, non è correttamente bilanciato e induce a comportamenti strategici.

Non sto qui a riassumerlo analiticamente perché vi ho già provveduto in altri contributi ai quali mi permetto di rinviare; devo, però, evidenziare che sono vigenti più sistemi elettorali, diversi tra loro (salvo che per l'elevata complessità e imperatività) e incoerenti nel loro complesso.

Comincio l'esame dalle regole nuove che hanno tutte come presupposto che la lista del CdA sia quella che in assemblea ottiene il maggior numero di voti (cioè, almeno la maggioranza relativa).

Ricordo che la lista del CdA presenta una disciplina particolare già prima della votazione: a) la sua possibilità deve essere prevista nello statuto; b) deve ottenere, per poter essere presentata, una super maggioranza nel CdA uscente pari ai 2/3 dei suoi componenti; c) a differenza delle altre liste, deve essere *extra long* (XL) in quanto il numero dei candidati in essa presente deve essere pari al numero dei candidati da eleggere aumentato di 1/3; d) deve essere pubblicizzata in anticipo rispetto alle altre liste.

E se è quella che ottiene la maggioranza relativa in assemblea sconta altre peculiarità:

- i) in primo luogo, a differenza delle altre liste non è una lista bloccata ove, stabilito il numero di seggi che spettano alla lista, gli eletti corrispondono ai candidati secondo l'ordine di inserimento nella lista. Invece, una volta stabilito quanti seggi spettano alla lista del CdA che abbia ottenuto (almeno) la maggioranza relativa, per procedere all'elezione si dà luogo a una "ulteriore votazione" (vedremo poi chi è legittimato a votare in questa sede) sui componenti della lista XL in base alla quale risulteranno eletti quelli che ottengono il maggior numero di suffragi;
- ii) in secondo luogo, quando la lista del consiglio di amministrazione uscente sia quella che ha riportato il maggior numero di voti in assemblea, lo statuto deve prevedere che l'eventuale comitato endo-consiliare istituito in materia di controllo interno e gestione dei rischi sia nominato dal consiglio di amministrazione e presieduto da un amministratore indipendente individuato fra gli amministratori eletti che non siano stati tratti dalla lista del consiglio di amministrazione uscente. Quasi a dire che gli indipendenti presenti nella lista del CdA sono meno indipendenti di quelli candidati in altre liste.

Ma vediamo ora quali sono le regole di traduzione dei voti in seggi.

- 1) Se le due liste di minoranza più votate non superano il 20% dei voti, a tali liste spetta comunque il 20% dei seggi in CdA e i restanti vengono attribuiti alla lista del CdA. La legge non si occupa di arrotondamenti ma mi pare indubbio che 20% dei seggi sia da intendere come almeno 20% e che, quindi, gli amministratori spettanti alle liste di minoranza sono

1	se Cda fino a	5 membri
2	se CdA	da 6 a 10 membri
3	se Cda	da 11 a 15 membri
e così via.		

Non è chiaro poi se si applica l'art. 147-ter, comma 1, ult. frase, TUF secondo cui lo statuto può prevedere che, ai fini del riparto degli amministratori da eleggere, non si tenga conto delle liste che non hanno conseguito una percentuale di voti almeno pari alla metà di quella richiesta dallo statuto per la presentazione delle stesse. Direi che non si applica; e del resto quella frase non è

neppure oggetto di richiamo espresso nel nuovo art. 147-ter.1 TUF. Ma la discussione è aperta.

In ogni caso, le differenze rispetto al passato (ma anche nel futuro per il caso che a vincere sia una lista di soci) sono sensibili, ma non enormi, soprattutto se, invece di guardare alla quota di riserva stabilita nell'art. 147-ter, comma 1, TUF, si considerano le quote – spesso più generose – contenute negli statuti societari.

- 2) Se invece le due maggiori liste minoritarie superano il 20% dei suffragi assembleari lo scenario cambia perché la ripartizione diviene proporzionale ed è – o almeno a me pare che la lettera della norma non consenta altre interpretazioni – articolata in due momenti.

In un primo passaggio si tratta di vedere quanti seggi spettano complessivamente alle liste di minoranza e, di residuo, a quella maggioritaria del CdA. E' la c.d. prima ripartizione o ripartizione esterna.

In un secondo *step*, si passa a distribuire i seggi di minoranza tra le diverse liste. E' la c.d. seconda ripartizione o ripartizione interna.

A differenza di quanto visto nel caso precedente, alla ripartizione partecipano non le prime due liste minoritarie, ma quelle che hanno ottenuto almeno il 3% dei voti. E i voti delle liste che hanno conseguito una percentuale di voti inferiore al 3 per cento sono assegnati proporzionalmente ai voti ottenuti dalle liste di minoranza che hanno superato detta soglia.

In sostanza questo meccanismo comporta che

- la lista del CdA ottiene la maggioranza dei seggi soltanto se consegue la maggioranza assoluta dei voti assembleari. La differenza con il passato (e anche ora, se a vincere è una lista di soci) è nettissima. Per la lista del CdA è necessario ottenere la maggioranza assoluta dei voti per avere la maggioranza dei seggi nel CdA proporzionalmente ai voti ottenuti; prima della novella (ma anche dopo se a vincere è una lista di soci) per ottenere tutti i seggi tranne uno (salva diversa clausola statutaria) era sufficiente la maggioranza relativa dei voti;
- se vi sono liste che ottengono meno del 3% dei voti, si ha un premio in favore delle liste di minoranza sopra soglia giacché queste si avvalgono dei voti delle prime in sede di prima ripartizione, ma non ne sopportano il concorso in sede di seconda ripartizione.

