

Raffaele Lener  
*Università di Roma Tor Vergata*

Luigi Mansani  
*Università degli studi di Parma*

Umberto Morera  
*Università di Roma Tor Vergata*

Antonio Nuzzo  
*Università Luiss Guido Carli di Roma*

Alla  
Commissione Nazionale per le Società e la Borsa  
Divisione Studi e Regolamentazione  
Via G.B. Martini, n. 3  
00198 ROMA

Roma-Milano, 31 gennaio 2025  
A mezzo SIPE (Sistema Integrato per l'Esterno)

Oggetto: Osservazioni al secondo documento di consultazione del 19 dicembre 2024 in tema di *“Disposizioni attuative dell’art. 147-ter.1 del Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, in materia di lista del Consiglio di Amministrazione”*.

Ringraziando per l’opportunità di partecipare alla consultazione pubblica, gli scriventi formulano di seguito alcune considerazioni e osservazioni in relazione alle domande proposte da Codesta Spettabile Commissione nel documento di consultazione di cui in oggetto (il **“Secondo Documento di Consultazione”**), con il quale, dopo un primo documento per la consultazione del 20 novembre 2024 (il **“Primo Documento di Consultazione”**) sono sottoposte a consultazione alcune modifiche al Regolamento Emittenti (ed al suo Allegato 5A) in relazione all’articolo 147-ter.1 del Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (**‘Tuf’**), introdotto con l’articolo 12, comma 1, della Legge 5 marzo 2024, n. 21 (**‘Legge Capitali’**), nel quale è attribuita alle società italiane con azioni quotate in un mercato regolamentato la facoltà di prevedere negli statuti la presentazione di una lista di proprio candidati per l’elezione dei componenti dell’organo di amministrazione da parte del consiglio di amministrazione uscente (**‘Lista del CdA’**) e dettata la specifica disciplina applicabile in tale ipotesi.

### ***Sul potere regolamentare attribuito alla Consob***

L'articolo 12, comma 2, della Legge Capitali attribuisce alla Consob il potere di stabilire *“con proprio regolamento disposizioni attuative delle disposizioni di cui all'articolo 147-ter.1”*.

Nel Secondo Documento di Consultazione si ipotizza di esercitare la delega regolamentare attraverso un intervento di attuazione ispirato a due specifici obiettivi: *“(i) da un lato, adottare quelle disposizioni necessarie a fornire al mercato una cornice attuativa della nuova disciplina coerente con le regole e la ratio della legge, anche alla luce della più generale disciplina della nomina dell'organo amministrativo al cui interno si inserisce; (ii) dall'altro, operare un opportuno coordinamento tra l'ipotesi di presentazione di una lista da parte del consiglio di amministrazione uscente e le previsioni regolamentari vigenti adottate dalla Consob”*.

Preso atto di tale condivisibile obiettivo, è utile in ogni caso sottolineare che il regolamento di cui all'articolo 12 è configurato quale atto normativo di mera attuazione della norma di legge: non si tratta di un regolamento indipendente né di una regolazione che si possa porre in posizione di parità rispetto alla fonte primaria; l'intervento regolamentare della Consob trova limite nella necessità di rispettare, con rigorosa adesione al dettato della norma di legge, che di certo non è consentito alla Consob correggere, neppure ove ritenuta errata o inefficiente dall'Autorità stessa o dalla comunità scientifica.

Per altro verso, è anche utile dare atto che la norma di cui all'articolo 147-ter.1 Tuf si caratterizza per un elevato livello di dettaglio con riferimento a precisi aspetti e fasi del procedimento per l'elezione dell'organo amministrativo nel caso in cui il consiglio di amministrazione uscente si avvalga della facoltà statutaria di presentare una propria lista di candidati. La nuova disciplina, inoltre, assume senz'altro carattere imperativo ed eccezionale, dovendosi escludere tanto la derogabilità delle norme di dettaglio ivi previste (una volta che la facoltà per il consiglio di amministrazione uscente sia stata introdotta nello statuto), quanto una loro applicazione estensiva oltre le fattispecie espressamente disciplinate dalla norma.

