

L'elezione dell'organo amministrativo di società quotata sulla base di liste presentate degli amministratori uscenti: brevi note in occasione di un recente disegno di legge.

Sommario: 1. Gli amministratori uscenti possono presentar una propria lista? - 2. Sul fondamento (e le modalità di esercizio) del potere del c.d.a. di presentare una propria lista di candidati per il rinnovo dell'organo. - 3. Sui controversi rapporti fra lista del c.d.a e liste presentate dai soci. Esame critico di alcune proposte di soluzione del problema. - 4. Il d.d.l. n. 2433 in materia di presentazione di liste di candidati da parte dei c.d.a. uscenti di società quotate: qualche rilievo critico.

1. Gli amministratori uscenti possono presentar una propria lista?

È noto l'intenso dibattito dottrinale che si è sviluppato in anni recenti sulla questione se l'organo amministrativo uscente di una s.p.a. quotata sia legittimato a presentare una propria lista di candidati ai fini dell'elezione dei nuovi componenti dell'organo amministrativo ai sensi dell'art. 147-ter TUF.

Sebbene la prassi statutaria risulti diffusamente incline a riconoscere la praticabilità di una siffatta soluzione¹, opposte valutazioni della stessa si contendono tuttora il campo².

Da un lato, vi è chi non dubita della legittimazione del consiglio uscente a presentare una lista di candidati, pur in assenza di una specifica previsione statutaria, assumendo che tale legittimazione (non) sia (altro che) un'espressione del potere-dovere degli amministratori di attivarsi, in ogni circostanza, per curare al meglio l'interesse della società (in questo caso, l'interesse a risolvere nel modo più efficiente il problema della selezione delle persone destinate a ricoprire l'incarico in sostituzione degli amministratori uscenti, come specificazione del più generale potere-dovere di dotare la società di assetti organizzativi e di governo adeguati alla

*Professore ordinario di diritto commerciale nella Sapienza Università di Roma.

Il presente lavoro riproduce, con l'aggiunta di minimi richiami bibliografici, il testo dell'intervento svolto nel seminario istituzionale del 16 giugno 2022, promosso dalla Commissione Finanze e tesoro del Senato della Repubblica. Mi sia consentito ringraziare anche in questa sede il Presidente della citata Commissione, Senatore D'Alfonso, per l'invito e per l'organizzazione di una importante occasione di studio e di discussione.

¹ La clausola in questione è infatti presente in un numero elevato di statuti, precisamente, alla fine del 2020, in 52 statuti, secondo il dato fornito dalla CONSOB. Si deve peraltro aggiungere che, secondo i dati forniti dalla stessa CONSOB e riferiti anch'essi alla fine del 2020, l'utilizzo effettivo della clausola in questione si è avuto in un numero assai più limitato di casi, precisamente in 11 società, caratterizzate da un elevato flottante e dall'assenza di assetti proprietari concentrati.

² Cfr., per accurati riferimenti alle diverse posizioni, A. ZANARDO, in V. CALANDRA BUONAURA (a cura di), *Commentario breve al Testo unico della finanza*, Milano, 2020, sub art. 147-ter, V, 1100.

natura ed alle dimensioni dell'impresa; dall'altro, vi è chi ritiene che la questione sia da devolvere all'autonomia statutaria, nel senso che la legittimazione degli uscenti, qualora si intende prevederla, necessita di essere fondata su un'esplícita disposizione dello statuto, la quale varrebbe ad attivare una facoltà dell'organo amministrativo che altrimenti rimarrebbe quiescente, lasciando il campo alla legittimazione dei soli soci, e precisamente di coloro tra i soci che detengono l'aliquota di capitale necessaria e sufficiente ai sensi del comma 1 del citato art. 147-ter; infine, un terzo gruppo di opinioni è riconducibile, con varietà di argomenti e di sfumature, ai critici della legittimazione degli amministratori uscenti, che censurano questa come una soluzione non coerente con la *ratio* ispiratrice della disciplina del voto per liste e comunque foriera di inconvenienti di varia natura, in quanto rafforzerebbe indirettamente il potere dei gruppi di comando, favorendo altresì la tendenza degli amministratori delle grandi società "aperte" a perpetuare il proprio ruolo e sottraendo spazio alla tendenzialmente salutare e trasparente dialettica fra gruppi di soci, propiziata dalla presentazione di liste contrapposte. Nell'ambito di questo terzo orientamento, sembra allo stato decisamente minoritaria la tesi in assoluto contraria alla validità della clausola di cui si discute, mentre è rappresentata la posizione secondo cui la legittimazione degli amministratori uscenti a proporre una propria lista di candidati andrebbe sì in linea di principio riconosciuta, ma al tempo stesso dev'essere esercitata nel rispetto rigoroso di determinate cautele sostanziali e procedurali, oltre che, ovviamente, delle norme generali che presidiano il corretto svolgimento delle funzioni degli amministratori di società di capitali.

