

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

OTTOBRE/DICEMBRE

2023

rivista.dirittobancario.it

DIREZIONE

DANNY BUSCH, GUIDO CALABRESI, PIERRE-HENRI CONAC,
RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO DOLMETTA, GIUSEPPE FERRI
JR., RAFFAELE LENER, UDO REIFNER, FILIPPO SARTORI,
ANTONELLA SCIARRONE ALIBRANDI, THOMAS ULEN

COMITATO DI DIREZIONE

FILIPPO ANNUNZIATA, PAOLOEFISIO CORRIAS, MATTEO DE POLI,
ALBERTO LUPOI, ROBERTO NATOLI, MADDALENA RABITTI,
MADDALENA SEMERARO, ANDREA TUCCI

COMITATO SCIENTIFICO

STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO, SIDO BONFATTI,
FRANCESCO CAPRIGLIONE, FULVIO CORTESE, AURELIO GENTILI,
GIUSEPPE GUIZZI, BRUNO INZITARI, MARCO LAMANDINI, DANIELE
MAFFEIS, RAINER MASERA, UGO MATTEI, ALESSANDRO
MELCHIONDA, UGO PATRONI GRIFFI, GIUSEPPE SANTONI,
FRANCESCO TESAURO+

COMITATO ESECUTIVO

ROBERTO NATOLI, FILIPPO SARTORI, MADDALENA SEMERARO

COMITATO EDITORIALE

GIOVANNI BERTI DE MARINIS, ANDREA CARRISI, ALESSANDRA
CAMEDDA, GABRIELLA CAZZETTA, PAOLA DASSISTI, ALBERTO
GALLARATI, EDOARDO GROSSULE, LUCA SERAFINO LENTINI
(SEGRETARIO DI REDAZIONE), PAOLA LUCANTONI, EUGENIA
MACCHIAVELLO, UGO MALVAGNA, ALBERTO MACER, MASSIMO
MAZZOLA, EMANUELA MIGLIACCIO, FRANCESCO PETROSINO,
ELISABETTA PIRAS, CHIARA PRESCIANI, FRANCESCO QUARTA,
CARMELA ROBUSTELLA, GIULIA TERRANOVA

COORDINAMENTO EDITORIALE

UGO MALVAGNA

DIRETTORE RESPONSABILE

FILIPPO SARTORI

NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE

LA RIVISTA DI DIRITTO BANCARIO SELEZIONA I CONTRIBUTI OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SULLA BASE DELLE NORME SEGUENTI.

I CONTRIBUTI PROPOSTI ALLA RIVISTA PER LA PUBBLICAZIONE VENGONO ASSEGNATI DAL SISTEMA INFORMATICO A DUE VALUTATORI, SORTEGGIATI ALL'INTERNO DI UN ELENCO DI ORDINARI, ASSOCIATI E RICERCATORI IN MATERIE GIURIDICHE, ESTRATTI DA UNA LISTA PERIODICAMENTE SOGGETTA A RINNOVAMENTO.

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI.

LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

QUALORA UNO O ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO UN PARERE FAVOREVOLE ALLA PUBBLICAZIONE SUBORDINATO ALL'INTRODUZIONE DI MODIFICHE AGGIUNTE E CORREZIONI, LA DIREZIONE ESECUTIVA VERIFICA CHE L'AUTORE ABBA APPORTATO LE MODIFICHE RICHIESTE.

QUALORA ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO VIENE RIFIUTATO. QUALORA SOLO UNO DEI VALUTATORI ESPRIMA PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO È SOTTOPOSTO AL COMITATO ESECUTIVO, IL QUALE ASSUME LA DECISIONE FINALE IN ORDINE ALLA PUBBLICAZIONE PREVIO PARERE DI UN COMPONENTE DELLA DIREZIONE SCELTO RATIONE MATERIAE.

Rivista | dottrina
di Diritto Bancario | e giurisprudenza
commentata

SEDE DELLA REDAZIONE

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO, FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA, VIA VERDI 53,
(38122) TRENTO – TEL. 0461 283836

La “lista del consiglio uscente”: tra evoluzione della prassi e istanze di regolamentazione

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. Questioni interpretative scaturenti dall’evolversi delle prassi di mercato. – 3. Profili applicativi: la lista del consiglio “seconda classificata”. – 4. (*segue*) Il collegamento con altre liste e l’interesse degli amministratori uscenti alla rielezione. – 5. (*segue*) Il rischio di concerto. – 6. L’intervento della Consob e i possibili sviluppi normativi. – 7. Considerazioni conclusive.

1. Introduzione.

Le settimane di avvicinamento alla stagione assembleare appena trascorsa sono state scandite da un acceso dibattito intorno alla prassi, sempre più comune tra gli emittenti quotati, di attribuire al consiglio di amministrazione uscente, mediante l’introduzione di una apposita clausola statutaria, il potere di presentare una propria lista di candidati per il rinnovo dell’organo amministrativo¹.

L’istituto – tipico delle *public companies* di matrice anglosassone, ove l’*incumbent board* svolge un ruolo centrale nella selezione dei

¹ Tra i contributi più significativi sull’argomento si segnalano, in particolare, A. PERRONE – G. STRAMPELLI (a cura di), *Il voto di lista. Un istituto ancora attuale?*, in *Orizzonti dir. comm.*, 2022, 643 e ss.; G. MOLLO, *La clausola statutaria che consente al c.d.a. di presentare una propria lista per il suo stesso rinnovo è legittima?*, in *Giur. comm.*, 2022, II, 520 ss.; G. BALLERINI, *La lista del consiglio di amministrazione*, in *Riv. dir. civ.*, IV, 2022, 745 ss.; M. STELLA RICHTER Jr., *Voto di lista e lista del consiglio: prospettive di riforma*, in corso di pubblicazione, nonché il più risalente *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.; A. PERRONE – P. M. SANFILIPPO, *La lista presentata dal consiglio di amministrazione nelle società a proprietà concentrata*, in questa *Rivista*, I, 2022; 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, IV, 705 ss.; M. VENTORUZZO, *Note sulla lista del consiglio uscente per l’elezione degli amministratori nelle società quotate*, in *Riv. soc.*, V-VI, 2020, 1398 ss.; E. PUCCI, *Regole di composizione e presentazione della lista del consiglio di amministrazione uscente nelle società quotate*, in *Riv. dir. comm.*, 2018, I; M. L. PASSADOR, *A quindici anni dall’introduzione del voto di lista: profili evolutivi e scenari futuri*, in *Giur. comm.*, 2020, I, 1158 ss.; N. CIOCCA, *Il voto di lista nelle società per azioni*, Milano, 2018.

propri successori² – ha trovato sistematica collocazione nel nostro ordinamento limitatamente al contesto della disciplina delle privatizzazioni. Al contrario, nessuna previsione venne dettata a riguardo con la c.d. Legge sul Risparmio (l. 262/2005), che ha esteso l’obbligatorietà del sistema del voto di lista, già previsto nel TUF per la nomina del collegio sindacale, anche all’elezione del consiglio di amministrazione delle società quotate³.

Come è noto, l’art. 147-ter TUF stabilisce che alla nomina dei componenti del consiglio di amministrazione debba procedersi sulla base di liste di candidati presentate dagli azionisti titolari della quota minima di partecipazione determinata dallo statuto, comunque non superiore al quarantesimo del capitale sociale o alla diversa soglia stabilita dalla Consob. Nulla dice la legge in merito alla possibilità che lo statuto attribuisca tale facoltà anche al consiglio di amministrazione.