Non solo, dunque, è possibile che liste perdenti dei soci ottengano una minoranza di blocco (per intendersi, superiore a 1/3 dei seggi e, quindi, in grado di impedire la presentazione di una lista del CdA nella tornata elettorale successiva), ma è anche possibile che la lista del CdA ottenga la maggioranza relativa dei voti, ma non la maggioranza dei seggi in consiglio (si ipotizzi che la lista del CdA ottenga il 40% dei voti assembleari e altre due liste rispettivamente il 35% e il 25%), e addirittura che la lista arrivata seconda ottenga da sola la maggioranza assoluta dei seggi (si ipotizzi che la lista del CdA ottenga

il 49% dei voti assembleari e altre due liste rispettivamente il 48,5% e il 2,5%). E che non sia un'ipotesi di scuola è dimostrato dalla recente indagine empirica di Fin-Gov, presentata lunedì scorso in Università Cattolica.

Gli esiti sono sconcertanti tanto da avere indotto alcuni a un'interpretazione diversa che limita la proporzionalità alla sola seconda ripartizione. Ne parleremo dopo.

- 3) Resta da esaminare un ultimo caso. E se la lista del CdA fosse l'unica (l'unica presentata o, comunque, l'unica che riceve voti in assemblea)? Ovviamente a lei spettano tutti i seggi anche con il nuovo sistema e anche nell'ipotesi in cui i voti positivi che ottiene sono pochi (al limite anche uno solo). La vera domanda è se in questo caso si debba dar luogo a un'ulteriore votazione nell'ambito della lista XL del CdA. La legge non lo prevede (art. 147-ter.1, comma 3, lett. c) e in diversi sostengono che non sia necessaria basandosi sia sul dato letterale sia sulla circostanza che l'art. 147-ter.1 sarebbe norma eccezionale da interpretarsi restrittivamente. Non ne sarei, però, così sicuro. Se la *ratio* della seconda votazione è di impedire al CdA di imporre una sua lista chiusa offrendo ai soci – anche (per taluni, solo) a quelli che nel primo *round* hanno votato per la lista del CdA – la possibilità di scegliere fior da fiore (sia pur in una rosa ristretta), non si comprende perché questa esigenza dovrebbe venire meno quando non ci sono liste in competizione con quella del CdA; in altri termini, perché la seconda votazione dovrebbe esserci solo nell'ipotesi in cui qualche socio, in ipotesi anche assolutamente marginale, abbia inteso contrastare la lista del CdA.

Ma forse il silenzio della norma su questo punto è la spia della vera *ratio* della novella intesa non tanto a favorire i soci *tout court* ma ben determinate minoranze attive in grado di presentare liste concorrenti.

In ogni caso il punto va segnalato perché prevede – nel caso dell'interpretazione basata sull'argomento *ubi noluit, tacuit* – un meccanismo di *election* diverso rispetto agli altri casi di conseguimento della maggioranza dei voti da parte della lista del CdA.

Passiamo ora a vedere gli altri casi: quelli in cui il CdA non presenta una sua lista oppure non ottiene la maggioranza relativa dei voti.

- 4) Se il CdA non presenta una sua lista si applica integralmente ed esclusivamente l'art. 147-ter TUF. Quindi, chi ottiene la maggioranza relativa conquista tutti i seggi del CdA tranne uno (salva diversa clausola statutaria che riservi alle minoranze una quota maggiore). Non c'è ulteriore votazione sui candidati della lista vincenti; non c'è alcuna preclusione per gli indipendenti presenti in tale lista ad assumere la presidenza del comitato di controllo.

Peraltro, la rappresentanza delle minoranze manca non solo – come è naturale – nell'ipotesi in cui nessuna lista di minoranza venga presentata o venga votata in assemblea ma – se così prevede lo statuto – anche nel caso visto prima in cui la lista di minoranza ottenga in assemblea un numero di voti inferiore *ultra dimidium* rispetto a quanto necessario per la presentazione (art.

147-ter, comma 1, ultima frase, TUF).

- 5) Lo stesso meccanismo appena visto dovrebbe valere nell'ipotesi in cui il CdA presenti una propria lista di candidati, ma essa non ottenga il maggior numero di voti in assemblea. È certo che non si applica l'art. 147-ter.1 e le regole dovrebbero essere quindi quelle dell'art. 147-ter TUF. Tuttavia, è noto che da alcuni interpreti si nega che, nel caso in cui la lista del CdA non ottenga la maggioranza relativa, essa possa concorrere all'aggiudicazione dei seggi di minoranza in quanto, si dice, la lista del CdA ha vocazione necessariamente maggioritaria e alla ripartizione dei posti di minoranza possono partecipare solo le liste presentate dai soci. Il nodo non è sciolto dalla novella [in altra sede mi ero permesso di notare "perché il legislatore, preoccupato (ma forse sarebbe meglio dire ossessionato) della necessità di limitare gli effetti dell'eventuale vittoria della lista del CdA"] e, quindi, se si segue la tesi appena ricordata – per quanto, a mio parere, errata – la regola è ancora diversa.
- 6) Vi è, infine, un caso speciale, tutt'altro che di scuola (perché si è già verificato: cfr. il caso BFF Bank riportato nel citato lavoro di Fin-Gov), che va affrontato. Cosa succede se il CdA presenta la sua lista XL ma la maggioranza relativa dei voti viene ottenuta da una lista alternativa (un'unica lista alternativa) corta e lo statuto, con una c.d. clausola di riempimento, prevede che il CdA venga formato da tutti i candidati della lista corta vincente e, fino a concorrenza, dai candidati della lista lunga perdente nell'ordine di inserimento nella lista? La singolarità è che in questo caso, non avendo la lista del CdA ottenuto il maggior numero di voti, non si dovrebbe applicare l'art. 147-ter.1 e, dunque, nemmeno la seconda votazione. Insomma, meglio perdere che vincere per la lista del CdA perché solo nel secondo caso si dovrebbe procedere alla seconda votazione. L'irragionevolezza di questa diversità di regole è così evidente che non c'è bisogno di indugiare oltre.

5. Prime conclusioni

Quindi, sistemi elettorali diversi e asimmetrici a seconda degli esiti, tutti comunque complessi, arzigogolati e iper dettagliati, senza spazio per l'autonomia privata, non sempre adeguatamente bilanciati tra i diversi interessi coinvolti, suscettibili di indurre comportamenti strategici, e – infine – incoerenti tra loro.