Riepilogati molto succintamente i termini della disputa dottrinale, giova ora aggiungere che:

a) l'analisi testuale dei dati normativi non sembra somministrare argomenti dirimenti: né l'art. 147-ter TUF, né le norme attuative contenute nel Regolamento Emittenti (si veda in particolare l'art. 144-sexies) prevedono espressamente la legittimazione degli amministratori uscenti, ma neppure espressamente la escludono, tanto che la prassi statutaria richiamata all'inizio ha potuto diffondersi nel corso degli anni, senza che le relative clausole abbiano dato luogo ad un effettivo contenzioso giudiziario, come probabilmente sarebbe successo se vi fosse stata una altrettanto diffusa percezione della violazione frontale di un disposto di legge. Detta legittimazione è invece testualmente prevista, com'è noto, per le società azionarie il cui capitale, di proprietà pubblica o prevalentemente pubblica, venga collocato in tutto o in parte sul mercato, allo scopo di favorire il processo di c.d. privatizzazione. Nel d.l. n. 332/1994, convertito in l. n. 474/1994, all'art. 4, questa previsione si inseriva in un contesto disciplinare volto a promuovere, attraverso l'imposizione di limiti al possesso di partecipazioni, la formazione di un azionariato diffuso, e cioè di una compagine azionaria fortemente frammentata: un modello che, se in astratto corrisponde a quello tipico della grande società quotata, di fatto non è certamente l'unico presente in quest'ambito, nel quale si contano – stando almeno all'esperienza

del nostro Paese - numerose compagini societarie caratterizzate, al contrario, da un certo grado di concentrazione della proprietà;

b) l'unico precedente giurisprudenziale noto³, per quanto autorevole, non sembra offrire un contributo davvero rilevante alla soluzione del problema: non solo perché si riferisce al diverso caso della presentazione da parte dell'organo amministrativo di una lista di candidati per il rinnovo del collegio sindacale, bensì piuttosto perché la soluzione negativa viene avallata dalla Suprema Corte sulla base di due argomenti di dubbia solidità, dei quali interessa, ai fini del discorso qui svolto, soprattutto il secondo⁴, onde la clausola statutaria controversa viene censurata per violazione della disciplina posta a tutela delle minoranze: l'applicazione di detta clausola comporterebbe infatti il rischio della "copertura dei posti disponibili da parte unicamente dei soggetti voluti dalla maggioranza e dal consiglio di amministrazione e non assicurerebbe quindi la presenza di membri voluti dalla minoranza". L'argomento non vale a mio avviso a corroborare l'assunto della illegittimità della clausola, ma semmai indirizza a formulare la stessa in maniera tale da prevedere il riparto dei posti disponibili su almeno tre liste (ove queste siano presentate effettivamente), sì da dare spazio tanto alla lista ipoteticamente presentata dal c.d.a, quanto ad una lista ipoteticamente presentata da soci "di maggioranza" e ad una presentata da soci di "minoranza".

c) La CONSOB, sull'onda di recenti fatti di cronaca riguardanti una delle principali società quotate del nostro Paese, ha emesso all'inizio di quest'anno il "richiamo di attenzione" n. 1/22 del 21 gennaio 2022. Si tratta di un atto che (p. 3) non ha efficacia regolamentare, ma che appare comunque perfettamente funzionale all'obiettivo di segnalare alcuni profili di criticità della presentazione - in sede di rinnovo dell'organo amministrativo - di una lista di candidati da parte dell'organo uscente e di invitare le società quotate a prestare una particolare attenzione a detti profili, adottando accorgimenti idonei a mitigare gli inconvenienti ed i rischi segnalati ed in particolare ad assicurare un elevato livello di trasparenza del procedimento elettorale, facendo comunque salva la possibilità per gli emittenti di valutare le misure che ritengano più adeguate anche in considerazione degli assetti proprietari e di *governance* di ciascuno, e fermo restando il potere/dovere dell'Autorità di svolgere l'attività di vigilanza che le compete ed eventualmente di intervenire in singoli casi, tenendo conto delle relative specificità.

³ Si tratta di Cass., sez. I civile, 13 settembre 2007, n. 19160, commentato criticamente da V.A. GUCCIONE in *Giur. comm.*, 2009, II, 54.