Nel silenzio del legislatore, iniziali perplessità sorsero in dottrina circa la legittimità di una simile clausola, in parte alimentate da una sentenza della Corte di Cassazione che ne aveva dichiarato l’illegittimità con riferimento alla nomina del collegio sindacale⁴. Ogni dubbio sull’argomento è stato tuttavia risolto in senso affermativo alla luce dell’evolversi delle prassi di mercato; sicché è ormai consolidata l’opinione secondo cui l’attribuzione della facoltà al consiglio uscente di presentare una lista di candidati, quando esercitata senza pregiudizio

² Per una ricognizione, cfr., *ex multis*, S. ALVARO – G. MOLLO – G. SICILIANO, *Il voto di lista per la rappresentanza di azionisti di minoranza nell’organo di amministrazione delle società quotate*, in *Quaderni giuridici Consob*, 1/2012; M. STELLA RICHTER Jr., *Il quadro legislativo italiano in materia di nomina ed elezione del consiglio: un modello o un’anomalia?* in *ASSONIME, Note e Studi*, 11, 2016.

³ E ciò, in particolare, perché nella prospettiva del legislatore delle privatizzazioni (art. 4 l. 474/1044) il voto di lista avrebbe dovuto consentire un’equa rappresentanza degli azionisti nelle società privatizzande, evitando sia acquisizioni del controllo del consiglio di amministrazione da parte di soggetti con esigue quote di capitale, sia fenomeni di c.d. *entrenchement*. In dettaglio, cfr. N. CIOCCA, cit., 9 ss.; S. ALVARO – G. MOLLO – G. SICILIANO, cit., 13 ss.

⁴ Cass. Civ., Sez I, 13 settembre 2007, n. 19160. Per un commento, cfr. A. GUICCIONE, *Il problema della validità della clausola che attribuisce agli amministratori di società quotata la facoltà di presentare una propria lista di candidati*, in *Giur comm.*, 2009, II, 54; P. FIORUZZI – M. LIONE, *Il problema delle clausole statutarie di società quotate che attribuiscono al consiglio di amministrazione il potere di presentare una lista per la nomina di amministratori e sindaci*, in *Riv. dir. soc.*, 2007, 91 ss.

al diritto degli azionisti di presentare proprie liste, rientri nelle sfere di competenza riservate all'autonomia statutaria⁵.

Ciò detto, posta l'ammissibilità in astratto della clausola, i più recenti sviluppi del dibattito sembrano attestarsi sulla valutazione dell'ampiezza della facoltà concessa agli amministratori uscenti di presentare una propria lista e sull'individuazione delle condizioni alle quali – in concreto – tale lista possa essere legittimamente presentata⁶.

Si tratta, come detto, di una prassi in crescente diffusione. Secondo i dati della Consob – recentemente pronunciatisi sul tema con un “richiamo di attenzione”⁷ – sono 52 le società ad aver statutariamente concesso tale facoltà al consiglio, mentre è ancora limitato il numero dei casi in cui la stessa è stata esercitata. All'atto pratico, le singole clausole appaiono strutturate in maniera decisamente eterogenea,

⁵ Legittimità peraltro segnalata sin dai primi commenti. Cfr., *ex multis*, M. STELLA RICHTER Jr., *Voto di lista*, cit., 2 ss. e *Gli adeguamenti degli statuti delle società con azioni quotate dopo il D.Lgs. 303/2006*, in CNN, *Studio n. 19-2007/I*; M. VENTORUZZO, *La composizione del consiglio di amministrazione delle società quotate dopo il d.lgs. n. 303 del 2006: prime osservazioni*, in *Riv. soc.*, 2007, 221 ss. Per una ricostruzione dell'evoluzione dottrinale, cfr., *ex multis*, N. CIOCCA, cit., 402 ss.; M. VENTORUZZO, *Note*, cit., 1405 ss.; S. CACCHI PESSANI, cit., 724 ss. Ancora aperta è invece la discussione sulla legittimità di una lista del consiglio in assenza di apposita previsione statutaria. Sul punto, in senso contrario, cfr. N. CIOCCA, cit., 404 ss.

⁶ Sul punto si rinvia, in particolare, alle considerazioni di G. BALLERINI, cit., 763 ss., ove, muovendo dai profili di criticità dell'istituto in esame – di cui si dirà in avanti – si sostiene che la lista del consiglio abbia una funzione «meramente suppletiva e residuale» rispetto alle liste presentate dai soci e che quest'ultima possa essere legittimamente presentata soltanto qualora «gli amministratori verifichino, con ragionevole probabilità e in ottemperanza ai loro doveri di correttezza e perseguimento dell'interesse sociale, che nel caso concreto nessuno dei soci è nelle condizioni di presentare una lista lunga (perché non vuole o non può)»; circostanza che, a ben vedere, determinerebbe una sostanziale paralisi del meccanismo del voto di lista. In senso parzialmente conforme, cfr. anche G. MOLLO, *La clausola statutaria*, cit., 522 ss. D'altra parte, si rileva come una simile soluzione risulterebbe eccessivamente penalizzante per il CdA che intenda presentare una propria lista, talché – nell'ottica di una auspicabile riforma – sarebbe opportuno prevedere un secondo termine, successivo alla presentazione delle liste, entro il quale chiunque ne abbia presentata una possa decidere di revocare la propria proposta. Cfr. M. STELLA RICHTER Jr., *Voto di lista e lista del consiglio*, cit., 3 ss.

⁷ Cfr. CONSOB, *Richiamo di attenzione – La presentazione di una lista da parte del consiglio di amministrazione uscente per il rinnovo del medesimo consiglio*, 21 gennaio 2022, par. 2.2, nota 8.

secondo meccanismi che rispecchiano le peculiarità dell'azionariato e della *governance* di ciascun emittente⁸. Inoltre, alcune società hanno adottato procedure *ad hoc* volte a stabilire i compiti e le funzioni degli organi sociali coinvolti nel procedimento di formazione della lista del consiglio e a regolarne le diverse fasi⁹.

Le ragioni che giustificano la diffusione del fenomeno sin qui descritto possono rinvenirsi nel mutamento degli assetti proprietari che ha interessato il mercato dei capitali italiano negli ultimi anni. All'entrata in vigore della Legge sul Risparmio, la maggior parte degli emittenti presentava un azionariato particolarmente concentrato, con un socio o un gruppo di soci saldamente in grado di indirizzare la volontà assembleare. In tale prospettiva, il voto di lista fu dunque pensato per garantire alle minoranze azionarie una adeguata rappresentanza in seno all'organo amministrativo¹⁰.

La progressiva apertura del mercato all'ingresso di investitori istituzionali, tanto italiani quanto stranieri, e il sempre maggior rilievo della partecipazione di questi ultimi nel capitale sociale degli emittenti, hanno progressivamente modificato tali equilibri, oggi decisamente meno cristallizzati; determinando l'insorgere di dinamiche profondamente diverse da quelle che guidarono il primo intervento del legislatore, rispetto alle quali la attuale cornice sistematica del voto di lista appare talvolta eccessivamente rigida e non del tutto idonea a carpire le evoluzioni del mercato¹¹.

⁸ Le peculiarità si attestano, ad esempio, nella previsione di *quorum* rafforzati per l'approvazione della delibera consiliare inerente alla presentazione della lista (lo statuto di Banco BPM, ad esempio, richiede il voto favorevole di 11 dei 17 consiglieri), o nella previsione di un obbligo di deposito e pubblicazione della lista con maggior anticipo rispetto al termine previsto dalla legge (come nel caso, tra gli altri, di Assicurazioni Generali, Prysmian e Unipol). Sul punto, S. CACCHI PESSANI, cit., 729.

⁹ Da ultimo – come noto – Assicurazioni Generali, la cui procedura è stata approvata il 27 settembre 2021 e successivamente modificata il 9 dicembre. Per un esame delle singole previsioni: <https://www.general.com/it/governance/board-of-directors/outgoing-board-of-directors-list>.

¹⁰ Cfr. S. ALVARO – G. MOLLO – G. SICILIANO, cit., 16 ss.; N. CIOCCA, cit., 6 ss.; G. BALLERINI, cit., 747 ss.