In definitiva, dinanzi ad una norma primaria così dettagliata è estremamente ridotto da cogliere lo spazio per la normazione secondaria di attuazione.

### ***Sulla Domanda n. 1 del Secondo Documento di Consultazione***

Nel Secondo Documento di Consultazione viene richiesto se *“si ritiene utile la definizione di specifiche disposizioni regolamentari di coordinamento tra le norme in materia di collegamento tra liste di candidati e la votazione sui singoli candidati della*

*lista del CdA, nonché con gli altri principi generali in materia di nomina del consiglio di amministrazione” e si propone alla consultazione del mercato, alla luce delle osservazioni ricevute sul Primo Documento di Consultazione, un’ipotesi di articolato con la quale “viene previsto che la modalità di default di implementazione della seconda votazione sui singoli candidati consiste nell’espressione di una preferenza da parte dei soci che abbiano votato la lista del CdA su ciascun candidato di quest’ultima lista, preferenza che può essere espressa successivamente alla votazione sulle liste nel corso della medesima assemblea, se in presenza, o con lo specifico modulo di delega messo a disposizione dalle società, che dovrà consentire l’espressione del voto su ciascun candidato ai soci che abbiano espresso voto favorevole sulla lista del CdA”.*

In effetti, il nuovo articolo 144-*quater*.1, comma 3, del Regolamento Emittenti contenuto nel Secondo Documento di Consultazione prevede che alla votazione individuale di cui all’articolo 147-*ter*.1, comma 3, lett. a), n.1, Tuf siano legittimati “[i] soci che hanno votato in favore della lista del consiglio di amministrazione”, implicitamente escludendo tutti gli altri soci.

Tuttavia, per il caso in cui la Lista del CdA risulti quella che ha ottenuto il maggior numero di voti l’articolo 147-*ter*.1, comma 3, lett. a), Tuf stabilisce puntualmente le modalità attraverso cui dalla medesima lista è tratto il numero dei consiglieri spettanti e a questo riguardo precisa (al n. 1) che *"l'assemblea procede a un'ulteriore votazione individuale su ogni singolo candidato"*.

Il testo normativo è chiaro e preciso nel prevedere, dunque, una nuova deliberazione assembleare. Alla prevista ulteriore assemblea sono evidentemente legittimati ad intervenire e votare tutti i soci avanti diritto, indipendentemente dal se e come abbiano votato nella prima assemblea (in cui la Lista del CdA ha ottenuto il maggior numero di voti): la norma prevede due votazioni distinte da parte dell’assemblea (la prima sulle liste, la seconda sui candidati nella Lista del CdA, ove quest’ultima abbia ottenuto il maggior numero di voti), senza disporre in modo differente quanto ai i soci legittimati alla partecipazione all’assemblea (generale).

Sicché, là dove limita la partecipazione alla seconda assemblea ai soli soci che abbiano votato in favore della Lista del CdA il richiamato nuovo articolo 144-*quater*.1 del Regolamento Emittenti si risolve in una inammissibile correzione della norma primaria. È vero che la partecipazione di soci che abbiano votato a favore di liste di minoranza alla votazione individuale per la selezione dei candidati nella Lista del CdA potrebbe avere controindicazioni (magari favorendo manovre di disturbo o aumentando il grado di incertezza sulla composizione finale del consiglio), ma addurre inconvenienti non legittima a modificare la chiara portata del dettato normativo, introducendo una sorta di voto di preferenza *ex post* (da parte dei soci fautori della Lista del CdA) che il legislatore non ha disposto (e avrebbe di certo previsto, ove avesse voluto).

Per altro verso, come correttamente osservato in letteratura, non è sostenibile che, se votasse anche chi nella prima assemblea ha dato il proprio suffragio ad altre liste, si avrebbe una duplicazione del voto, in quanto si tratta (alla lettera) di due votazioni distinte: la prima ha ad oggetto il voto sulle liste, onde stabilire quale rappresentanza ciascuna debba avere in consiglio di amministrazione; la seconda ha ad oggetto una votazione individuale, che, come sottolineato, la norma riferisce all'assemblea e non ai soli soci che avevano votato la Lista del CdA.