⁴ L'altro argomento, meno rilevante ai nostri fini, è quello che fa leva sull'asserita "anomalia di un collegio controllante nominato anche dall'organo controllato", e cioè con il suo concorso. Detto argomento trascura, probabilmente, che la regola, presente nel nostro ordinamento societario, della nomina assembleare dei sindaci non depone in alcun modo, come si osserverà più avanti nel testo anche a proposito della regola parallela in tema di competenza assembleare alla nomina degli amministratori, per la riserva in esclusiva ai soci del potere di proposta dei candidati, dovendosi invece ritenere che detto potere spetti altresì agli amministratori, nell'esercizio beninteso delle loro funzioni.

2. *Sul fondamento (e le modalità di esercizio) del potere del c.d.a. di presentare una propria lista di candidati per il rinnovo dell'organo.*

Questione cruciale mi pare essere tuttora quella del fondamento (per chi, ma si tratta - come si diceva - di una minoranza, non la escluda *tout court*) della legittimazione dell'organo amministrativo uscente a presentare una propria lista di candidati.

È al riguardo da condividere, a mio avviso, l'assunto di coloro i quali affermano che la competenza gestoria degli amministratori di s.p.a. ricomprende in sé anche il potere (che è comunque un potere funzionale, dunque, un potere/dovere) di adoperarsi affinché il rinnovo dell'organo consiliare avvenga nel modo di fluido possibile e la sua composizione sia la migliore possibile, tenuto conto delle caratteristiche strutturali e dimensionali della società e dell'impresa, e venga determinata sulla base di un processo di selezione dei possibili candidati operato alla stregua dei canoni di diligenza professionale e di adeguata istruttoria. In questo senso, si potrebbe sostenere che la legittimazione in esame sia insita nel sistema delle regole che disciplinano i compiti (i poteri ed i doveri) degli amministratori e che neppure necessiti di una specifica previsione legale o statutaria⁵: la disposizione dell'art. 147-ter TUF, là dove ha riguardo alla quota minima di partecipazione richiesta per la presentazione di liste di candidati, andrebbe letta come una norma "enabling", il cui contenuto precettivo non incide cioè sul richiamato potere funzionale dell'organo amministrativo (uscente), già insito nel sistema, bensì consiste piuttosto nell'attribuire espressamente analoga legittimazione, sia pure deprivata del carattere della doverosità, inerente e collegato all'esercizio di una funzione, agli azionisti⁶: questi, come tali, singolarmente considerati, sono in realtà privi di uno specifico ed autonomo potere di proposta riguardo ai nomi dei candidati alla carica di membro del c.d.a. (sebbene l'organo assembleare sia quello a cui la legge attribuisce la competenza alla nomina degli amministratori) e lo acquisiscono, per disposizione di legge, (solo) in presenza di un possesso azionario che attinga la soglia minima fissata dallo statuto ovvero in via regolamentare dalla CONSOB.

S'intende, in altri termini, operare una distinzione tra potere di (*rectius*, competenza alla) nomina dei consiglieri, che spetta indiscutibilmente all'assemblea ordinaria (cfr. artt. 2364, 2383 c.c.) e potere di individuare le possibili candidature e a

⁵ Sembra escludere la necessità di un'apposita previsione statutaria anche M. VENTORUZZO, *Note sulla lista del consiglio uscente per l'elezione degli amministratori nelle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2020, 1398 ss., 1408. Tuttavia, stante la possibile lettura del disposto dell'art. 147-ter nel senso di subordinare la legittimazione ai soci alla sussistenza di determinati presupposti, e stante comunque l'esigenza di disciplinare il procedimento di formazione della lista da parte degli amministratori (su cui v. *infra* nel testo), l'inserimento di un'apposita regola nello statuto si palesa in generale come soluzione se non strettamente necessaria, quanto meno del tutto opportuna (si esprime nel senso della necessità, N. CIOCCA, *Il voto di lista nella società per azioni*, Milano, 2018, 404). In tal senso si è infatti, non a caso, orientata la prassi.

⁶ In funzione del rafforzamento del potere di *voce* degli stessi, attraverso la loro partecipazione diretta al procedimento elettorale, che passa attraverso la formazione di una o più liste, non importa se destinate a rimanere "di minoranza", secondo la testuale espressione dell'art. 147-ter, comma 3, TUF.

formulare le corrispondenti proposte⁷: è per disciplinare questo potere, il cui esercizio non era espressamente regolato dalla legge, che è stata introdotta, sia pure limitatamente alle società quotate, la disposizione onde è prevista la presentazione di liste di candidati da parte dei soci che soddisfino il requisito di un determinato possesso azionario. In difetto di tale requisito (situazione, che come già osservato nel testo, può verificarsi in società a capitale altamente disperso e frammentato), il socio non sembra titolare di alcun potere individuale di proposta; potere che, per converso, deve ritenersi spettante comunque (*sub specie* di potere funzionale) all'organo amministrativo della società.