Potrebbe bastare per formulare un giudizio negativo. Ma a ciò si aggiungono nella nuova normativa ulteriori difetti:

- a) non si dice come si calcolano le percentuali del 20% e del 3%: se – come a me sembra – solo sui voti positivi espressi in favore di una lista oppure contando anche gli astenuti e i contrari. Eppure le due soglie sono fondamentali nel disegno normativo;
- b) nulla si dice sui sistemi alternativi benché il meccanismo, per come è congegnato, sembri inapplicabile in quello dualistico e comporti notevoli difficoltà applicative in quello monistico;

- c) si insiste continuamente nell'uso dell'aggettivo "uscente" per qualificare il CdA la cui lista è soggetta alle nuove norme. Se, come è ragionevole ritenere, uscente è solo il CdA che cessa integralmente, si deve allora intendere che la nuova norma non si applica all'ipotesi del c.d. *staggered board* ove, tecnicamente, non abbiamo mai un CdA uscente?
- d) come si deve comportare il CdA quando la dimensione quantitativa del nuovo CdA da eleggere non è determinata in maniera fissa dallo statuto ma dipende dalla scelta fatta volta per volta dall'assemblea tra un minimo e un massimo?

Sono difetti che si aggiungono a quelli già prima accennati:

- e) il silenzio sulle modalità di formazione della lista da parte del CdA su cui si rimane fermi a quanto osservato dalla Consob nel *Richiamo di attenzione* del 21 gennaio 2022;
- f) il silenzio sulla lista del CdA perdente;
- g) il silenzio sui settori speciali, ove vigono regole particolari sulla composizione del *board*;
- h) il silenzio sulle società *widely held* ove la lista del CdA potrebbe non avere alternative.

6. Gli effetti della novella

Riguardo agli effetti pratici della novella, si devono prendere le mosse dalla citata indagine empirica del genere *what if* condotta da Fin-Gov.

In estrema sintesi e rimandando il pubblico all'interessante Rapporto, in concreto cambia poco se si segue un'interpretazione "pettinata" delle nuove norme; molto se l'interpretazione è più conforme a quel che il legislatore oggettivamente ha disposto.

Addirittura, con effetti paradossali: perché una norma nata, diciamo così, per sostenere la posizione di soci industriali italiani titolari di posizioni azionarie minoritarie ma di rilievo in società bancarie e assicurative avrebbe avuto, nel realistico scenario immaginato da Fin-Gov, l'effetto di premiare l'azionista straniero di una società di servizi trasformando alchemicamente la sconfitta in termini di voti assembleari della sua lista in vittoria della maggioranza dei seggi in CdA (v. il caso dell'assemblea Telecom del 2024).

Del resto, il paradosso è intrinseco alla norma: prima di essa in assenza di regole espresse si poteva dubitare (per quanto, a mio parere, infondatamente) della legittimazione del CdA a presentare una lista di candidati o ammetterla solo in chiave residuale in mancanza di liste presentate da soci, ma ciò non ostante nella pratica le liste del CdA erano ben presenti, anche in competizione con liste di soci; oggi in virtù della nuova norma non è più possibile dubitare della liceità della presentazione, ma presumibilmente non ci saranno più liste del CdA. Vella al riguardo ha citato Cass Sunstein evocando la categoria dello *sludge*, cioè il fango

rappresentato da quelle procedure ideate apposta per rendere difficile l'esercizio di un diritto.

Tutto, però, come accennavo, dipende dall'interpretazione su due punti fondamentali che sono i seguenti:

- a) se, nel caso in cui le prime due liste perdenti superino il 20% dei voti, la regola di proporzionalità valga solo per ripartire i seggi tra le minoranze che abbiano ottenuto almeno il 3% dei voti (c.d. ripartizione interna o seconda ripartizione) oppure anche per stabilire complessivamente quanti seggi spettano alle minoranze e quanti alla lista del CdA risultata maggioritaria (c.d. ripartizione esterna o prima ripartizione). L'alternativa è stata efficacemente riassunta come tra proporzionalità limitata e assoluta;
- b) come funziona in sede di vittoria della lista del CdA la c.d. seconda votazione e, in particolare, chi abbia diritto di parteciparvi: tutti i soci, tutti quelli che non hanno votato liste diverse, solo quelli che nel primo giro hanno votato la lista del CdA.

Sul primo punto ritengo che si applichi la proporzionalità assoluta e sul secondo che tutti i soci, anche quelli che nel primo *round* avevano votato per altre liste, abbiano diritto di partecipare alla seconda votazione. Mi rendo conto che, seguendo la mia interpretazione (peraltro non isolata), si realizzano i più paradossali e inquietanti effetti della nuova norma, incluso il rischio della trasformazione della minoranza in maggioranza. Se, invece, si segue un'interpretazione più "pettinata" gli effetti sono minori.

È chiaro, quindi, che mi trovo in una posizione di imbarazzo. Se io stesso confesso che la mia interpretazione porta a risultati indesiderabili, direi addirittura costituzionalmente illegittimi, parrebbe ovvio doversi optare per l'interpretazione che giunge a un esito più digeribile e meno eversivo.

E, in effetti ci ho riflettuto, ma rimango della mia idea. Apprezzo molto il tentativo dei colleghi di dare interpretazioni sensate a un disposto normativo che, come ha scritto Renzo Costi, "è scritto in termini allucinati", ma, oltre a ricordare che "*ad ducere inconueniens non est solvere argumentum*", resto fedele all'art. 12 disp. prel. c.c. secondo cui "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". E, si badi, che, a pena di scardinare le fondamenta del nostro ordinamento, ciò vale anche nell'ottica della c.d. interpretazione costituzionalmente orientata giacché, "l'opera di 'adeguamento' non può essere condotta sino al punto di leggere nella disposizione quello che non c'è, anche quando la Costituzione vorrebbe che vi fosse" (Luciani). E dico fondamenta perché a essere in gioco è il principio del controllo accentrato – e non diffuso – di costituzionalità delle leggi ordinarie.