Neppure si potrebbe seriamente sostenere che ammettendo tutti i soci al voto si potrebbe realizzare un collegamento tra liste, giacché, ancora una volta, la prima votazione (sulle liste) e la seconda votazione (sui candidati nella Lista 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<sup>1</sup>. In effetti, la disciplina sul “collegamento” si riferisce *esclusivamente* alla votazione in cui i soci esprimono preferenze *tra liste*, mentre la votazione individuale si configura come voto referendario successivo alla competizione tra liste, che, in quanto tale, non ha per definizione implicazioni ai fini della disciplina sul collegamento (fermo restando che, ove anche fosse configurabile un collegamento fra liste i soci fautori di altre liste non sarebbero privato della legittimazione a partecipare all’ulteriore votazione individuale, ma semmai la loro lista, in ipotesi arrivata seconda, non avrebbe titolo per ottenere seggi in quanto “collegata” con la Lista del CdA vincente).

In definitiva, l’interpretazione che ammette tutti i soci all’ulteriore votazione individuale risulta l’unica coerente con il tenore letterale della norma. Dunque, la nuova disposizione di cui all’articolo 144-*quater*.1, comma 3, del Regolamento Emittenti propone una regola incompatibile con la norma primaria di cui all’articolo 147-*ter*.1, comma 3, lett. a), n.1), Tuf.

### **Sulla Domanda n. 2 del Secondo Documento di Consultazione**

Nel Secondo Documento di Consultazione viene richiesto, con riguardo all’ipotesi prevista dall’art. 147-*ter*.1, comma 3, lett. b), n. 2), in cui le prime due liste di minoranza abbiano raccolto voti in misura superiore al 20%, se “*si ritiene utile un intervento regolamentare per precisare che un sistema proporzionale “puro” può essere adottato in via statutaria*” e si propone alla consultazione del mercato, alla luce delle

---

<sup>1</sup> Si è anche osservato, correttamente, che ove i soci poco dopo la nomina fossero chiamati a esprimersi su una proposta di revoca, anche individuale, degli amministratori sarebbe difficile pensare che la legittimazione a votare in questa sede possa dipendere da quale lista si fosse appoggiata inizialmente e, ancora, nell'ipotesi in cui la contesa assembleare venga vinta da una lista corta e sulla base di una clausola statutaria il consiglio di amministrazione debba essere completato "con delibera adottata a maggioranza semplice su proposta dei soggetti osservato presenti cui spetta il diritto di voto", qualora – come è tipico – la proposta candidi soggetti che erano presenti nella lista lunga perdente (arrivata seconda), sarebbe altrettanto difficile sostenere che su di essi possano votare solo quei soci che già avevano votato per quella lista.

osservazioni ricevute sul Primo Documento di Consultazione, un'ipotesi di articolato con cui *“si chiarisce che la ripartizione dei posti in consiglio nello scenario in esame avviene in misura proporzionale ai voti conseguiti da ciascuna lista che abbia conseguito una percentuale di voti non inferiore al tre per cento, ma tenendo fermo il principio di default secondo il quale, a tutela della governabilità della società, la maggioranza degli amministratori da eleggere debba essere tratta dalla lista del consiglio di amministrazione (risultata prima)”*, con la precisazione che tale ultima previsione sarebbe *“derogabile dall'autonomia statutaria, che potrà quindi sia prevedere l'applicazione di un criterio proporzionale puro senza correzioni maggioritarie, sia definire i criteri di assegnazione dei posti in consiglio di competenza delle minoranze tenendo conto dei voti conseguiti da ciascuna di tali liste e, comunque in misura superiore a quanto indicato nello scenario previsto dall'articolo 147-ter.1, comma 3, lettera b), n. 1 del TUF”*.