Beninteso, ammettere la legittimazione dell'organo amministrativo uscente alla presentazione di una lista di candidati per il rinnovo del medesimo organo non significa disconoscere i possibili inconvenienti di una siffatta soluzione, e cioè i suoi potenziali "aspetti critici", su cui si sofferma da ultimo, analiticamente, il citato Richiamo di attenzione della Consob. I rischi per lo più evocati al riguardo sono quelli di autoreferenzialità e autoperpetuazione dell'organo uscente, di riduzione – sia pure in via di mero fatto – dello spazio per parallele iniziative dei soci, nonché di alterazione subdola delle regole del gioco che il legislatore ed il regolatore hanno inteso stabilire in ordine al rapporto fra le diverse liste concorrenti, in particolare attraverso la disciplina rigorosa dettata per l'ipotesi di sussistenza di un "collegamento" tra liste.

Al riguardo, vanno tuttavia ricordati i possibili aspetti positivi⁸ della predisposizione di una lista di candidati da parte dell'organo amministrativo uscente, idonei a controbilanciare almeno in parte i segnalati elementi di criticità: aspetti positivi individuabili, ad esempio, nel miglioramento della funzionalità del procedimento di nomina, perché assicura la disponibilità di una lista; nell'innalzamento, in generale, del profilo qualitativo dei candidati inclusi nella lista, stante il presumibilmente elevato grado di professionalità e di competenza dei soggetti che la predispongono; nell'utilizzo di un patrimonio di esperienza e di conoscenza della specifica realtà aziendale che appartiene agli amministratori e (tendenzialmente) non ai soci. . Al tempo stesso va osservato che i rischi poc'anzi evocati sono per lo più suscettibili di essere neutralizzati con l'adozione di particolari accorgimenti in sede statutaria, da un lato, e con la scrupolosa applicazione delle regole che presiedono al funzionamento dell'organo amministrativo, dall'altro.

⁷ A ben vedere, il potere di proposta riguardo agli argomenti da trattare in assemblea è riconosciuto ai soci (anche in questo caso, sul presupposto che essi rappresentino una certa aliquota del capitale sociale) dall'art. 2367 c.c., con riferimento all'ipotesi in cui essi abbiano avanzato domanda di convocazione dell'assemblea: in questo caso, l'esercizio del potere (di indicare gli argomenti di cui si propone la trattazione nella sede assembleare) sembra anzi essere il presupposto necessario per l'accoglimento della stessa domanda; ed è comunque stabilito (art. 2367, comma 3) che questo potere non spetti (e la domanda di convocazione dell'organo assembleare non possa quindi essere avanzata dai soci) rispetto agli "argomenti sui quali l'assemblea delibera, a norma di legge, su proposta degli amministratori (...)": sui quali, in altri termini, il potere di proposta all'assemblea è dalla legge attribuito all'organo di amministrazione in via esclusiva.

⁸ Cfr. N. CIOCCA (nt. 4), 403.

Sul primo versante, lo statuto potrebbe contenere regole specifiche sul processo di selezione dei candidati, dirette a garantirne l'accuratezza (in applicazione dell'obbligo di diligenza professionale e di quello che impone di agire sulla base di un'adeguata istruttoria) e la trasparenza⁹ (attraverso adeguati presidi informativi, fra i quali andrebbe menzionata la motivazione¹⁰ delle delibere recanti la scelta dei soggetti da proporre come candidati), e prevedere espressamente la partecipazione a tale processo del comitato nomine, ovvero di un comitato endo-consiliare costituito ad hoc, o comunque dei componenti indipendenti del consiglio d'amministrazione, o del *lead independent director*; ancora, nella sede statutaria potrebbero essere dettate regole che prevedano, ai fini della formazione della lista del c.d.a, momenti di interlocuzione con i soci, tenuto conto della policy adottata in una determinata società, in adesione al Codice di Corporate Governance, per la gestione del dialogo con la generalità degli azionisti¹¹.