Dovrei, quindi, ora argomentare il perché. Non ne ho il tempo. Rimando a quello che ho già pubblicato (su *La Voce* e *Riv. soc.*) e a quello che è in corso di pubblicazione (su *AGE*). Qui mi limito a ricordare:

- sul primo punto, che la parte finale del n. 2 dell'art. 147-ter.1, comma 3, lett.

b), TUF prescrive che "ai fini del computo del riparto dei consiglieri spettanti ai sensi del primo periodo, i voti delle liste che hanno conseguito una percentuale di voti inferiore al 3 per cento sono assegnati proporzionalmente ai voti ottenuti dalle liste di minoranza che hanno superato detta soglia". In relazione alla sola ripartizione interna questa norma sarebbe perfettamente inutile perché manterrebbe eguali i pesi relativi mentre ha un significato specifico solo se è riferita alla ripartizione esterna assegnando, in tale ipotesi, un premio alle liste di minoranza sopra soglia. Si può discutere se ciò sia opportuno o no; e anche se sia costituzionalmente legittimo in punto di ragionevolezza. Ma non si può dubitare che questo sia il significato, direi l'unico significato possibile, della disposizione; tra l'altro conforme a quanto emerge dai lavori preparatori e dalla netta contrapposizione, nel comma 3, tra le due ipotesi (liste di minoranza *infra* e *supra* 20%). E di ciò bisogna prendere atto;

- sul secondo punto che, al di là del dato testuale ("l'assemblea procede a un'ulteriore votazione": cosa ben diversa da un voto di lista con preferenze, sia pure *ex post*), prima votazione sulle liste e seconda votazione sui candidati del CdA sono due votazioni diverse e neppure contestuali; dalla partecipazione al voto nella seconda non può evincersi alcun collegamento fra liste in occasione della prima.

Da un lato, quindi, è possibile per i fautori delle liste perdenti cercare di fare *cherry picking* nella lista del CdA; dall'altro, per evitare ciò, i favorevoli alla lista del CdA devono adottare un comportamento strategico: anche se lo vorrebbero non devono votare in favore di tutti i candidati della loro lista perché così lascerebbero i voti decisivi alle minoranze, ma devono concentrare i loro suffragi solo su un numero di candidati corrispondente a quello spettante alla lista del CdA. E' richiesto quindi un coordinamento, non sempre facile, tra i soci pro-CdA; ma anche se viene risolto il problema di azione collettiva ne resta un altro: come si fa a sapere *ex ante* quanti sono i seggi che spettano alla lista del CdA?

Il voto nel secondo *round* quindi è tutt'altro che facile, soprattutto qualora la decisione debba essere presa in anticipo e, almeno in parte, al buio. Cioè, la situazione che si verifica tipicamente per gli investitori professionali che di regola partecipano all'assemblea per delega; ma più probabilmente in futuro per tutti i soci qualora abbia successo la previsione dell'assemblea a porte chiuse con la sola partecipazione del rappresentante designato.

7. Perché?

La domanda finale è allora perché si sia a tutti i costi voluta immediatamente una norma così malfatta e controversa e fondamentalmente estranea allo scopo della legge che era quello di migliorare la competitività del mercato italiano e non quella di cambiare le regole di diritto societario.

In realtà, come prima accennavo, a me sembra che lo spirito della norma non sia tanto quello di tutelare i soci da rischi di abusi degli amministratori uscenti quanto

quello di premiare coloro che hanno la possibilità di presentare liste concorrenti con quella del CdA assicurando loro pure in caso di sconfitta (perché non hanno investito abbastanza o non sono stati abbastanza persuasivi nei confronti degli altri soci) una partecipazione significativa nel CdA, anche tramite premi di minoranza (caso del <20% e caso del >20% con liste che non giungono al 3%). Questo *favor*, ovviamente, per essere pienamente fruito presuppone che la lista concorrente a quella del CdA abbia un numero di candidati sufficiente per profittare del vantaggio. Si vede quindi che beneficiari della norma sono soprattutto quei soci che intendono presentare una lista lunga (lista L) o, quanto meno, una lista M.

Una *ratio* inaccettabile per una norma che, a mio parere, oltre a produrre l'effetto di rendere spesso impraticabile la lista del CdA anche in quelle società ove mancano soci disposti a sopportare costi e/o rischi della presentazione di una lista, odora anche di illegittimità costituzionale e comunitaria per più motivi:

- l'irragionevole disparità di trattamento tra lista del CdA e altre liste:
 - la lista del CdA per ottenere la maggioranza, in ipotesi anche risicata, dei seggi deve raggiungere la maggioranza assoluta dei voti; alle altre liste per (stra)vincere basta la maggioranza relativa;
 - se a vincere è la lista del CdA c'è un premio di minoranza; se a vincere sono altre liste un premio di maggioranza;
 - la possibilità di liste bloccate solo per le altre liste mentre quella del CdA, se vincente, non può esserlo e implica una nuova votazione;
- l'irragionevolezza in sé della norma;
- il contrasto, per i settori regolati, con le norme comunitarie in tema di composizione del CdA.

Si potrebbe sperare in un cambiamento in sede di revisione organica del TUF, in modo conforme ai principi di delega e come del resto già auspicato in un o.d.g. presentato alla Camera contestualmente all'approvazione della legge e neppure votato perché su di esso, e con ciò assumendo un impegno, il Governo ha espresso parere favorevole.

Temo però che ci sia poco da essere ottimisti. Non mi preoccupa tanto il dubbio formale se il decreto delegato possa modificare una norma contenuta in altra parte nella legge di delega; già abbiamo visto casi del genere. Dubito semmai che ci sia la mitica volontà politica di rimediare: la maldestra norma che abbiamo appena esaminato è figlia dell'attuale maggioranza di centro-destra, ma è molto simile alle disposizioni contenute in un p.d.l. che, nella precedente legislatura, era stato presentato da esponenti dei due maggiori partiti oggi all'opposizione. E anche la stampa economica segue con poca attenzione, per usare un eufemismo, i lavori di revisione, tanto che le ultime notizie sul tema che qui interessa (il parere molto negativo dell'ICGN) sono state date in anteprima da un giornale britannico e solo dopo riprese dalla stampa italiana.