¹¹ Così, *ex multis*, M. STELLA RICHTER Jr., *Voto di lista e lista del consiglio*, cit., 4, ove si sottolinea che l'attuale sistema del voto di lista appare "invecchiato", essenzialmente, per le seguenti ragioni: (i) mutamento della tipologia di società quotata oggi presente sul mercato (con particolare riferimento alla composizione

In particolare, sebbene il mercato mostri tutt'ora la prevalenza di società con assetti proprietari concentrati, buona parte degli emittenti presenta una compagine azionaria maggiormente diluita¹², ove il primato dell'azionista (o degli azionisti) di maggioranza relativa rischia di essere costantemente messo in discussione dall'attivismo delle minoranze nella partecipazione ai processi decisionali¹³.

Va affermandosi, in altre parole, il modello delle c.d. *quasi-public companies* o società "a controllo fluido", in cui gli azionisti di rilievo strategico «non sono più in grado, da soli o congiuntamente ad altri, di predeterminare l'esito dell'assemblea e di disporre stabilmente della maggioranza dei voti»¹⁴.

In tale conteso, anche le funzioni del *board* hanno subito un progressivo mutamento. Nell'attuale realtà socio-economica, il consiglio di amministrazione diviene infatti centro di composizione di una pluralità di interessi, che vede nel perseguimento del "successo sostenibile" dell'emittente – e dunque nella «creazione di valore nel

dell'azionariato e ai relativi assetti proprietari); (ii) mutamento della «tipologia di azionista di mercato» rispetto alla cui figura erano state concepite le c.d. liste di minoranza (data la sempre maggior presenza, nell'attuale contesto di mercato, di investitori professionali o istituzionali stranieri, che tendono, come si dirà a breve, a gestire le proprie partecipazioni «in modo *passivo*»); (iii) riduzione degli spazi riservati all'autonomia statutaria, tali da rendere «poco tollerabile e poco competitivo il sistema italiano».

¹² In particolare, stando ai più recenti dati forniti dalla Consob, «a fine 2020 la presenza di investitori istituzionali nell'azionariato rilevante delle società quotate italiane, sebbene in leggera diminuzione rispetto all'anno precedente, rimane più diffusa nel confronto con il dato di lungo periodo per i soggetti esteri (azionisti rilevanti in 50 imprese a fronte di 36 nel 2011) e registra un aumento per gli investitori italiani per la prima volta nell'ultimo decennio (18 società)». Cfr. CONSOB, *Rapporto 2021 sulla corporate governance delle società quotate italiane*, 4.

¹³ È il caso delle c.d. "maggioranze che diventano minoranze". Sul punto, *ex multis*, M. STELLA RICHTER Jr, *Il quadro legislativo italiano*, cit., 6 ss.; *Voto di lista e lista del consiglio*, cit., 5.

¹⁴ Così S. CACCHI PESSANI, cit., 706. Sul tema però, G. MOLLO, *Atti dei seminari celebrativi per i 40 anni dall'istituzione della Commissione Nazionale per le Società e per la Borsa*, in *Quaderni giuridici Consob* n. 9/2015, 34, precisa che si definisce come *quasi-public company* una società «in cui mancano azionisti di controllo ma è comunque presente un azionista (o un gruppo di soci) di riferimento che può risultare pivotale per le decisioni, pur rappresentando una minoranza del capitale in assemblea. Tale soggetto ha un vantaggio di posizione difficilmente scalfibile che espone la società a significativi rischi di conflitto di interesse».

lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli *stakeholder* rilevanti per la società»¹⁵ – la propria direttrice fondamentale.

Ne deriva una marcata accentuazione della funzione collegiale dell'organo amministrativo, che si riflette anche sui processi di selezione dei candidati e composizione dello stesso¹⁶.

In particolare, come ribadito nell'ultima versione del Codice di Corporate Governance, il consiglio cura che la nomina dei nuovi amministratori avvenga secondo criteri di trasparenza, e in modo funzionale a realizzare la composizione ottimale dello stesso. Gli strumenti di tale agire vengono individuati, tra l'altro, nell'attività di periodica autovalutazione del consiglio, nell'emanazione di orientamenti sul numero massimo di incarichi e sulla composizione ottimale dell'organo (anche tenendo conto dei criteri di *gender diversity*) e nell'istituzione di un comitato nomine, composto in maggioranza da amministratori indipendenti, che agevoli il consiglio in tutte le fasi del processo.

In un quadro così delineato, la nomina del nuovo *board*, lungi dall'essere un mero “affare tra soci”¹⁷, vede nell'organo amministrativo

¹⁵ Così il Codice di Corporate Governance nella definizione del termine «successo sostenibile». Sull'evoluzione delle funzioni del *board*, cfr., *ex multis*, M. STELLA RICHTER Jr., *In principio sono sempre le funzioni*, in *Riv. soc.*, I, 2019, 20 ss. e *Profili attuali dell'amministrazione delle società quotate*, in *Giur. comm.*, 2021, II, 416 ss., ASSONIME, *Doveri degli amministratori e sostenibilità* in *Note e Studi*, 6/2021.

¹⁶ E non potrebbe essere altrimenti, dal momento che le ragioni del coinvolgimento del *board* nei processi di selezione e nomina dei nuovi amministratori possono essere rinvenute nel generale dovere di assicurare l'adeguatezza dell'assetto organizzativo della società, di cui tale organo è investito dalla legge. In tal senso, la presentazione di una lista del consiglio – oltre a rientrare nella facoltà degli amministratori di formulare proposte all'assemblea – è pertanto una attività compiuta nell'esercizio di una «funzione in senso tecnico [...] curando professionalmente un interesse altrui». Cfr., *ex multis*, M. STELLA RICHTER Jr., *In principio sono sempre le funzioni*, cit.; *Voto di lista e lista del consiglio*, cit., 4 ss. In senso contrario, cfr. G. MOLLO, *La clausola statutaria*, cit., 524 ss., per il quale il dovere degli amministratori di assicurare l'adeguatezza dell'assetto organizzativo della società si collocherebbe «a valle rispetto alle “scelte organizzative di vertice”», quali la nomina del nuovo CdA, che invece rimangono in capo ai soci riuniti in sede assembleare.

¹⁷ Come nella tradizionale concezione del rapporto di *agency* tra soci (*principals*) ed amministratori (*agents*), per cui soltanto ai primi spetta il potere di nominare i secondi.

uno dei soggetti principali; e la presentazione di una lista del consiglio rappresenta un naturale esito di tali dinamiche, al punto che lo stesso Codice di Corporate Governance ne riconosce l'ammissibilità¹⁸.

I principali interrogativi circa la lista del consiglio si attestano, dunque, sul garantire che l'utilizzo di tale strumento avvenga in conformità con i principi e le procedure del voto di lista; e al riparo dal rischio che alcuni soci o lo stesso consiglio, a seconda dei casi, possano servirsene per finalità distorsive, influenzando illegittimamente il processo di nomina delle cariche sociali.

2. Questioni interpretative scaturenti dall'evolversi delle prassi di mercato.

Poste le basi per una collocazione sistematica dell'istituto, è possibile ora esaminarne i profili di maggior rilievo interpretativo. Il fenomeno può essere infatti analizzato in diverse prospettive, a seconda che si tratti di società con azionariato diffuso ovvero di emittenti caratterizzati dalla presenza di uno o più azionisti di riferimento.

A una prima osservazione, la lista del consiglio può certamente fungere da elemento in grado di catalizzare i consensi di larga parte della compagine sociale; realizzando, in concreto, la funzione di centro unitario di composizione di interessi di cui il *board* è insignito dal Codice di Corporate Governance¹⁹.

L'argomento appare particolarmente valido con riferimento alle società la cui compagine azionaria risulta maggiormente frammentata.

¹⁸ Codice Corporate Governance, art. 4. Del resto, come osservato da M. STELLA RICHTER, *Profili attuali* cit., 425 – e da ultimo ribadito in *Voto di lista e lista del consiglio*, cit., 5 ss. – la presentazione di una lista del consiglio uscente risulta essere «dal punto di vista tecnico, lo strumento principe per rendere effettive le *diversity policies*, le raccomandazioni sulla composizione dei *board* nonché le periodiche autovalutazioni del consiglio di amministrazione», al punto che, in mancanza della possibilità di ricorrervi, i citati presidi rischierebbero di divenire semplici «esercizi di stile». In senso conforme, cfr. G. BALLERINI, cit., 754; A. PERRONE – P. M. SANFILIPPO, cit., 3 ss.; ASSONIME, *Il ruolo del board nel processo di nomina degli amministratori: dall'autovalutazione alla presentazione delle liste/dei candidati*, in *Interventi – ciclo seminari sulla corporate governance*, 15 marzo 2022.