Sul secondo versante, sono da richiamare, ai fini del nostro discorso, l'istituto della verbalizzazione delle riunioni dell'organo amministrativo (in particolare, per quanto qui interessa, delle riunioni nel corso delle quali si proceda alla individuazione dei candidati da includere nella lista), nonché la disciplina degli interessi degli amministratori, applicabile in relazione all'ipotesi del componente del c.d.a. che candida sé stesso all'inserimento nella lista, e quella – contenuta parte nel TUF (art. 147-ter, comma 3), sia nel Regolamento emittenti (art. 144-sexies) – che impone un'attenta verifica dell'assenza di "collegamenti" rilevanti fra le diverse liste concorrenti.

3. Sui controversi rapporti fra lista del c.d.a. e liste presentate dai soci. Esame critico di alcune proposte di soluzione del problema.

Fin qui si è discusso nella prospettiva (valutata anche da chi scrive come logicamente e sistematicamente attendibile) della sussistenza di una legittimazione concorrente dei soci (purché detentori dell'aliquota di capitale prevista) e degli

⁹ Significativa al riguardo la posizione assunta dal *Codice di Corporate Governance*, edizione 2020 (reperibile nel sito di Borsa Italiana s.p.a., all'indirizzo www.borsaitaliana.it), che – sul presupposto evidentemente della legittimità della lista di candidati presentata dagli amministratori uscenti – formula una espressa "Raccomandazione" nei confronti delle società destinatarie delle norme del Codice stesso, avente ad oggetto il ricorso a modalità tali da assicurare "una formazione ed una presentazione trasparente" della lista in questione.

¹⁰ Il tema della motivazione delle delibere consiliari è, notoriamente, molto complesso e dibattuto. Non è pertanto possibile dare per scontata l'esistenza di un obbligo di motivazione, da osservare in via generale e cioè al di là dei casi in cui esso sia specificamente imposto da una disposizione di legge, quale ad es. l'art. 2497-ter con riferimento alle delibere dell'organo amministrativo di società sottoposte a direzione e coordinamento. Tuttavia, in un caso come quello qui considerato, ed a prescindere dall'applicabilità, ricorrendone i presupposti (su cui v. *infra* nel testo) dell'art. 2391 c.c., che pure richiede (cfr. comma 2) una motivazione obbligatoria, sembra difficilmente discutibile che la presentazione della lista del c.d.a, al pari di quella dei soci, postuli l'indicazione del profilo curriculare dei diversi candidati e che tale indicazione, ove proveniente dal c.d.a., presupponga un'adeguata ponderazione delle scelte fatte ed esprima un dovere di ostensione dei criteri sulla cui base sono state fatte: in sintesi, ed in questo senso, un dovere di motivazione.

¹¹ Cfr. CONSOB, Richiamo di attenzione n. 1/22, par. 2.3.

amministratori rispetto alla presentazione di liste di candidati per il rinnovo del c.d.a. delle società quotate.

È tuttavia rappresentata in dottrina anche la tesi secondo la quale la legittimazione degli amministratori uscenti andrebbe ricostruita in chiave di (mera) supplenza rispetto all'inerzia dei soci e quindi ammessa nei casi e nei limiti in cui siffatta inerzia si manifesti effettivamente (esprimendosi nella mancata presentazione di liste da parte di soci) o appaia altamente probabile (per via dell'elevato tasso di dispersione e frammentazione della proprietà azionaria¹²): altrimenti detto, la legittimazione del consiglio uscente troverebbe il proprio fondamento nella impossibilità o per lo meno nella difficoltà, per gli azionisti, di organizzare (e raccogliere i necessari consensi intorno ad) una o più liste di candidati all'elezione nel c.d.a.

Sulla base di tale premessa, sono state (ovvero potrebbero essere) avanzate diverse soluzioni per una eventuale disciplina (legale o almeno statutaria) della lista del c.d.a.:

- a) La lista del c.d.a. decade (con la conseguenza che dovrebbe considerarsi *tamquam non esset*) qualora venga tempestivamente presentata una lista che sia espressione dei soci (detentori delle aliquote di capitale fissate in via statutaria o regolamentare¹³;
- b) La lista del c.d.a., se risulta seconda per numero di voti conseguiti, cede il passo - ai fini della selezione degli amministratori di minoranza - ad eventuali liste meno votate che siano state presentate dai soci, ovvero, in termini più radicali, la lista che sia espressione dei soci prevale su quella presentata dall'organo uscente, quand'anche abbia conseguito un minor numero di voti¹⁴;
- c) La lista del c.d.a. è ammissibile in presenza di determinati indici di dispersione o frammentazione del capitale azionario.

