

Spettabile  
**COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA (CONSOB)**  
**Divisione Studi e Regolamentazione**  
Via G. B. Martini, n. 3  
00198 – ROMA  
27 gennaio 2025

**Risposta di un gruppo di professori giuristi ed economisti alla seconda Consultazione Consob “Disposizioni attuative dell’art. 147-ter.1 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (“TUF”), in materia di lista del consiglio di amministrazione” del 19 dicembre 2024.**

Spettabile Autorità,

si fa riferimento: (i) al nuovo articolo 147-ter.1 del Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF), introdotto dall’articolo 12 della Legge 5 marzo 2024, n. 21 (**‘Legge Capitali’**), che ha riconosciuto espressamente per le società italiane aventi azioni quotate in un mercato regolamentato la possibilità di prevedere nello statuto sociale che il consiglio di amministrazione uscente abbia la facoltà di presentare una lista di candidati per il rinnovo del consiglio di amministrazione medesimo, con previsione di una specifica disciplina e di una delega alla Consob per l’adozione di disposizioni attuative; (ii) al documento per la consultazione “Disposizioni attuative dell’art. 147-ter.1 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, in materia di lista del consiglio di amministrazione” del 20 novembre 2024, con il quale codesta Autorità ha sottoposto alla consultazione del mercato le riflessioni preliminari sul contenuto del suddetto intervento regolamentare (il **‘Documento di Consultazione’**); (iii) alle osservazioni pervenute in relazione al Documento di Consultazione da parte di operatori di mercato, associazioni rappresentative di categoria ed esperti; (iv) alla relazione illustrativa degli esiti della consultazione preliminare, confluita nel secondo documento di consultazione (il **‘Secondo Documento di Consultazione’**) del 19 dicembre 2024.

La norma introdotta dall’articolo 12 della Legge Capitali si caratterizza per un elevato livello di dettaglio con riferimento a precisi aspetti e fasi dell’elezione dell’organo amministrativo in caso di presentazione di una lista del consiglio di amministrazione uscente (anche **‘Lista del c.d.a.’**). 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 uscente sia stata

introdotta nello statuto), tanto una loro applicazione estensiva oltre le fattispecie espressamente disciplinate dalla norma.

Ne discende ovviamente che l'intervento regolamentare della Consob trova limite nella necessità di rispettare, con rigorosa adesione – nella massima misura consentita – al dato letterale, il dettato della norma primaria. E ciò a maggior ragione avuto riguardo alla natura del regolamento affidato all'Autorità, che si configura come un atto normativo di mera attuazione di una disciplina legislativa compiuta, privo di carattere autonomo e che non implica l'esercizio di una delega volta ad integrare spazi lasciati volontariamente liberi dalla legge. Non si tratta di certo di un caso di regolamento indipendente, né di una regolazione che si possa porre in una posizione di parità e/o sostitutiva rispetto alla fonte ordinaria, né tantomeno di apprestare regole tecniche sulle quali, per il loro oggetto altamente specifico, il legislatore ordinario non abbia ritenuto di cimentarsi, ma, per l'appunto, di un regolamento di attuazione.

Tale è, in effetti, l'impostazione d'apertura del Documento di Consultazione, che, proprio in ragione dei richiamati profili, ha intravisto nella disciplina in esame la possibilità 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 della suddetta condivisibile impostazione, occorre evidenziare come gli esiti del Secondo Documento di Consultazione operano una interpretazione del testo del nuovo art. 147-ter.1 del TUF che, ad avviso degli Scriventi, risulta però poco coerente anche con il tenore letterale della citata disposizione in riferimento a due profili di disciplina che hanno avuto eco mediatica nazionale e internazionale: (i) l'individuazione dei soci legittimati a partecipare alla seconda votazione individuale, prevista al comma 3, lettera a), n.1), dell'art. 147-ter.1; (ii) come debba essere determinato il numero di componenti del consiglio di amministrazione di competenza delle minoranze nello scenario previsto al comma 3, lettera b), n. 2, dell'art. 147-ter.1 (ipotesi in cui le prime due liste di minoranza dei soci ottengano più del 20% dei voti assembleari). Peraltro, il documento mette singolarmente in dubbio ciò che ad una interpretazione letterale è assolutamente scontato, ossia che alla lista del consiglio arrivata prima per numero di voti spetti in ogni caso la maggioranza dei posti in consiglio di amministrazione, determinata in un caso riservando il 20% dei posti alle minoranze, nell'altro ripartendo il numero totale dei consiglieri da eleggere su base proporzionale, fermo restando che la metà dei posti più uno viene assegnato alla lista del consiglio.