¹⁹ Sul punto, cfr. M. IRRERA, *Luci e (molte) ombre sulla lista del CdA per la nomina degli amministratori nelle società quotate: brevi appunti*, in *Il caso.it*, n. 1167, 11 ottobre 2021.

In queste ultime, specialmente in presenza di investitori istituzionali, per natura poco inclini – e impossibilitati da vincoli relativi al tipo di attività esercitata²⁰ – a presentare una lista “lunga” dalla quale eleggere la maggioranza dei consiglieri²¹, la lista del consiglio appare funzionale alla soluzione di numerosi problemi, oltre che ad un maggiore efficientamento dei c.d. *agency costs*. Vale sottolineare, a tal proposito, come la composizione di una lista di candidati in grado di coagulare consensi su larga scala possa infatti essere attività particolarmente dispendiosa e complessa; al punto da risultare sproporzionata rispetto all’entità del capitale investito da taluni investitori istituzionali o da altri soci con percentuali di partecipazione relativamente esigue.

Da non trascurare, inoltre, è l’eventualità che accordi o forme di cooperazione tra azionisti finalizzate alla presentazione di una lista “lunga” di candidati per l’elezione del consiglio di amministrazione possano integrare una fattispecie di azione di concerto, rilevante ai fini dell’obbligo di promuovere un’offerta pubblica di acquisto²².

²⁰ Cfr. S. CACCHI PESSANI, cit., 718 ss. Sul punto, cfr. anche M. STELLA RICHTER Jr., *Voto di lista e lista del consiglio*, cit., nt. 11.

²¹ Come rilevato da M. STELLA RICHTER Jr., *Il quadro legislativo*, cit., 15 ss., in pratica, gli investitori istituzionali (e i fondi comuni in particolare) tendono a concentrare il loro impegno in un limitato numero di *blue chips* almeno per quanto riguarda il mercato italiano. In senso conforme, cfr. G. BALLERINI, cit., 751; M. VENTORUZZO, *Note*, cit., 1404 ss.; S. CACCHI PESSANI, cit., 719 ss.; M. L. PASSADOR, cit., 1184 ss.

²² Come è noto, ai sensi dell’art. 101-*bis*, comma 4, TUF, per persone che agiscono di concerto si intendono soggetti che «cooperano tra di loro sulla base di un accordo, espresso o tacito, verbale o scritto, ancorché invalido o inefficace, volto ad acquisire, mantenere o rafforzare il controllo della società emittente o a contrastare il conseguimento degli obiettivi di un’offerta pubblica di acquisto o di scambio». L’ampiezza della citata definizione, introdotta nel nostro ordinamento in recepimento della c.d. direttiva *takeover* (Direttiva 2004/25/CE), ha dato corso ad un ampio dibattito in dottrina su quali comportamenti – al di fuori di quelli espressamente individuati dalla normativa vigente quali indici da cui l’esistenza di un concerto tra azionisti è legalmente presunta (e.g., la partecipazione ad un patto parasociale ex art. 122 TUF) – possano essere ricondotti in tale fattispecie. Particolare incertezza si riscontra con riferimento alle attività di coordinamento e cooperazione tra azionisti tipicamente rientrati nell’alveo dello *shareholder activism*, tra cui, naturalmente, quelle funzionali alla nomina del consiglio di amministrazione; con la conseguenza che la disciplina del concerto rischi di costituire, in determinate circostanze, una sorta di “ostacolo” alla attiva partecipazione di azionisti di minoranza e investitori istituzionali ai processi decisionali. Sul punto, *ex multis*, C. MOSCA, *Attivismo degli*

Sull'argomento ci si soffermerà in dettaglio più avanti. Per quanto di rilievo in questa sede, basti precisare che le attuali lacune del sistema normativo in tema di azione di concerto e OPA obbligatoria – ove l'ipotesi in esame non è tuttora disciplinata – espongono gli investitori istituzionali intenzionati a concorrere all'elezione della maggioranza del *board* al potenziale rischio di dover promuovere un'OPA che tendenzialmente esula dalle finalità dell'investimento di questi operatori²³.

Da tale angolazione, la lista del consiglio, specialmente in società a controllo fluido, appare pertanto funzionale a rafforzare l'autonomia dell'organo amministrativo rispetto agli azionisti di maggior rilevanza; facilitando la separazione tra proprietà e gestione e riducendo così il rischio che ai primi possa essere imputato l'esercizio di una influenza dominante sull'emittente²⁴.

D'altro canto, in presenza di un azionariato particolarmente diffuso, il rischio è che gli *incumbent directors* si avvalgano della posizione di vantaggio derivante dalle risorse e dal patrimonio di informazioni acquisite in ragione della carica al fine di assicurarsi che la lista del consiglio risulti vittoriosa rispetto a qualunque altra lista di emanazione sociale²⁵; garantendo una sorta di autoperpetuazione dell'organo amministrativo e ostacolando, di fatto, la partecipazione degli azionisti al processo di nomina del *management*. È il tema della c.d. autoreferenzialità del *board*, ampiamente affrontato nel dibattito

azionisti, voto di lista e «azione di concerto», in *Riv. soc.*, 2013, I, 118 ss. Della medesima autrice., cfr. anche *Azione di concerto e OPA obbligatoria*, Milano, 2013.

²³ Rischio che potrebbe concretizzarsi, ad esempio, nella (pur remota) ipotesi in cui il complessivo ammontare delle partecipazioni degli investitori istituzionali – o, più in generale, degli azionisti di minoranza – che abbiano cooperato al fine di presentare una lista sia prossimo al raggiungimento di una delle soglie di cui all'art. 106 TUF, al superamento delle quali scatterebbe l'obbligo di OPA, e, nelle more, uno di tali azionisti abbia acquistato azioni sul mercato senza comunicarlo agli altri. Sul punto, cfr. S. CACCHI PESSANI, cit., 718 ss.; G. BALLERINI, cit., 751 ss.

²⁴ In questi termini, M. VENTORUZZO, *Note*, cit. Sul punto, cfr. anche M. IRRERA, cit., 2. In senso contrario, cfr. G. MOLLO, *La clausola statutaria*, cit., 528 ss.

²⁵ Si pensi, ad esempio, all'ipotesi in cui il consiglio sia l'unico soggetto ad aver presentato una lista lunga. In tal senso, verrebbe dunque a crearsi uno scenario nel quale «le risorse della società sono utilizzate in modo asimmetrico, cioè in modo tale da «svantaggiare» almeno uno dei soci nell'esercizio di un suo diritto». Così, G. BALLERINI, cit., 761. Sul punto, cfr. anche S. CACCHI PESSANI, cit., 730 ss.; A. PERRONE – P. M. SANFILIPPO, cit., 17 ss.; N. CIOCCA, cit., 101 ss.

giuridico anglosassone, ma che, ad onor del vero, non sembra possa facilmente concretizzarsi in un mercato come quello italiano, che vede ancora la prevalente presenza di emittenti con azionariato concentrato.

La lista del consiglio può assumere connotati altrettanto ambivalenti quando immersa nel contesto di società la cui compagine sociale è caratterizzata dalla presenza di uno o più azionisti “forti”.

In una prima prospettiva, si possono senz’altro richiamare le considerazioni sulla funzionalità dello strumento a garantire la composizione ottimale dell’organo amministrativo; e a raccogliere, a valle dell’attività di autovalutazione del *board* e nella cornice del dialogo con gli azionisti, il più ampio consenso attorno ai nominativi proposti²⁶.