8. Postilla

Dal Convegno di Courmayeur alla consegna del testo per la pubblicazione degli atti molta acqua è passata sotto i ponti. Molta e così densa di novità da rischiare di avvicinare la mia posizione a quella del protagonista de *Il veggente di Étampes* (il romanzo di Abel Quentin, uscito nel 2021 per le *Éditions de l'Observatoire/Humensis*, è stato pubblicato in Italia da e/o nel 2024): un brillante storico della guerra fredda la cui carriera universitaria viene stroncata dalla pubblicazione di un suo approfondito saggio sulla vicenda dei Rosenberg, in cui si “dimostrava” che erano dei poveri innocenti vittime della caccia alle streghe, proprio nel giorno in cui il Governo statunitense apriva i suoi archivi da cui risultava, invece, senza ombra di dubbio, che il signor Rosenberg aveva passato all’Unione Sovietica informazioni essenziali per procedere alla fabbricazione della bomba atomica. Potrei cercare conforto nella constatazione che la mia carriera accademica ormai si avvicina al collocamento a riposo; ma non credo di averne bisogno.

In effetti, la maggiore tra le novità intervenute nel periodo è quella riferibile alla Consob. Come noto, l’art. 12 l. 21/2024 prevedeva, al comma 2, che Consob, entro trenta giorni dalla data di entrata in vigore della novella, avrebbe dovuto stabilire “con proprio regolamento disposizioni attuative delle disposizioni di cui all’art. 147-ter.1” TUF. Il termine per la Commissione scadeva, quindi, il 27 aprile 2024. Ciò non ostante, per molto tempo Consob, che già si era espressa molto criticamente sulla disposizione in esame nel corso della discussione parlamentare (cfr. *Memoria tecnica della Consob* presentata in data 16 novembre 2023 alla VI Commissione Finanze della Camera dei Deputati), è rimasta silente; e il silenzio era comprensibile giacché, di fronte a un testo normativo così prodigo di dettagli, non era affatto agevole capire come e su cosa potesse esplicitarsi il potere regolamentare della Commissione.

Il silenzio è stato rotto il 20 novembre 2024 con la pubblicazione di un documento di consultazione contenente “le riflessioni preliminari sul contenuto dell’intervento regolamentare della Consob”, con richieste di osservazioni focalizzate sulla sua utilità e opportunità e non invece sui limiti della sua legittimità.

Tra le domande poste dalla Commissione, le più importanti erano certamente quelle relative ai due punti sopra menzionati: quale sia il criterio di ripartizione dei seggi consiliari qualora le liste concorrenti a quella del CdA ottengano più del 20% dei voti e chi può partecipare all’ulteriore votazione sui singoli candidati in caso di vittoria della lista del CdA.

Come era prevedibile, gli operatori che hanno risposto alla consultazione si sono espressi in favore della tesi della proporzionalità limitata e della legittimazione a partecipare all’ulteriore votazione solo per quei soci che, in prima battuta, hanno votato per la lista del CdA.

Sulla base di questo plebiscito, quasi un *pronunciamento*, la Consob ha molto rapidamente rilasciato il 19 dicembre 2024 un secondo documento di consultazione al quale sono allegate anche le modifiche regolamentari che Consob ha intenzione di approvare.

Per quanto qui interessa fondamentale (oltre alle opinioni – alcune persuasive, altre meno – della Commissione su alcuni dei punti menzionati *supra*, nel par. 5) è il nuovo art. 144-*quater*.1 del reg. emittenti di cui si propone questa formulazione:

1. La lista del consiglio di amministrazione contiene un numero minimo di candidati pari al numero dei componenti da eleggere stabilito nello statuto ovvero, se lo statuto indica solamente un numero massimo e minimo, pari a quello indicato nella proposta presentata dal medesimo consiglio di amministrazione ai sensi dell'articolo 2380-bis, quarto comma, del codice civile, maggiorato di un terzo.

2. Qualora la lista del consiglio di amministrazione uscente risulti quella che ha ottenuto il maggior numero di voti rispetto alle altre liste presentate, nell'applicazione delle modalità di elezione dei componenti del consiglio di amministrazione previste dall'articolo 147-ter.1, comma 3, del Testo unico si procede come segue:

a) nel caso previsto dall'articolo 147-ter.1, comma 3, lettera b), n. 1, del Testo unico, qualora dall'applicazione del criterio di riparto dei posti in consiglio di amministrazione ivi indicato non risulti un numero intero di componenti da assegnare complessivamente alle prime due liste di minoranza in ordine di consensi raccolti in assemblea, tale numero è arrotondato per eccesso all'unità superiore. Lo statuto stabilisce i criteri di ripartizione dei posti in consiglio così determinati;

b) nel caso previsto dall'articolo 147-ter.1, comma 3, lettera b), n. 2, la ripartizione dei posti in consiglio fra tutte le liste avviene in misura proporzionale ai voti conseguiti da ciascuna lista che abbia conseguito una percentuale di voti non inferiore al tre per cento, fermo restando che la maggioranza degli amministratori da eleggere è tratta dalla lista del consiglio di amministrazione. Gli statuti possono derogare a quanto previsto nel periodo precedente ovvero stabilire criteri di assegnazione proporzionale dei posti in consiglio di competenza delle minoranze in misura comunque superiore alla percentuale prevista dall'articolo 147-ter.1, comma 3, lettera b), n. 1.

3. I soci che hanno votato in favore della lista del consiglio di amministrazione partecipano alla votazione individuale prevista dall'articolo 147-ter.1, comma 3, lettera a), del Testo unico esprimendo il proprio voto su ciascun candidato presente nella medesima lista in proprio o per delega. I moduli di delega messi a disposizione dalla società ai sensi degli articoli 135-novies, 135-undecies e 135-undecies.1 del Testo unico sono formulati in modo da consentire almeno a tali soci l'espressione del voto sui singoli candidati della lista del consiglio di amministrazione”.