In effetti, il nuovo articolo 144-quater.1, comma 2, lett. b), del Regolamento Emittenti contenuto nel Secondo Documento di Consultazione prevede quanto segue: *“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”*.

Tuttavia, per il caso in cui la Lista del CdA risulti quella che ha ottenuto il maggior numero di voti e il totale dei voti raccolti in assemblea dalle prime due altre liste sia superiore al 20 per cento del totale dei voti espressi, l'articolo 147-ter.1, comma 3, lett. b), n. 2), Tuf stabilisce le modalità attraverso cui sono tratti i componenti del nuovo consiglio di amministrazione di competenza delle minoranze e a questo riguardo precisa che detti componenti di competenza delle minoranze *“sono assegnati proporzionalmente ai voti ottenuti dalle liste di minoranza che hanno conseguito una percentuale di voti non inferiore al 3 per cento”*.

In verità, il testo normativo è chiaro e preciso nel disporre una regola di proporzionalità assoluta, che riguarda, insomma, non solo la ripartizione (interna) tra le liste di minoranza, ma anche la ripartizione (esterna) tra la vincente Lista del CdA e le liste di minoranza che abbiamo almeno raggiunto la soglia del 3%. Del resto, lo stesso articolo 147-ter.1, comma 3, lett. b), n. 2), Tuf precisa, al secondo periodo, 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*" e questa precisazione ha senso (nella misura in cui assegna un premio alle liste di minoranza sopra soglia) perché riferita alla proporzionalità assoluta, ossia alla ripartizione (esterna) tra la vincente Lista del CdA e le liste di minoranza sopra soglia, mentre sarebbe del tutto inutile ove la norma venisse erroneamente letta come avente ad oggetto la ripartizione interna, visto che in tal caso manterrebbe eguali i pesi relativi tra le diverse liste di minoranza sopra soglia.

Sicché, là dove limita la regola di proporzionalità alla ripartizione (interna) tra liste di minoranza, anche il proposto nuovo articolo 144-*quater*.1, comma 2, lett. b), del Regolamento Emittenti si risolve in una inammissibile correzione della norma primaria. È possibile che la regola di proporzionalità assoluta di cui all'articolo 147-*ter*.1, comma 3, lett. b), n. 2), Tuf generi effetti sulla "governabilità della società" (potendo aversi il caso che la Lista del CdA ottenga il maggior numero di voti, ma non l'assegnazione della maggioranza assoluta dei componenti del consiglio di amministrazione), ma, ancora una volta, addurre inconvenienti non risolve il problema e, comunque, non legittima a modificare la chiara portata del dettato normativo (nel senso di prevederne l'applicazione solo se la regola fosse fatta propria dallo statuto).

Al riguardo, preme, in ogni caso, chiarire che con il presente scritto non si prende posizione sulla bontà delle scelte in questione, operate dal legislatore con la Legge Capitali, che - come ampiamente noto - sono oggetto di largo dibattito in letteratura, ma si intende qui esprimere l'avviso che le richiamate soluzioni proposte con il Secondo Documento di Consultazione alle questioni di cui alle domande n. 1 e 2 non possono aversi per via regolamentare.

Per altro verso, nella medesima prospettiva, non si danno obiezioni con riguardo all'ulteriore richiesta di cui alla domanda n. 2 del Secondo Documento di Consultazione, *"riferita al primo scenario contemplato dall'articolo 147-ter.1, comma 3, lettera b), n. 1 del TUF, ovvero sia quello in cui la somma dei voti ottenuti dalle prime due liste dei soci non superi il 20% del totale dei voti espressi"*, per il qual caso *"si sottopone alla consultazione una norma volta a specificare che, ove dall'applicazione della quota del 20% non risulti un numero intero di componenti, tale numero è arrotondato per eccesso all'unità superiore"*. In effetti, non essendo la questione puntualmente disciplinata nella legge, si condivide senz'altro la proposta di intervento con il regolamento di attuazione, volta a *"garantire che le due liste di minoranza rappresentino complessivamente una quota del consiglio "non inferiore al 20 per cento"*.