A tal proposito, si è rilevato in dottrina come la presentazione di una lista del CdA, in quanto frutto di processi atti a garantirne la composizione ottimale, possa certamente mitigare il rischio che il socio di maggioranza presenti liste di candidati di suo gradimento, ma “non idonei” a farsi carico del *management* della società²⁷. Del pari, è stato sottolineato come la lista del consiglio possa agevolare una maggior inclusione nel processo di nomina del *board* da parte dei soci di minoranza (anche quando si tratti di investitori istituzionali), il cui consenso potrebbe confluire su quest’ultima, evitando l’instaurarsi di una dialettica competitiva con i gruppi di comando²⁸. Allo stesso tempo, la compartecipazione degli azionisti alla formazione della lista del consiglio avrebbe l’ulteriore pregio di contenere il rischio di favoritismi da parte degli amministratori in carica nella selezione dei propri

²⁶ M. STELLA RICHTER *Jr.*, *In principio sono sempre le funzioni*, cit., 27 ss.; *Voto di lista e lista del consiglio*, cit., 4 ss.

²⁷ Così, A. PERRONE – P. M. SANFILIPPO, cit., 17 ss. In senso parzialmente difforme, cfr. G. BALLERINI, cit., 764 ss., la quale rileva che, se è vero che le attività compiute dal *board* con riferimento, ad esempio, all’ emanazione delle linee guida e degli orientamenti sulla composizione ottimale del consiglio (cui spetterà ai soci che intendano presentare una lista decidere se adeguarvisi) risultino funzionali (e opportune) per la migliore composizione delle liste, non si possa, per ciò solo, giustificare una “indiscriminata” facoltà per il consiglio uscente di presentare una propria lista. Sul punto, cfr. anche G. MOLLO, *La clausola statutaria*, cit., 526 ss.

²⁸ Per le considerazioni sin qui esposte, cfr. A. PERRONE – P. M. SANFILIPPO, cit., 17 ss.

successori (c.d. *cronyism*), che dovrebbe pertanto essere effettuata tenendo conto delle preferenze dei soci²⁹.

Posta la bontà di tali considerazioni, la presentazione di una lista del consiglio in emittenti a proprietà concentrata presenta altrettanti profili di complessità. Il più concreto ed evidente rischio, in tal senso, è che la lista degli *incumbent directors* sia in realtà strumentalizzata dagli azionisti o dall'azionista "forte" al fine di indirizzare l'elezione dell'organo amministrativo – e di riflesso le scelte gestionali della società – a discapito della rappresentatività e degli interessi delle minoranze.

In quest'ottica, anziché catalizzatore di consensi, la lista del consiglio diverrebbe un espediente al servizio dei soci più influenti; i quali, celandosi dietro «l'aura di indipendenza e di maggiore forza persuasiva»³⁰ dello strumento, potrebbero servirsene per offuscare la trasparenza dei processi di selezione dei candidati e di composizione della lista, alterandone la regolare competizione con le liste presentate dai soci.

Allo stesso modo, la formale terzietà della lista del consiglio rispetto alle liste di emanazione sociale potrebbe fungere da scudo per occultare eventuali rapporti di collegamento tra quest'ultima e la lista presentata dal gruppo di comando – specialmente quando alcuni di tali soci, come spesso accade, siano al contempo membri del *board* – con potenziali risvolti anche sul piano della già accennata ipotesi dell'azione di concerto.

Ripercorrendo i confini dell'istituto alla luce dei principi cardine del sistema del voto di lista – e nella momentanea assenza di una presa di posizione del legislatore – risulta pertanto essenziale che gli emittenti implementino adeguati presidi al fine di assicurare la trasparenza dei meccanismi di formazione e presentazione della lista del consiglio; e, più in generale, che sia garantita adeguata tutela dell'interesse degli azionisti di minoranza a non veder pregiudicato il proprio diritto di concorrere nei processi di nomina dei gestori della società³¹.

²⁹ A. PERRONE – P. M. SANFILIPPO, cit., 17 ss.

³⁰ Così, M. IRRERA, cit., 2. Sul punto, cfr. anche G. BALLERINI, cit., 759 ss.

³¹ Così, E. Pucci, cit., 16.

3. *Profili applicativi: la lista del consiglio “seconda classificata”.*

Le considerazioni sin qui effettuate trovano riscontro in questioni di non facile soluzione sul piano applicativo. Per meglio inquadrarne la portata, occorre rammentare che il sistema del voto di lista riserva la nomina di almeno uno dei componenti del consiglio di amministrazione alla «lista di minoranza» che abbia ottenuto il maggior numero di voti; e che, a sua volta, non risulti in alcun modo «collegata, neppure indirettamente», con i soci che hanno presentato o votato la lista più suffragata all’esito delle votazioni (art. 147-ter, comma 3, TUF).

Alla luce di quanto sopra, ci si interroga anzitutto sulla sorte della lista del consiglio nell’ipotesi in cui, all’esito delle votazioni, questa risulti seconda classificata rispetto ad altra lista “lunga” presentata dai soci³². In particolare, si discute se dalla lista degli amministratori uscenti possano comunque eleggersi i restanti consiglieri – con la conseguenza che sarebbe quest’ultima ad assurgere al rango di lista di minoranza – ovvero se i seggi vacanti debbano essere assegnati a candidati provenienti da una eventuale terza lista, maggiormente rappresentativa delle minoranze azionarie.

Il dibattito sul tema rimane ancora sostanzialmente aperto. Da un lato si colloca chi, intravedendo nella lista del consiglio una connotazione di per sé “maggioritaria”, sostiene che da quest’ultima non possano in alcun caso essere tratti gli amministratori di minoranza³³. In tale prospettiva, la lista del consiglio sarebbe sostanzialmente equiparabile a quella presentata dai soci di riferimento; e per ciò stesso dovrebbe essere sopravanzata dalla lista che, pur avendo raccolto un minor numero di preferenze, risulti più vicina ai soci di minoranza³⁴.

³² Interrogativo che non si porrebbe, invece, qualora si aderisse alla tesi della funzione “suppletiva” della lista del consiglio, che dovrebbe pertanto essere presentata soltanto in assenza di un’altra lista lunga presentata dai soci. Cfr. G. BALLERINI, cit., 771 ss.

³³ Così, M. IRRERA, cit., 3. In senso conforme N. CIOCCA, cit., 408.

³⁴ Come evidenziato da M. VENTORUZZO, *Note*, cit., 1410, che pur si esprime in senso sfavorevole a questa prima interpretazione, deporrebbero in favore di tale tesi lo stesso dato letterale dell’art. 147-ter TUF, ove si fa espresso riferimento a «liste presentate da soci», e più in generale lo spirito del sistema del voto di lista, improntato alla tutela degli azionisti di minoranza.

In senso opposto, si è rilevato come equiparare la lista del consiglio alla lista dei soci di controllo implicherebbe ammettere – in maniera del tutto aprioristica – che l’organo amministrativo operi come *longa manus* di questi ultimi; con la conseguenza che tutti i presidi di *corporate governance* in materia di composizione e funzionamento del *board* risulterebbero privi di significato.

Proseguendo su questa linea di pensiero, si sottolinea, invece, come a prevalere debba essere la volontà dei soci espressa in sede assembleare. Pertanto, una volta introdotta in statuto la clausola che ammette la presentazione di una lista del consiglio, non si vede perché da questa non possano trarsi gli amministratori che la legge vuole espressione della minoranza, quando a determinare tale circostanza sia stato l’esito delle votazioni. Sostenere il contrario vorrebbe dire, in ultima istanza, sacrificare il volere degli azionisti in nome di una (soltanto) supposta subordinazione del consiglio ai gruppi di comando³⁵.

Ciò detto, è opportuno sottolineare come diversi emittenti abbiano adottato apposite disposizioni statutarie al fine di “neutralizzare” il problema, introducendo, in diversi casi, meccanismi di elezione dei consiglieri di minoranza tali da assicurare una rappresentanza nel *board* anche ad una eventuale terza lista presentata dai soci di minoranza³⁶.