Va da sé che, l’Autorità deve attenersi alle disposizioni normative che, a ben considerare, appaiono essere puntuali sui punti che verranno attenzionati nel prosieguo.

\*\*\*

Tanto preliminarmente osservato, si svolgono in appresso talune considerazioni sui quesiti sottoposti al mercato nel Documento di Consultazione.

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

Il nuovo articolo 144-quater.1 del Regolamento Emittenti contenuto nel Documento di Consultazione prevede che alla votazione individuale di cui all’articolo 147-ter.1, comma 3, partecipano “[i] soci che hanno votato in favore della lista del consiglio di amministrazione”.

L’interpretazione che, invece, ammette alla votazione individuale in esame *tutti i soci* risulta l’unica coerente con il tenore anche letterale della norma, che utilizza – non per caso, bensì sulla base di un’evidente scelta ponderata e consapevole del legislatore – il termine “*assemblea*”, e soprattutto con la relativa *ratio* di limitare, come è stato evidenziato in letteratura, la libertà di azione degli amministratori, in ragione dei rischi di una loro debordante e interessata attività rispetto alla rinnovazione dell’organo gestorio, esigendo una base legittimatrice dello strumento della lista del c.d.a. nella volontà dei soci, espressa a livello delle regole organizzative essenziali dell’ente e poi confermata con il voto in assemblea. Un intento, questo del *puntello e radicamento* nella volontà dei soci, che si spinge proprio al punto di esigere che la lista presentata dagli amministratori uscenti formi oggetto di una doppia approvazione assembleare. Sotto tale profilo, non v’è dubbio che la previsione sia dunque espressione del principio che mira a ridimensionare i rischi di autoreferenzialità e autoperpetuazione (da parte di *manager* che ricoprono da tempo il proprio incarico nella *governance* dell’emittente) tipicamente associati all’utilizzo della Lista del c.d.a. in un sistema ove: (i) le società presentano generalmente un’elevata concentrazione proprietaria; (ii) l’espressione delle preferenze dei soci è condizionata dalle implicazioni del meccanismo di voto “a liste bloccate”, nel quale risulta decisiva la collocazione del candidato nella lista (in altre parole, più si è in cima alla lista maggiore è la probabilità, o la certezza, di essere eletto). In quest’ottica, la votazione individuale da parte dell’*assemblea* introdotta dalla nuova norma mira evidentemente a contrastare gli effetti distorsivi connessi alle liste bloccate (pur presenti nella disciplina “generale” del voto di lista di cui all’art. 147-ter del TUF, che tuttavia non presenta rischi analoghi in termini di autoreferenzialità e autoperpetuazione manageriale qualora non sia presente una lista di candidati elaborata dal consiglio uscente, non richiedendosi di conseguenza analoghi “correttivi”), assicurando un ampio vaglio assembleare (il più ampio possibile) sui candidati designati dagli uscenti. Del resto, anche la previsione di una super-

maggioranza consiliare per l'approvazione della lista è ispirata all'esigenza che tutto il processo che sfocia nella presentazione della stessa sia condiviso da un'ampia base di consiglieri e non solo da quelli uscenti, provenienti dalla lista maggioritaria presentata tre anni prima.

D'altra parte, il rischio – emerso in letteratura e in sede di consultazione – della possibile perpetrazione di comportamenti di disturbo, se non addirittura di “sabotaggio”, da parte degli azionisti diversi da quelli che hanno votato a favore della Lista del c.d.a. (i) non è eliminabile in modo assoluto (e pertanto un simile obiettivo non dovrebbe essere posto alla base dell'intervento attuativo dell'Autorità), soccorrendo a tale (eventuale) circostanza i rimedi generali delle norme dettate dall'ordinamento in relazione all'assemblea e alla condotta degli azionisti; (ii) è facilmente mitigabile dal comportamento dei soggetti interessati a evitare simili azioni di disturbo o “sabotaggio”, ben potendo il consiglio uscente, in seno alla propria Lista del c.d.a., da un lato, ricordare l'eventualità di un secondo voto confermativo (così “preparando” gli azionisti) e, dall'altro, rimarcare l'importanza di un “voto compatto” in sede di seconda votazione da parte di coloro che abbiano votato, in prima istanza, la Lista del c.d.a., che, in quanto (in ipotesi) risultata prima per numero di voti, avrà senza dubbio – salvo casi marginali – ottime probabilità di vedere confermati i candidati indicato dal consiglio uscente (nell'ordine che quest'ultimo abbia, se del caso, voluto indicare nella Lista del c.d.a.). Tutto ciò senza che si renda necessario un – forzato – intervento regolamentare in sede di attuazione dell'art. 147-ter.1 del TUF.