La proposta sinteticamente evocata *sub c)* è espressione dell'idea, di per sé a mio avviso difficilmente contestabile¹⁵, secondo cui la presentazione di una lista di candidati ad opera dell'organo amministrativo uscente manifesta un significato diverso a seconda che il capitale della s.p.a. concretamente interessata dalla vicenda del rinnovo del c.d.a. sia concentrato in poche mani, sì da evidenziare la presenza di un "gruppo di comando" forte e tendenzialmente stabile, ovvero sia frammentato in una miriade di partecipazioni facenti capo a

¹² Che questa sia una circostanza fattuale da tenere adeguatamente in considerazione (anche nella sede di un eventuale intervento regolamentare sulla lista del c.d.a.) è sottolineato da G. STRAMPELLI, *Italian Slate Voting and Semi-Dispersed Corporate Ownership: Lessons from the Generali Case*, in *ECGI Blog*, 11 July, 2022.

¹³ Cfr. R. SACCHI, nell'intervento svolto in occasione dell'odierno seminario.

¹⁴ Riguardo a questa ipotesi di soluzione [condivisa ad es. da M. STELLA RICHTER, in P. ABBADESSA e G.B. PORTALE (diretto da), *Le società per azioni*, Milano, 2016, tomo II, *sub art.* 147-er, 4197; M. IRRERA, *Luci e (molte) ombre sulla lista del cda per la nomina degli amministratori nelle società quotate: brevi appunti*, reperibile in www.ilcaso.it, 11 ottobre 2021] si vedano i rilievi critici di M. VENTORUZZO, (nt. 4), 1409 ss.

¹⁵ Condivisa anche dalla CONSOB, nel citato Richiamo di attenzione n. 1/22, al par. 2.2.

migliaia o a milioni di soci. Lo scopo della regola che si vorrebbe introdurre sarebbe dunque quello di circoscrivere l'esercizio della facoltà del c.d.a uscente di presentare una propria lista alle situazioni caratterizzate da una elevata dispersione del capitale azionario: mentre nelle società con socio di comando o di riferimento forte, questi sarebbe indotto a presentare la lista spendendosi in maniera aperta e non nascondendosi dietro un organo amministrativo che, stante la struttura del capitale azionario di quella società, sarebbe verosimilmente, almeno per quanto riguarda la maggioranza dei suoi componenti, una sua diretta emanazione.

Una regola come quella che qui si ipotizza sarebbe probabilmente non facile da costruire, se si vuol tenere in adeguata considerazione il dato del crescente rilievo, anche quantitativo, assunto negli anni recenti, nel capitale delle società quotate del nostro Paese, dalle partecipazioni di investitori istituzionali, dietro ai quali si muovono le masse anonime e tendenzialmente senza voce degli effettivi interessati al buon andamento e al "successo sostenibile" della società.

Tuttavia, nella prospettiva - condivisa da tutte le proposte dianzi richiamate - della desiderabilità di un intervento legislativo, questa sarebbe forse la direzione più sensata da intraprendere, in quanto fondata su un dato socio-economico oggettivo e di per sé indiscutibile, quale quello costituito dalla varietà ed eterogeneità - in particolare, nel contesto italiano - delle società quotate sotto il profilo della struttura del capitale e della composizione della compagine sociale; eterogeneità che rende in generale (e non solo con riferimento al caso qui discusso) plausibile un approccio regolamentare differenziato e modulato anche in relazione a quel dato.

Meno difficilmente giustificabili, dal punto di vista della razionalità del sistema, sembrano invece le soluzioni menzionate *sub a)* e *sub b)*.

Esse hanno in comune la caratteristica di muovere dall'assunto che la lista di candidati presentata dal c.d.a., quand'anche ammessa in via generale, addirittura per espressa disposizione di legge, sia in realtà da valutare con sospetto, in quanto accompagnata da un pre-giudizio tendenzialmente negativo, che la considera come un istituto funzionalmente preordinato ad eludere quell'esigenza di tutela delle minoranze in cui dovrebbe, ad avviso dei più¹⁶, ravvisarsi la *ratio* ispiratrice della disciplina introdotta, nel 2005 (l. 28 dicembre 2005, n. 262, sulla tutela del risparmio), con la disposizione dell'art. 147-ter TUF.