4. (segue) *Il collegamento con altre liste e l’interesse degli amministratori uscenti alla rielezione.*

In una prospettiva più ampia, il problema si sposta dunque sull’individuazione delle ipotesi in cui la lista del consiglio possa dirsi “collegata” con altre liste presentate dai soci, in particolar modo quella facente capo agli azionisti di maggioranza³⁷; collegamento che, ove

³⁵ In questo senso, cfr. A. PERRONE – P. M. SANFILIPPO, cit., 14; M. VENTORUZZO, *Note*, cit., 1411 ss.

³⁶ È il caso, ad esempio, dell’ultima versione dello statuto di Mediobanca – il cui testo previgente escludeva, invece, che i consiglieri di minoranza potessero essere eletti dalla lista del consiglio seconda classificata – nonché degli statuti di Prysmian e Generali. Sul punto, M. VENTORUZZO, cit., 1411 ss.

³⁷ E ciò perché, come rilevato da S. CACCHI PESSANI, cit., 726, «l’amministratore “di minoranza” rimane tale anche se è tratto da una lista presentata dal consiglio, nella misura in cui non constino rapporti di collegamento rilevanti con i soci che hanno presentato o votato la prima lista e così dispongano i soci votando in assemblea».

sussistente, imporrebbe di escludere i candidati proposti dagli amministratori uscenti dalla selezione dei nuovi consiglieri di minoranza.

Un primo elemento di incertezza, in tal senso, risiede nel problematico adattamento della cornice normativa in materia di collegamento tra liste alla presentazione di una lista da parte del CdA.

Anzitutto, per la nozione di collegamento occorre riferirsi alla regolamentazione secondaria, in particolare all' art. 144-*quinquies* del Regolamento Emittenti. La disposizione in commento – volta a disciplinare l'elezione dell'organo di controllo, ma applicabile anche alla nomina del consiglio di amministrazione³⁸ – definisce un elenco di fattispecie, peraltro non tassativo³⁹, in presenza delle quali si presume la sussistenza un collegamento «fra uno o più soci di riferimento e uno o più soci di minoranza»⁴⁰. Stando al tenore letterale della norma, sembrerebbe dunque che la presenza di rapporti di collegamento debba essere valutata soltanto nei riguardi degli azionisti che hanno presentato le liste, a nulla rilevando, invece, eventuali legami tra la lista del consiglio e le liste dei soci.

Eppure, come già evidenziato in precedenza, è innegabile che nell'assetto organizzativo degli emittenti quotati (specialmente in società con azionariato concentrato) possano instaurarsi solide relazioni di fiducia tra gli esponenti di spicco del *management* e l'azionista di

³⁸ Come peraltro chiarito dalla stessa Consob, Comunicazione n. DEM/9017893 del 26 febbraio 2009. Per una diffusa trattazione del tema del collegamento tra liste, cfr. N. CIOCCA, cit., 429 ss.

³⁹ Cfr. M. VENTORUZZO, *Note*, cit., 1413.

⁴⁰ Si tratta, in particolare, delle seguenti ipotesi: (i) rapporti di parentela; (ii) appartenenza al medesimo gruppo; (iii) rapporti di controllo tra una società e coloro che la controllano congiuntamente; (iv) rapporti di collegamento ai sensi dell'articolo 2359, comma 3 del codice civile, anche con soggetti appartenenti al medesimo gruppo; (v) svolgimento, da parte di un socio, di funzioni gestorie o direttive, con assunzione di responsabilità strategiche, nell'ambito di un gruppo di appartenenza di un altro socio; (vi) adesione ad un medesimo patto parasociale previsto dall'articolo 122 TUF avente ad oggetto azioni dell'emittente, di un controllante di quest'ultimo o di una sua controllata. Per una ricostruzione della fattispecie del collegamento tra liste, cfr. CETRA – PORTALE, *Sul "collegamento" tra liste in caso di voto di lista per la nomina dei componenti del c.d.a. di una s.p.a. chiusa*, in *Vita not.*, 2018, 1103 ss.

maggioranza, che tendenzialmente ne propone la nomina e ne determina l'elezione⁴¹.

Da qui la necessità di estendere il sindacato sull'esistenza di rapporti di collegamento alle circostanze in cui si possa desumere, anche in via presuntiva, che la lista del consiglio e quella del socio di controllo siano imputabili «a un'unica volontà, frutto di un verosimile agire coordinato»⁴²; configurando scenari assimilabili a quelli contemplati dall'art. 144-*quinquies* del Regolamento Emittenti.

Tale scrutinio andrebbe dunque effettuato tenendo in considerazione le specificità di ciascun caso concreto, al fine di evitare, per l'appunto, che la lista del consiglio sconti una indebita influenza da parte dei gruppi di comando o sia espressione della volontà di questi ultimi⁴³.

D'altro canto, è pur vero che il citato approccio non consentirebbe di disporre di criteri univoci per la valutazione di eventuali rapporti di collegamento; con il rischio che la questione assuma contorni di litigiosità tali da sfociare in un contenzioso⁴⁴.

In assenza di una cornice normativa ben definita, l'attenzione deve dunque rivolgersi, ancora una volta, all'adozione di meccanismi statuari che consentano di escludere eventuali collegamenti tra la lista del consiglio e altre liste, o quantomeno di limitarne il rischio.

Alla luce del dibattito dottrinale sull'argomento, la soluzione apparentemente più idonea al conseguimento di tale risultato è quella che ascrive particolare rilievo al coinvolgimento del comitato nomine nelle fasi di composizione e approvazione della lista del consiglio⁴⁵.

Tale comitato – che il Codice di Corporate Governance richiede sia composto in prevalenza da amministratori indipendenti – dovrebbe

⁴¹ Su tutti, Amministratore Delegato e presidente del CdA; cariche che non di rado vengono attribuite a esponenti di rilievo strategico nel gruppo dell'azionista di maggioranza (o comunque molto vicini allo stesso). In senso conforme, cfr. M. VENTORUZZO, *Note*, cit., 1413 ss.

⁴² M. VENTORUZZO, *Ivi*. In senso conforme, A. PERRONE – P. M. SANFILIPPO, cit., 11 ss.

⁴³ Per una rassegna dei casi in cui è presumibile che vi sia un collegamento tra lista del consiglio e socio, cfr. M. VENTORUZZO, *Note*, 1414 ss.

⁴⁴ E ciò specialmente quando le circostanze dalle quali si desume la sussistenza del collegamento possano integrare una ipotesi di concerto, di cui si dirà a breve. Sul punto, A. PERRONE – P. M. SANFILIPPO, cit., 12.

⁴⁵ Come peraltro già previsto dal Codice di Corporate Governance, cfr. Art. 4, Racc. 19 e 20.

essere infatti investito di un ampio potere di valutazione delle candidature, il cui esame dovrebbe tener conto delle risultanze dell'autovalutazione compiuta dal consiglio stesso e, più in generale, dei principi sanciti dall'autodisciplina per l'ottimale composizione dell'organo amministrativo⁴⁶. In tale prospettiva, l'approvazione della lista del consiglio da parte del comitato nomine, a maggior ragione ove ottenuta con il parere favorevole della maggioranza dei membri indipendenti dello stesso, varrebbe come presidio di garanzia per scongiurare la presenza di collegamenti tra quest'ultima e la lista presentata dai soci di controllo⁴⁷.

Soluzioni altrettanto valide potrebbero consistere, inoltre, nella previsione in statuto – o anche soltanto nel regolamento del consiglio stesso – di un meccanismo che, in analogia con la disciplina delle operazioni con parti correlate, richieda il voto favorevole di tutti i membri del consiglio uscente dotati dei requisiti di indipendenza (se non, addirittura, dei consiglieri uscenti espressione della minoranza)⁴⁸.

Da una diversa ed ulteriore angolazione, un rapido cenno merita l'analogo problema di "trasparenza" che potrebbe configurarsi nell'ipotesi in cui alcuni amministratori uscenti siano stati riproposti come candidati nella lista del consiglio.