Il dubbio – emerso in letteratura e in sede di consultazione – circa il coordinamento con la disciplina in materia di collegamento tra liste è in realtà frutto di un errore concettuale. La nozione di “collegamento” tra liste viene in rilievo nell'ambito delle previsioni che richiedono la nomina di almeno un rappresentante delle minoranze, vale a dire l'art. 147-ter, comma 3, del TUF (oltre all'art. 148, comma 2, del TUF per il collegio sindacale), norma di legge che ben può essere derogata da altra norma di pari rango quale il nuovo art. 147-ter.1. Nel prevedere che alla votazione individuale procede “l'assemblea”, il legislatore evidentemente ammette la coesistenza nel sistema delle due discipline, escludendo che alcuna ipotesi di collegamento possa configurarsi in relazione alla partecipazione alla suddetta votazione anche di soci che non hanno votato per la Lista del C.d.a.

Sotto tale profilo, si rammenta, fermo quanto precede, che la disciplina sul “collegamento” si riferisce *esclusivamente* alla votazione in cui i soci esprimono preferenze *tra liste*.

Sul piano formale, la votazione individuale si configura come voto referendario successivo alla competizione tra liste e, per tale motivo, non ha per definizione implicazioni ai fini della disciplina sul collegamento, salvo naturalmente casi estremi

rispetto ai quali trovano in ogni caso i rimedi generali delle norme dettate dall'ordinamento in relazione all'assemblea e alla condotta degli azionisti.

Sotto altro profilo, il timore di non riuscire a mantenere “*una chiara distinzione tra candidati eletti dalla minoranza e dalla maggioranza*” appare privo di reale rilevanza *concreta*. I soci di minoranza e l'incidenza che essi sono in grado di esercitare sui processi decisionali restano tali anche in sede di votazione individuale sulla Lista del c.d.a. arrivata prima per numero di voti. In altre parole, qualunque sia l'esito della votazione individuale – incluso quello in cui l'ordine delle preferenze risulti stravolto rispetto a quello recato dalla lista in sede di presentazione (es. il candidato Amministratore Delegato risulti escluso alla luce degli esiti della votazione individuale) – esso sarebbe comunque riconducibile *interamente o prevalentemente* al voto della maggioranza. Insomma, si tratta di volere andare a risolvere, contro il chiarissimo tenore letterale della norma primaria, un problema a bene vedere inesistente, che si potrebbe porre nel solo limitato caso di una evidente sfiducia, all'interno della stessa maggioranza, per le candidature proposte dal consiglio di amministrazione.

\*

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

Il nuovo articolo 144-quater.1 del Regolamento Emittenti contenuto nel Documento di Consultazione prevede che la ripartizione dei posti in consiglio nello scenario di cui al comma 3, lett. b), n. 2, del nuovo articolo 147-ter.1 del TUF avviene in misura proporzionale ai voti conseguiti (da ciascuna lista che abbia ottenuto una percentuale di voti non inferiore al tre per cento), ma, asseritamente “*a tutela della governabilità della società*”, la maggioranza degli amministratori da eleggere deve essere comunque tratta dalla Lista del c.d.a. risultata prima. Gli Scriventi non condividono la proposta di norma regolamentare secondo cui tale principio sia derogabile dall'autonomia statutaria, che potrà quindi prevedere un diverso criterio, secondo un meccanismo di *opt-out* statutario.