Sostanzialmente, la Commissione, dopo avere condivisibilmente chiarito nel comma 1 come debba essere calcolato il numero dei candidati presenti nella lista del CdA nel caso in cui lo statuto indichi un numero variabile di amministratori, stabilisce – nel comma 2, lett. b) – che, nell'ipotesi in cui le liste concorrenti ottengano più del 20% dei voti, il principio di proporzionalità vale solo per la seconda ripartizione (quella c.d. interna), ma non necessariamente per la prima giacché resta fermo “che la maggioranza degli amministratori da eleggere è tratta dalla lista del consiglio di amministrazione” vincente; la norma regolamentare è

comunque dispositiva visto che si riconosce che gli statuti possono derogare a tale regola ovvero stabilire criteri di assegnazione proporzionale dei posti in consiglio di competenza delle minoranze in misura comunque superiore al 20%. Da un lato, quindi, viene previsto che la regola di *default* è quella della proporzionalità limitata; dall'altro, viene ampliata l'autonomia statutaria stabilendosi che le società possano optare, ma con apposita clausola statutaria, sia per la proporzionalità assoluta sia, anche, per l'assegnazione di un numero fisso di amministratori alle liste concorrenti perdenti, pure inferiore a quello strettamente necessario per assicurare la maggioranza dei seggi alla lista del CdA vincente, purché comunque superiore alla percentuale del 20% del totale dei seggi, cioè a quella inderogabilmente prevista per il caso che le liste concorrenti ottengano non più del 20% dei voti in assemblea.

Nel comma 3, infine, Consob limita ai soli soci che hanno votato in favore della lista vincente del consiglio di amministrazione la legittimazione a partecipare alla votazione individuale. Inoltre, si aggiunge che i moduli di delega devono essere formulati in modo da consentire "almeno" ai soci deleganti l'espressione del voto sui singoli candidati della lista del consiglio di amministrazione. L'aggiunta è corretta se si parte dal presupposto che all'ulteriore votazione partecipino solo i soci che, nel primo *round*, hanno votato per la lista del CdA. Ma indica chiaramente che il meccanismo dell'ulteriore votazione è stato sostituito con un voto di lista con espressione di preferenze (poco importa se formulate contestualmente o *ex post*), che è cosa ben diversa.

Entrambe le previsioni Consob sono, a mio parere, in astratto più che condivisibili. Potrebbe, dunque, citarsi l'abusata massima di Deng Xiao Ping secondo cui non importa di che colore è il gatto, basta che prenda i topi oppure ricordare il detto che è tutto bene quel che finisce bene. In concreto, però, non può nascondersi che a monte delle regole secondarie ci sono le norme primarie e che quelle presentate alla consultazione, più che disposizioni di attuazione dell'art. 147-ter.1 TUF, sembrano disposizioni di *abrogazione* che implicano (o meglio, vorrebbero implicare) il singolare effetto di una norma di legge che viene modificata da un regolamento amministrativo. Del resto, come si è visto prima, a queste modificazioni – ma da parte del legislatore – mirava proprio l' o.d.g. sopra citato nel par. 7 presentato alla Camera il giorno stesso dell'approvazione finale del disegno di legge sull'evidente presupposto che il testo normativo approvato disponesse in altro modo.

La deriva della Consob facente funzione di legislatore rappresenta una spia della sempre peggiore fattura tecnica dei testi di legge. Esempio è il noto caso della l. 160/2019 che ha elevato al 40% la quota minima di presenza del genere meno rappresentato negli organi sociali delle società con azioni quotate senza tener conto che questi possono essere formati anche di soli tre componenti (e, anzi, questa è la composizione tipica del collegio sindacale). Per questa particolare ipotesi la Commissione, prima con la Comunicazione 1/2020 e poi con il comma 3 dell'art. 144-undecies del reg. emittenti, derogò agli artt. 144-ter, comma 1-ter e 148, comma 1-bis, TUF (che testualmente prevedono "almeno due quinti") stabilendo una "eccezione [per gli] organi sociali formati da tre componenti per i quali

l'arrotondamento avviene per difetto". Quel caso, tuttavia, è differente da quello qui in esame ; allora infatti si trattava di una "impossibilità aritmetica" e l'unica possibile alternativa era un'altra – e ancor meno giustificabile – deroga alle norme primarie (ovvero stabilire che nelle società con azioni quotate gli organi sociali devono avere almeno quattro componenti)

Tornando al tema di queste, ribadisco che nel contenuto il risultato finale delle proposte modiche regolamentari è buono, certamente migliore di quello del testo approvato dal Parlamento. Ma, almeno a mio parere, il prezzo che si paga – e cioè la sovversione della gerarchia delle fonti – è eccessivamente oneroso, assai pericoloso per il futuro e anche nell'attualità non idoneo ad assicurare certezza agli operatori poiché la conformità delle disposizioni regolamentari alle norme primarie è comunque sindacabile in sede giudiziale. Insomma, il sentimento indurrebbe a condividere l'ipotesi regolatoria di Consob, ma la ragione porta a dissentire. E questo, finalmente, spiega il titolo un poco criptico, à la Jane Austen, che ho voluto dare a questo scritto.

Nota bibliografica

I miei lavori cui faccio riferimento nel testo sono: G. PRESTI, *Elezione degli amministratori e lista del cda: peggio il rammendo del buco*, in *Riv. Soc.*, 2023, 1078 ss.; parzialmente anticipato in G. PRESTI, *Quando la legge diventa alchimia: la lista del Cda*, in www.lavoce.info del 5 febbraio 2024; G. PRESTI, *La norma sulla lista del CdA: ombre e buio*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2024, I, *Capitali coraggiosi*, 45 ss.