In tal caso, più che sul collegamento con eventuali liste di emanazione sociale, la questione si attesterebbe sull'eventuale interesse alla rielezione di questi ultimi, riconducibile alle fattispecie di

⁴⁶ Sul punto, cfr. P. MARCHETTI et al., *Uno sguardo alla governance delle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2018, 265, ove: «il Comitato Nominare è chiamato a svolgere un ruolo centrale nel caso in cui lo statuto preveda la possibilità di presentare una lista da parte del consiglio uscente». Sulla centralità del comitato nomine nei processi di valutazione e composizione della lista, si veda anche E. PUCCI, cit., 16.

⁴⁷ Cfr. M. VENTORUZZO, *Note*, cit., 1416. Sul punto, si veda anche A. PERRONE – P. M. SANFILIPPO, cit., 16, per i quali, in particolare, l'attestazione rilasciata dai membri indipendenti del comitato nomine in merito all'assenza di collegamenti tra la lista del consiglio e le altre liste avrebbe una funzione equiparabile a quella svolta dall'autodichiarazione che i soci di minoranza sono tenuti a depositare al momento della presentazione della propria lista ai sensi dell'art. 144-*sexies* del Regolamento Emittenti; volta ad attestare, per l'appunto, l'assenza di collegamenti tra la lista da questi ultimi presentata e le liste presentate dai soci di controllo o di maggioranza relativa. In senso parzialmente contrario, M. IRRERA, cit., 4.

⁴⁸ M. VENTORUZZO, *Note*, cit., 1416. In ogni caso, come sottolineato dall'autore, ampi sono i margini di discrezionalità riservati all'autonomia statutaria, a seconda delle specificità della struttura di *governance* di ciascun emittente.

cui all'art. 2391 c.c.; che potrebbe pertanto influenzarne la votazione in merito all'approvazione della lista.

In proposito, se appare certamente opportuno che gli amministratori portatori di un interesse all'adozione di tale delibera ne diano notizia al consiglio prima della votazione, vale segnalare come anche in tale circostanza un coinvolgimento del comitato nomine nella selezione dei candidati da sottoporre all'approvazione dell'organo amministrativo – specie ove i membri del comitato non rientrino tra i nominativi proposti – sia funzionale a garantire la maggiore indipendenza della lista del consiglio, oltre che a scongiurare i rischi di collegamento con altre liste menzionati in precedenza⁴⁹.

5. (segue) *Il rischio di concerto.*

Nel corso della trattazione si è più volte evidenziato come la presentazione di una lista per l'elezione del consiglio di amministrazione presupponga una fisiologica e prodromica fase di consultazione e cooperazione tra azionisti – o tra azionisti e membri del consiglio uscente – al fine di raggiungere una comune intesa sui nominativi dei candidati da presentare ed eleggere.

Tale circostanza pone rilevanti interrogativi in merito alla possibilità che le suddette forme di cooperazione possano configurare una azione di concerto ai sensi dell'art. 101-*bis* TUF; determinando, al superamento delle soglie di partecipazione stabilite dal successivo art. 106 TUF, il sorgere di un obbligo di OPA in capo ai potenziali concertisti.

Il tema risulta tuttora irrisolto e, come intuibile, particolarmente problematico quanto ai possibili risvolti che potrebbero derivarne per l'equilibrio degli assetti proprietari e la contendibilità degli emittenti⁵⁰.

⁴⁹ Sul punto, oltre che sulla riconducibilità dell'interesse alla "rielezione" dei consiglieri alla fattispecie di cui all'art. 2391 c.c., cfr. M. VENTORUZZO, *Note*, cit., 1421 ss. Si discute, invece, se in caso di eventuale astensione dalla votazione, gli amministratori portatori di un interesse all'adozione della delibera debbano concorrere o meno alla formazione del *quorum* deliberativo. Per un approfondito esame, non riproponibile in questa sede, si rinvia a A. PERRONE – P. M. SANFILIPPO, cit., 16 ss.

⁵⁰ Basti pensare, a titolo esemplificativo, all'ipotesi in cui l'obbligo di OPA sorga in capo ad investitori istituzionali che abbiano raggiunto intese per la presentazione

A tenore dell'art. 44-*quater* del Regolamento Emittenti, sono infatti espressamente esclusi dall'ambito di applicazione della disciplina dell'azione di concerto soltanto quegli accordi e quelle forme di cooperazione tra azionisti il cui obiettivo sia, rispettivamente, presentare o far confluire voti su una lista di minoranza; cioè una lista che presenti un numero di candidati inferiore alla metà dei componenti dell'eligendo consiglio o sia «programmaticamente preordinata all'elezione di rappresentanti della minoranza». Per converso, non trovano espressa collocazione nella cornice normativa e regolamentare in materia, e pertanto «continuano a correre in parallelo alla nozione di persone che agiscono di concerto»⁵¹, le fattispecie in cui ad essere presentata sia una lista “lunga”, in grado di eleggere la maggioranza dei membri del nuovo consiglio di amministrazione.

Anche in questo caso, fatte salve le ipotesi in cui la presentazione congiunta della lista derivi dall'esecuzione di un patto parasociale ex art. 122 TUF, con il conseguente impegno a votarne i candidati in assemblea – fattispecie rientrante *ope legis* nell'ambito di applicabilità dell'azione di concerto⁵² – l'indagine sulla sussistenza di un agire

di una lista congiunta, pur non intendendo in alcun modo conseguire una posizione di controllo sulla società. Sul punto, si rinvia al par. 2, nt. 22-23.

⁵¹ Così, C. MOSCA, *Attivismo degli azionisti, voto di lista e «azione di concerto»*, cit., 144. In argomento, cfr. anche S. CACCHI PESSANI, cit., 717 ss. e i recenti contributi di M. IRRERA, *La dittatura della lista del CdA: ovvero il nuovo che avanza? Brevi note*, in *ILCASO.it*, 4 aprile 2022 e M. VENTORUZZO, *La libertà della lista dei soci: ovvero l'OPA che avanza? Brevissime note*, in *ILCASO.it*, 6 aprile 2022. Inoltre, è utile rammentare che nel documento di consultazione del 18 febbraio 2011, pubblicato dalla Consob nel contesto del recepimento nel Regolamento Emittenti della Direttiva *takeover*, l'Autorità tenne a sottolineare che la cooperazione tra più soggetti al fine di presentare una lista per l'elezione della maggioranza dei membri del consiglio di amministrazione potrebbe costituire un valido indizio ai fini dell'accertamento di un'azione di concerto, in quanto: «[la] presunzione negativa di concerto per coloro che presentano una lista volta all'elezione della minoranza degli amministratori potrebbe indicare, a contrario, che l'attività di collaborazione per la presentazione di una lista volta all'elezione della maggioranza, pur non costituendo una presunzione relativa, rappresenta comunque indizio che, unitamente ad altri elementi potrà portare ad individuare un'azione di concerto».

⁵² E ciò in forza dell'art. 101-*bis*, comma 4-*bis* TUF, che presume l'esistenza di un agire concertato in capo ai soggetti aderenti ad un patto, anche nullo, di cui all'art. 122, lett. a), b), c) e d) TUF (*i.e.*, sindacati di voto, sindacati di blocco, sindacati di acquisto e patti aventi ad oggetto l'esercizio, anche congiunto, di una influenza

concertato andrebbe effettuata sulla base di elementi natura fattuale, a seconda delle specificità di ciascun caso concreto.

Sulla scia dell'approccio adottato in relazione alle fattispecie di collegamento tra liste, un simile accertamento dovrebbe essere condotto, in particolare, tenendo conto delle peculiarità della struttura e dell'azionariato del singolo emittente; al fine di dedurre se le forme di accordo e cooperazione funzionali alla presentazione della lista nascondano l'intento, da parte dei potenziali concertisti, di acquisire o consolidare una determinata posizione di controllo e influenza sulla società⁵³.

Riflettendo tali considerazioni nello specifico scenario in cui una lista sia presentata dal consiglio uscente, si è rilevato come molte delle attività che, ove poste in essere dai soci, potrebbero astrattamente configurare una fattispecie di concerto, rientrano, per la verità, nelle normali attribuzioni del *board* quale organo deputato al perseguimento dell'interesse sociale.