Avuto riguardo allo scenario in esame (cfr. comma 3, lett. b), n. 2, dell'articolo 147-ter.1 del TUF), l'interpretazione in base alla quale il numero di consiglieri da assegnare alla Lista del c.d.a. e alle liste di minoranza sia da calcolare secondo un metodo proporzionale c.d. puro risulta, ancora una volta, l'unica aderente al dato testuale, oltre che allo spirito della norma, in quanto la disposizione discorre – senza ulteriori precisazioni, né limitazioni di sorta – di “*componenti del nuovo consiglio di amministrazione di competenza delle minoranze*”, senza fornire, a differenza di quanto stabilito per lo scenario di cui al superiore n. 1, un'indicazione percentuale dei posti in consiglio da assegnare. Ciò implica che la divisione massima tra maggioranza, da un

lato, e minoranze complessivamente intese, dall'altro, potrà arrivare al 51% dei posti per la prima e al 49% dei posti per le seconde. Se questo è vero, mancano basi normative per limitare anche nello scenario di cui al n. 2 l'ammontare dei seggi da ripartire, come invece prevede la proposta regolamentare qui criticata.

La interpretazione alla quale si aderisce in questa sede è inoltre maggiormente coerente anche con la funzione tipicamente suppletiva della Lista del c.d.a. e il rationale presumibilmente posto alla base della disposizione. Come noto, la Lista del c.d.a. nasce nel contesto di strutture azionarie a proprietà dispersa, ove essa "supplisce" all'inattivismo dei soci. Da tale angolo visuale, è da ritenere che le implicazioni più paradossali della proporzionalità pura (si vedano i casi limite in cui la maggioranza dei consiglieri sia tratta da liste diverse dalla Lista del c.d.a. nonostante quest'ultima sia risultata prima per numero di voti) si giustifichino alla luce dell'intento del legislatore di *penalizzare* la Lista del c.d.a. – e, correlativamente, premiare in misura maggiore del consueto certe liste "di minoranza" – nei casi in cui la medesima non abbia svolto una reale funzione suppletiva (perché appunto vi sono stati soci interessati a, o in grado di, presentare proprie liste) né sia riuscita a coagulare un consenso (molto) più forte di quello ottenuto dalle liste dei soci, nonostante, peraltro, il vantaggio competitivo che agli uscenti deriva dalla possibilità di avvalersi delle risorse economiche e informative *della società* ai fini della formazione della lista e delle promozione delle iniziative volte a farla prevalere nella contesa elettorale (diversamente dagli azionisti, che non solo sopportano *indirettamente* quei costi sociali ma si fanno anche carico *personalmente* degli oneri connessi alla presentazione di una propria lista).

\*\*\*

Alla luce di quanto fin qui detto, si ritiene che la proposta di intervento regolamentare sottoposto al mercato si spinga oltre gli obiettivi "di coordinamento" preannunciati nel Documento di Consultazione, arrivando a riproporre per via asseritamente interpretativa significati che non appaiono fatti palesi dal legislatore. Come è stato dimostrato, tale proposta risulta poco coerente col dato testuale delle disposizioni normative di carattere primario, nonché con i principi ispiratori della materia.

Tanto si ritiene di dovere esporre in fede, nell'auspicio che una tempestiva presa d'atto da parte di codesta Spettabile Autorità delle argomentazioni qui addotte possa porre al riparo dalla realizzazione di un intervento regolamentare che, a nostro avviso, non aderisce allo spirito e alle finalità della Legge Capitali e, in particolare, del nuovo art. 147-ter.1 del TUF, come introdotto dalla medesima.

Con osservanza,

Prof. Angelo Barba

Prof. Antonio Blandini  
Prof. Cristiano Cicero  
Prof. Fabio Cintioli  
Prof. Michele Costabile  
Prof. Fabrizio Criscuolo  
Prof. Maurizio Dallocchio  
Prof. Enrico Damiani  
Prof. Francesco Di Ciommo  
Prof. Fabrizio Di Marzio  
Prof. Lucilla Gatt  
Prof. Andrea Gemma  
Prof. Andrea Genovese  
Avv. Francesco Gianni  
Prof. Fulvio Gigliotti  
Prof. Mauro Grondona  
Prof. Andrea Guaccero  
Prof. Antonello Iuliani  
Prof. Francesco Macario  
Prof. Rainer Masera  
Prof. Massimo Mariani  
Prof. Patrizio Messina  
Prof. Luigi Nonne  
Prof. Fabrizio Piraino  
Prof. Cesare Pozzi

Prof. Carla Rabitti

Prof. Nicola Rizzo

Prof. Diego Rossano

Prof. Riccardo Tiscini

Prof. Giovanni Tria

Prof. Giuseppe Vegas

Prof. Alessandro Zattoni