In considerazione dei limiti di tempo e di spazio assegnati a questo intervento, mi limito ad osservare che la soluzione sopra richiamata *sub a)*, pur se

¹⁶ Secondo una diversa opinione, la *ratio* dell'imposizione del metodo del voto di lista va individuata, primariamente, nel bisogno di trasparenza e di preventiva informazione dei soci, volendosi assicurare a questi ultimi (anche a quelli potenziali) la possibilità di conoscere in anticipo l'identità dei candidati e la possibilità altresì di una competizione fra proposte alternative: in tal senso ad es. M. CERA, *Le società con azioni quotate nei mercati*, 2^a ed., Bologna, 2020, 109.

ipoteticamente contemplata nel quadro di una norma permissiva della lista del c.d.a., di fatto introdurrebbe un forte disincentivo alla sua presentazione. Infatti, la preparazione di una lista di candidati all'elezione nell'organo amministrativo di una società quotata richiede un impegno considerevole di tempo e di risorse; impegno che – in presenza di una regola di decadenza automatica come quella che si propone di introdurre – sarebbe destinato ad essere del tutto vanificato in tutti i casi in cui venissero, contemporaneamente o successivamente, presentate una o più liste di provenienza dei soci.

Per quanto concerne la soluzione richiamata *sub b)*, osservo invece che essa è palesemente frutto del sopra menzionato pre-giudizio, che conduce ad assegnare alla lista del c.d.a., pur consentendola, un trattamento differenziato rispetto alla o alle liste dei soci e perciò a depotenziarla in maniera sostanziale. In particolare, l'assunto che la selezione dell'amministratore o degli amministratori "di minoranza" debba avvenire nell'ambito di una lista presentata dai soci sembra riconducibile alla ipostatizzazione della "minoranza" come dato sociologico, a sua volta probabilmente condizionata da una sopravvalutazione del contesto "storico" (gli scandali finanziari dei primi anni 2000 ed il turbamento generale per i loro disastrosi effetti a carico dei soci privi di ogni potere decisionale in quanto estranei al gruppo di controllo) in cui venne emanata la disciplina dell'elezione degli amministratori sulla base del voto per liste. Oggi, sebbene non sia affatto meno avvertita di ieri l'esigenza di apprestare idonei strumenti di tutela alle minoranze azionarie delle società quotate, tuttavia prevale fra gli interpreti una lettura della disciplina dettata dall'art. 147-ter TUF alla cui stregua la "lista di minoranza" va intesa come lista distinta da, e non collegata in alcun modo a, quella che è risultata prima per numero di voti: altrimenti detto, i concetti di (lista di) maggioranza e (lista di) minoranza vanno configurati con riferimento alla dinamica del procedimento assembleare di votazione finalizzato all'elezione dell'organo da rinnovare, per cui le liste non nascono di maggioranza o di minoranza, potendo tali qualificazioni essere rispettivamente attribuite solo dopo che si è votato¹⁷.

4. Il d.d.l. n. 2433 in materia di presentazione di liste di candidati da parte dei c.d.a uscenti di società quotate: qualche rilievo critico.

Nell'ultima parte di questo mio breve intervento, proverò a rileggere, alla luce delle riflessioni sin qui svolte, il disegno di legge¹⁸ sul quale siamo stati invitati a discutere nel seminario odierno. Esso si prefigge l'introduzione, dopo l'art. 147-

¹⁷ Cfr., ad es., M. STELLA RICHTER, *Il quadro legislativo italiano in materia di nomina ed elezione del consiglio di amministrazione: un modello o un'anomalia?*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2017, 181 ss., 185 ; M. VENTORUZZO, (nt. 4), 1405

¹⁸ Si tratta del d.d.l. n. 2433, d'iniziativa dei Senatori D'Alfonso ed altri, comunicato alla Presidenza del Senato della Repubblica il 27 ottobre 2021 (XVIII Legislatura).

ter TUF di un nuovo articolo 147-ter.1, recante la disciplina della lista del c.d.a., che verrebbe in questo modo testualmente legittimata, sia pure sul presupposto dell'osservanza di "precise regole procedurali e di trasparenza a tutela del mercato", come testualmente recita la Relazione di accompagnamento della norma progettuale.