Le successive interpretazioni dissonanti rispetto alla mia (ma poi seguite da Consob) sono quelle di ASSONIME, *Circolare* n. 6 del 13 marzo 2024; M. VENTORUZZO, *L'art. 12 della Legge Capitali: lista del consiglio di amministrazione nelle società per azioni quotate*, in *Riv. soc.*, 2023, 1096 ss. e in P. MARCHETTI - M. VENTORUZZO (a cura di), *Commentario breve alla Legge Capitali*, Pacini, Pisa, 2024; M. STELLA RICHTER JR., *Lista del consiglio di amministrazione e autonomia statutaria: prime riflessioni*, in *Riv. soc.*, 2024, 113 ss.

Altri interessanti contributi posteriori alla legge sono: G. GALLUCCIO, *La verifica di idoneità degli amministratori delle banche quotate "alla prova" del nuovo voto di lista: prime riflessioni alla luce delle recenti novità della legge 21/2024 (legge capitali)*, in *Riv. dir. banc.*, 2024, 169 ss.; E. CERVIO, *Società quotate: gli organi*, in *Guida al diritto, Dossier n. 1/2024, La nuova legge sui mercati dei capitali*, Milano, *IlSole-24ore*, 2024; M. BELCREDI, *Una valutazione economico-finanziaria delle legge capitali alla luce della competizione tra ordinamenti*, relazione presentata al convegno *Operazioni societarie transfrontaliere e concorrenza tra ordinamenti* svoltosi a Sestri Levante il 3-4 maggio 2024 (letto per cortesia dell'autore); nonché l'importante studio quantitativo M. BELCREDI – S. BOZZI, *Lista del CdA e legge capitali: un'analisi quantitativa*, FIN-GOV, Milano, 2024 (ora pubblicato anche in *Riv. soc.*, 2024, 819 ss.) che è stato presentato a Milano in Università Cattolica il 16 settembre 2024 (con interventi di Belcredi, Presti, Irrera, Enriques, Antipasqua, Bianconi, Casiraghi, Menchini, Moriani e Ventoruzzo che sono disponibili al sito <https://www.youtube.com/watch?v=jL6o4GHF9WM>).

Successivamente allo svolgimento del Convegno sono stati pubblicati ulteriori contributi sull'argomento. Chiedendo venia per eventuali omissioni, segnalo, oltre al saggio di M. STELLA RICHTER, *La lista del consiglio di amministrazione: realtà, riti e miti*, in questo volume: gli atti del seminario su *La nuova legge "Capitali" (l. 5 marzo 2024, n. 21)*, pubblicati in *Giur. comm.*, 2024, I, 495 ss. (con particolare riguardo, oltre all'introduzione di R. Costi, a P. Montalenti, *La legge Capitali e la delega alla riforma del Testo Unico della Finanza: prime riflessioni*; S. Fortunato, *La "legge capitali": the race to the bottom, ovvero ancora un passo indietro sulla tutela dei risparmiatori*; F. Vella, *Ancora illusioni perdute*); M. IRRERA, *La lista del consiglio di amministrazione nelle società per azioni quotate*, in *Giur. it.*, 2024, 2722 ss., parzialmente anticipato in M. IRRERA, *La lista del CdA: una nuova norma nell'occhio del ciclone*, in www.ilcaso.it; M. PERRINO, *La lista del c.d.a.*, in *Le*

Società, 2024, 857 ss.; G. BALLERINI, *Legge capitali e regulatory framework (con particolare riferimento all'ordinamento olandese)*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2024, 961 ss.; L. CALVOSA, *Voto di lista e lista del consiglio uscente*, in *Riv. dir. soc.*, 2024, 419 ss.; I. MECATTI, *La lista del consiglio di amministrazione*, in *Riv. dir. soc.*, 2024, 553 ss.; R. COLAIORI, *Problemi e riforme del mercato dei capitali*, in *Riv. dir. comm.*, 2024, II, 335 ss.; C. AMATUCCI – G. MOLLO, *Lista del consiglio di amministrazione nelle società per azioni quotate*, in G. Martina, M. Rispoli Farina e V. Santoro (a cura di), *Legge capitali. Commentario*, Torino, Giappichelli, 2024, 127 ss. Si veda inoltre, lo *statement* 16 agosto 2024 di *International Corporate Governance Network*, di cui ha dato notizia il *Financial Times* del 10 settembre, poi ripreso dalla stampa italiana.

Sui lavori parlamentari che hanno condotto alla norma, oltre a quanto indicato nel mio citato contributo in *Riv. soc.*, v.: Audizione del Cav. Lav. Francesco Gaetano Caltagirone, Senato della Repubblica, 6° Commissione (Finanze e Tesoro), Roma, 27 giugno 2023; *Memoria tecnica della Consob* presentata in data 16 novembre 2023 alla VI Commissione Finanze della Camera dei Deputati.

Nella precedente legislatura v. il d.d.l. S-2433 presentato da tre senatori del PD (D'Alfonso, Laus e Pittella) e tre del M5S (Fenu, Lannutti e Di Piazza); su di esso, sul sito del Senato, possono vedersi il Dossier (n. 501 del marzo 2022) predisposto dall'Ufficio Studi del Senato e il Seminario Istituzionale svoltosi presso la 6ª Commissione Finanze e Tesoro il 16 giugno 2022 (con interventi di P. Savona, M. Bianchi, P. Marchetti, M. Belcredi, M. Irrera, M. Stella Richter jr., M. Ventoruzzo, A. Gambino, M. Maugeri, R. Sacchi, G. Scognamiglio, A. Nuzzo); d.d.l. e relazioni sono pubblicati in *Riv. soc.*, 2022, 539 ss.