### **Sulla Domanda n. 6 del Secondo Documento di Consultazione**

Nel Secondo Documento di Consultazione viene richiesto “se si ritengono utili ed opportuni ulteriori adattamenti della disciplina regolamentare” con specifico riguardo a:

- a) numerosità della Lista del CdA, per cui si chiarisce che “il numero dei componenti da eleggere, cui il CdA deve fare riferimento per stabilire il numero complessivo di candidati che la lista deve contenere, è quello fissato dallo statuto ovvero - laddove lo statuto si limiti a indicare un numero minimo e massimo dei componenti da eleggere - quello indicato nella proposta presentata al riguardo dal medesimo CdA all’assemblea, ai sensi dell’art. 2380-bis c.c.”;
- b) presidenza del comitato competente in materia di controlli e rischi e applicazione della previsione alle società che adottano il modello monistico, per cui si ritiene che (i) che “esuli dall’ambito dell’intervento regolamentare delegato alla Consob disporre l’inapplicabilità di alcuni dei contenuti dell’art. 147-ter.1 del TUF per le società quotate bancarie e per quelle organizzate secondo il modello monistico”, (ii) che “il comma 4 dell’art. 147-ter.1 del TUF debba intendersi riferito al solo comitato endoconsiliare per il controllo interno e la gestione dei rischi e non anche al comitato per il controllo sulla gestione previsto nel sistema monistico” e (iii) che “ove lo statuto preveda che il comitato per il controllo sulla gestione sia nominato dall’assemblea e che questa voti su sezioni separate della lista del CdA (quella dei membri del comitato per il controllo sulla gestione e quella degli altri amministratori), la disciplina prevista dal nuovo art. 147-ter.1 del TUF in tema di composizione della lista ed elezione dei candidati potrà trovare applicazione con riferimento a ciascuna delle due sezioni della lista sottoposte al voto dell’assemblea”;
- c) applicazione dell’articolo 147-ter.1 Tuf anche ai rinnovi parziali del consiglio di amministrazione (c.d. staggered board), per cui si ritiene che “non sono rilevabili specifiche technicalità o modalità pratiche di funzionamento dell’istituto della lista del CdA idonee a giustificare una eventuale esclusione dello staggered board dall’applicazione della nuova norma”, anche perché “la circostanza che l’organo che presenta la lista sia solo parzialmente “uscente” e che i due terzi degli amministratori chiamati a deliberare in merito alla lista rimangano comunque in carica non limita i possibili rischi di autoreferenzialità della presentazione di candidature da parte del board e di perpetuazione della sua composizione”;
- d) applicazione della norma al sistema dualistico, che “appare dubbia”;
- e) seconda votazione nel caso limite di liste di minoranza presentate ma non votate, per cui, fermo restando che l’ipotesi “pare del tutto assimilabile a quella in cui la

*lista del CdA sia l'unica presentata, non si ritiene possibile escludere una lettura della norma che ritenga applicabile anche in tali fattispecie la seconda votazione individuale su ciascun candidato della lista del CdA”;*

- f) adeguamenti statutari che le società dovranno adottare ai fini dell'applicazione della nuova disciplina, per cui *“pare ragionevole ritenere che il consiglio di amministrazione debba operare secondo i principi generali applicabili in materia”;*
- g) applicazione della disciplina alle public company e iniziative dei soci, per cui *“si ritiene che interventi specifici per le public company ovvero di ampliamento dei soggetti legittimati alla presentazione di liste di candidati dovrebbero essere valutati in sede di legislazione primaria, ponendosi al di fuori dell'ambito della delega regolamentare esercitata con il presente intervento”.*

Si ritiene di poter condividere le suddette indicazioni di cui al Secondo Documento di Consultazione, nelle quali si ritrova, in effetti, una corretta applicazione dei principi in tema di esercizio della potestà regolamentare.

Con osservanza,

*Raffaele Lener*

*Luigi Mansani*

*Umberto Morera*

*Antonio Nuzzo*