Sennonché, le regole ivi dettate tendono ad assegnare alla lista presentata dal c.d.a. uno statuto differenziato rispetto a quello della lista predisposte dai soci; statuto che si articola nell'imposizione di obblighi e di divieti dei quali non sempre risulta comprensibile la *ratio*: *i*) il divieto di presentare una lista recante un numero di candidati inferiore al numero dei posti disponibili dovrebbe, secondo la Relazione di accompagnamento, "evitare la presentazione di liste di minoranza": qui valgono, a mio avviso, le considerazioni già svolte in merito al vizio concettualistico, che consiste nell'attribuire la qualificazione "di minoranza" prima che si sia votato e che siano stati perciò conteggiati i voti ottenuti dalla singola lista; *ii*) il divieto di includere nella lista amministratori che siano stati già incaricati per sei anni o più: divieto in pare inutile, se si ha riguardo al caso dell'amministratore che ha già rivestito l'incarico per più di sei anni, in quanto non sarebbe comunque eleggibile per un triennio, stante il limite legislativo dei tre esercizi consecutivi; in parte difficilmente giustificabile, se non sulla base del pre-giudizio che la presentazione di una lista da parte del c.d.a. miri a scopi poco commendevoli di autopropagazione degli amministratori in carica, *iii*) l'obbligo di pubblicare la lista del c.d.a. con largo anticipo rispetto al termine assegnato per la pubblicazione delle liste dei soci: anche qui sembra giocare un ruolo il pregiudizio, o il sospetto, che la lista del c.d.a., per gli obiettivi poco commendevoli a cui può tendere, richieda tempi di analisi e di valutazione più lunghi rispetto alle liste "buone", quelle dei soci; *iv*) il divieto per la lista del c.d.a., qualora arrivi seconda come numero di voti, di accedere al riparto dei posti previsto nello statuto: divieto che è espressione, ancora una volta, del pre-giudizio secondo il quale la lista del c.d.a. è comunque una lista di maggioranza "camuffata" e pertanto non potrebbe valere come "lista di minoranza" ai sensi del comma 3 dell'art. 147-ter, nonché dell'erroneo convincimento secondo cui detta qualificazione non dipende dalla circostanza che la lista in questione ha conseguito un numero di voti inferiore a quello conseguito da un'altra (allora qualificabile come lista "di maggioranza"), bensì dal fatto che essa sia espressione di un gruppo di azionisti riconducibili ad una nozione sociologica di minoranza connotata in funzione dell'estraneità al gruppo di controllo della società; *v*) l'obbligo, nel caso in cui la lista del c.d.a. ottenga il maggior numero di voti, di sottoporre a votazione individuale su ogni singolo nome i candidati in essa inclusi, che devono quindi essere singolarmente "confermati" dall'assemblea: qui sembra agevole il rilievo che un meccanismo del genere, peraltro notevolmente più complesso ed articolato di quello che risulta dalla mia breve sintesi (al punto

da risultare quasi farraginoso), vale in realtà a “smontare” del tutto l’istituto del voto “sulla base di liste di candidati”, attualmente disciplinato dall’art. 147-ter TUF. Che l’istituto in questione presenti, in generale, luci ed ombre è un’affermazione che può anche essere condivisa (del resto, la sua introduzione, nel 2005, suscitò valutazioni tutt’altro che unanimi in senso positivo¹⁹): non convince, però, che la revisione, o il ridimensionamento, di detto istituto vengano proposti non in termini generali, nell’ambito di una complessiva rivisitazione della disciplina dell’elezione degli amministratori delle società quotate, bensì con esclusivo riferimento alla lista del c.d.a.: ne risulterebbe, qualora il d.d.l. completasse il suo *iter* parlamentare e venisse approvato, un esito singolare, per il quale la presentazione della lista da parte del c.d.a., pure ormai prevista espressamente dalla legge, sconterebbe limitazioni ed appesantimenti procedurali tali, da scoraggiare pesantemente l’adozione della relativa regola statutaria.

Non sembra essere questa la strada giusta; né credo che una disciplina siffatta sia quello di cui abbiamo bisogno.

Essa sembra essere l’espressione e la risultante di una cultura del sospetto e del pre-giudizio, sulla cui base alla lista del c.d.a (ed ai candidati in essa inclusi) viene assegnato un regime per più aspetti differenziato rispetto a quello “ordinario” delle liste di candidati presentate dai soci.

I mercati finanziari, come tutti i mercati altamente sviluppati e globalizzati, hanno bisogno di regole il più possibile semplici ed omogenee per situazioni simili e non di regole o statuti speciali, che introducano privilegi o divieti dei quali non sia immediatamente percepibile la ragione giustificatrice.

Hanno bisogno di regole idonee a rafforzare la fiducia degli operatori e a garantire in generale la trasparenza e la correttezza dei comportamenti e dei procedimenti, non di regole che lascino trapelare, un po’ ambiguamente, il sospetto di comportamenti potenzialmente riprovevoli ed il fine di disinnescarli, nel momento stesso in cui (apparentemente) li si legittima.

¹⁹ Cfr. G. FERRARINI, P. GIUDICI, *La legge sul risparmio, ovvero un pout-purri della corporate governance*, in *Riv. soc.*, 2006, 573 ss., 584 ss.