Il dibattito parlamentare è stato accompagnato da attenzione sulla stampa quotidiana, non solo nazionale, con interventi autorevoli: P. MARCHETTI, M. STELLA RICHTER JR., U. TOMBARI e M. VENTORUZZO, *Sulle liste del CDA uscente no a interventi barocchi che penalizzano il mercato*, in *Affari&Finanza* del 25 settembre 2023; L. ENRIQUES, *Se i voti che "pesano" sono quelli di corridoio*, in *L'Economia del Corriere della sera* del 25 settembre 2023; R. SACCHI, *La discussione negli USA sulla lista del CDA*, in *IlSole-24ore* del 26 settembre 2023; M. CERA, *Un disegno di legge a rischio di incoerenze e alluvioni normative*, in *IlSole-24ore* dell'8 dicembre 2023; Anonimo, *How Meloni's new 'Capital Bill' could backfire on corporate Italy*, in *Financial Times* (versione on line) dell'8 gennaio 2024.

L'intervento di Consob citato nel testo è CONSOB, *Richiamo di attenzione n. 1/22 del 21 gennaio 2022 - La presentazione di una lista da parte del consiglio di amministrazione per il rinnovo del medesimo consiglio*. Il rilascio del richiamo è stato preceduto da una consultazione pubblica nel periodo 2-17 dicembre 2021 i cui esiti sono riportati nel sito www.consob.it.

In precedenza sulla lista del CdA v. M. STELLA RICHTER jr., *Voto di lista per la elezione delle cariche sociali e legittimazione dell'organo amministrativo alla presentazione di candidati*, in *Riv. dir. soc.*, 2007, 36 ss.; M. STELLA RICHTER jr., *Sulla composizione e sulla elezione dell'organo amministrativo di una società quotata*, in *Riv. dir. comm.*, 2012, I, 55 s.; M. STELLA RICHTER jr., sub art. 147-ter TUF, in P. ABBADESSA e G.B. PORTALE (diretto da), *Le società per azioni*, Milano, 2016, 4190 ss.; N. CIOCCA, *Il voto di lista nelle società per azioni*, Milano, 2018; E. PUCCI, *Regole di composizione e presentazione della lista del consiglio di amministrazione uscente nelle società quotate*, in *Riv. dir. comm.*, 2018, II, 63 ss. (part. 84 ss.); A. SACCO GINEVRI, *Nuovi equilibri fra soci e amministratori nelle banche italiane quotate*, in F. Capriglione F. (a cura di), *Liber Amicorum Guido Alpa*, Padova, 2019, 281 ss.; M.L. PASSADOR, *A quindici anni dall'introduzione del voto di lista: profili evolutivi e scenari futuri*, in *Giur. comm.*, 2020, I, 1158 ss.; M. VENTORUZZO, *Note sulla lista del consiglio uscente per l'elezione degli amministratori nelle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2020, 1398 ss.; S. CACCHI PESSANI, *Il voto di lista per la nomina degli amministratori nelle società a controllo "fluidico": prassi, problemi e prospettive*, in *Riv. soc.*, 2021, 705 ss.; M. IRRERA, *Luci e (molte) ombre sulla lista del CDA per la nomina degli amministratori nelle società quotate: brevi appunti*, in www.ilcaso.it, 11 ottobre 2021; A. PERRONE e P.M. SANFILIPPO, *La lista presentata dal consiglio di amministrazione nelle società a proprietà concentrata*, in *Riv. dir. banc.*, 2022, 1 ss.; M. SAGLIOCCA e E. DE NIRO, *Recenti evoluzioni in tema di lista del CdA uscente*, in www.diritto-bancario.it, settembre 2022; M. IRRERA, *La dittatura della lista del CDA: ovvero il nuovo che avanza? Brevi note*, in www.ilcaso.it, 4 aprile 2022; M. IRRERA, *Presentazione di liste di candidati da parte dei consigli di amministrazione uscenti delle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2022, 574 ss.; G. BALLERINI, *La lista del consiglio di amministrazione*, in *Riv. dir. civ.*, 2022, 745 ss.; G. MOLLO, *La clausola statutaria che consente al c.d.a. di presentare una propria lista per il suo stesso rin-*

novo è legittima?, in *Giur. comm.*, 2022, I, 520 ss.; P. VALENSISE, *L'elezione del consiglio di amministrazione di società per azioni quotate*, in V. DONATIVI (diretto da), *Trattato delle società*, IV, Milano, 2022, 354 ss.; M. SAGLIOCCA, *La "lista del consiglio uscente": tra evoluzione della prassi e istanze di regolamentazione*, in *Riv. not.*, 2023, 978 ss.; Seminario su *La presentazione della lista del c.d.a. da parte del consiglio uscente*, in *Giur. comm.*, 2022, I, 109 ss. (con interventi di R. Costi, G. Domenichini, S. Fortunato, P. Montalenti, F. Mucciarelli e F. Vella); P. MONTALENTI, *Il DDL Capitali. Spunti di riflessione*, in *Nuovo dir. soc.*, 2023, 1397 ss.; A. PERRONE e G. STRAMPELLI (a cura di), *Il voto di lista: un istituto ancora attuale?*, in *Rivista ODC*, 2022, 643 ss. (ove sono raccolti interventi di N. Ciocca, M. Irrera, P. Sanfilippo, M. Stella Richter jr., e M. Ventoruzzo).

I supporti del d.d.l. competitività sono: MEF, *Libro verde su La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita*, 2022; OECD, *Capital Market Review Italy 2020, Creating Growth Opportunities for Italian Companies and Savers*, disponibile al sito www.oecd.org/corporate/OECD-Capital-Market-Review-Italy.htm.

I riferimenti normativi alla composizione quali-quantitativa dei CdA delle imprese bancarie e di quelle assicurative sono, rispettivamente, al d.m. (MEF) 23 novembre 2020, n. 169, *Regolamento in materia di requisiti e criteri di idoneità allo s*

volgimento dell'incarico degli esponenti aziendali delle banche, degli intermediari finanziari, dei confidi, degli istituti di moneta elettronica, degli istituti di pagamento e dei sistemi di garanzia dei depositanti, e al d.m. (MISE, ora MIMIT) 2 maggio 2022, n. 88, *Regolamento in materia di requisiti e criteri di idoneità allo svolgimento dell'incarico degli esponenti aziendali e di coloro che svolgono funzioni fondamentali ai sensi dell'articolo 76, del codice delle assicurazioni, di cui al decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209*.