Il riferimento, in particolare, è ai momenti di dialogo e interlocuzione tra amministratori e azionisti che contraddistinguono le fasi preliminari alla presentazione della lista, con l'obiettivo di coagulare il più ampio consenso intorno alla medesima. Circostanze che, a ben vedere, trovano fisiologica collocazione nella cornice delle attività di *engagement* tra il consiglio di amministrazione e le varie componenti della compagine sociale⁵⁴; e che anzi sono strettamente

dominante sull'emittente). Sul punto, per tutti, C. MOSCA, *Azione di concerto e OPA obbligatoria*, cit., 148 ss.

⁵³ A tal proposito, l'opinione maggioritaria appare orientata nel ritenere che gli accordi e la cooperazione tra azionisti in merito alla presentazione congiunta di una lista di candidati non integrino gli estremi dell'azione di concerto – e dunque non siano riconducibili ad un patto parasociale – quando tali attività abbiano un carattere “occasionale”, circoscritto ad una sola assemblea, e da esse non derivi alcun impegno alla votazione della lista così presentata. Cfr., *ex multis*, G.F. CAMPOBASSO, *Voto di lista e patti parasociali nelle società quotate*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2003, I, 127 ss., M. VENTORUZZO, *Note*, cit., 1417 ss., C. MOSCA, *Attivismo degli azionisti, voto di lista e «azione di concerto»*, cit., 139 ss., A. TRISCORNIA, *OPA obbligatoria: la presunzione di concerto per patto parasociale è ancora assoluta?*, in *Giur. comm.*, 2019, I, 419 ss. In senso parzialmente difforme, M. L. PASSADOR, cit., 1181 ss.

⁵⁴ In generale, sul tema del dialogo con gli azionisti, di grande attualità nel contemporaneo dibattito sulla corporate *governance*, si rinvia, tra gli altri, ai recenti contributi di S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo tra la società quotata e i suoi azionisti*, in *Quaderni di Giurisprudenza commerciale* n. 441, 2022, di M. BIANCHI – M.

inerenti alla predetta funzione del *board* quale centro di composizione della pluralità di interessi degli azionisti, oltre a essere coerenti con il potere del consiglio di presentare proposte all'assemblea⁵⁵.

Tuttavia, se da un lato è corretto ritenere che il dialogo tra i membri del CdA e gli azionisti sia di norma strumentale all'esercizio delle funzioni attribuite al *board* stesso, viene parimenti rilevato come la presentazione della lista del consiglio potrebbe, sulla base di elementi di fatto, costituire un momento nel quale tale dialogo finisce per incidere indirettamente anche sull'interesse dei soci.

Il discorso si ricollega, ancora una volta, ai profili patologici connessi all'istituto in esame e, in particolare, ai casi in cui la lista del consiglio sia strumentalizzata da parte di alcuni azionisti "forti"; i quali, sfruttando la vicinanza con i rappresentanti da essi nominati in seno al CdA, si servano di tale mezzo per esercitare la propria influenza sull'emittente, facendo in modo che la lista del consiglio sia in realtà espressione delle proprie preferenze.

Anche in questo caso, tuttavia, la configurabilità di un'azione di concerto in capo a tali soggetti non potrà prescindere da una analisi di natura fattuale, all'esito della quale venga riscontrato, ad esempio, che la lista del consiglio sia in realtà utilizzata per «sostituire liste che essi avrebbero altrimenti dovuto presentare direttamente»⁵⁶.

Alla luce di quanto sopra, il dibattito dottrinale va dunque rivolgendosi all'analisi della potenziale "disparità di trattamento" che verrebbe a crearsi, nella prospettiva appena esposta, in un confronto tra la lista del consiglio e un'altra lista "lunga" presentata congiuntamente da più azionisti.

In particolare, si rileva che gli ampi margini di manovra riservati al consiglio di amministrazione sotto l'egida delle proprie attribuzioni (*engagement* con azionisti e *stakeholders*, rapporti con i *proxy advisors* nella fase di sollecitazione delle deleghe di voto, ecc.), per ciò stesso sollevati dall'incombenza di eventuali rischi di concerto, porrebbero gli

MATEJA, *Le politiche di engagement delle società tra teoria e prassi*, in *Riv. soc.*, 2021, V-VI, 1324 ss. e M. MAUGERI, *Sostenibilità ed Engagement degli azionisti istituzionali*, *ivi*, 1350 ss.

⁵⁵ Ferme restando, naturalmente, le limitazioni imposte dalla legge e dallo statuto sociale. Cfr. S. CACCHI PESSANI, *cit.*, 732; M. IRRERA, *La dittatura della lista del CdA*, *cit.*, 4.

⁵⁶ S. CACCHI PESSANI, *cit.*, 733.

azionisti su un piano di indebito svantaggio, derivante dal fatto che soltanto questi ultimi rischierebbero di vedersi soggetti, all'esito della presentazione della lista e fermo restando il superamento delle soglie rilevanti, all'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto⁵⁷.

Pertanto, in mancanza di un auspicato intervento del legislatore a meglio delineare i confini tra la cooperazione finalizzata alla presentazione di una lista di maggioranza e l'azione di concerto, è stato paventato il rischio che i soci di maggioranza, sempre meno propensi alla presentazione di una propria lista, facciano confluire il consenso verso una lista "camuffata" presentata dal consiglio di amministrazione; alimentando, di fatto, una sorta di dittatura delle lista del consiglio e rischio di autoperpetuazione del *board* a questa collegato⁵⁸.

In senso contrario, nell'interpretazione che si ritiene qui maggiormente condivisibile, è stato segnalato come il rischio di concerto sia strettamente connaturato alla stessa qualità di azionista. Pertanto, dovrebbe ritenersi del tutto coerente con la *ratio* della disciplina dell'azione di concerto – *i.e.*, evitare che taluni azionisti, agendo in maniera coordinata, acquisiscano o rafforzino il controllo sulla società, nel caso concreto nominando la maggioranza dei consiglieri – che l'eventuale incombenza dell'obbligo di OPA gravi solo ed esclusivamente sui soci⁵⁹.

E del resto non si vedrebbe su quali presupposti possa poggiare un obbligo di OPA rispetto ai gestori dell'emittente, i quali, «in quanto tali, non detengono e non possono detenere il controllo dell'emittente che amministrano»⁶⁰, anche laddove la lista da questi presentata sia in grado di raccogliere la maggioranza dei consensi in assemblea.

In tale prospettiva, inoltre, ammettere *ex ante* che anche la presentazione di un'altra lista "lunga" – figlia dell'accordo comune di

⁵⁷ M. IRRERA, *La dittatura della lista del CdA*, cit., 4.

⁵⁸ *Ibidem.* Sul punto, cfr. anche G. BALLERINI, cit., 762 ss.

⁵⁹ Per tali considerazioni, M. VENTORUZZO, *La libertà della lista dei soci*, cit., 2 ss.

⁶⁰ , M. VENTORUZZO, *La libertà della lista dei soci*, cit., 2 ss., ove si enfatizza come, in altri termini, ammettere una simile possibilità «sarebbe un po' come lamentare una disuguaglianza tra un monopolista e un concorrente privo di posizione dominante perché solo il primo, e non il secondo, rischierebbe sanzioni *antitrust* imponendo prezzi d'acquisto ai consumatori o segmentando i mercati».

più azionisti e alternativa alla lista del consiglio – non integri i presupposti dell’azione di concerto in capo ai soci che l’hanno presentata, potrebbe creare un pericoloso precedente per eludere la disciplina del concerto, in particolar modo nei casi in cui la predetta lista non debba competere con alcuna altra concorrente, così indebolendo gli stessi principi che supportano la disciplina dell’OPA obbligatoria⁶¹.

Al di là delle diverse angolazioni dalle quali è possibile inquadrare il fenomeno, risulta comunque evidente come la labilità dei confini che separano l’azione di concerto dalle diverse e meno intense forme di “agire coordinato” tra azionisti – o tra questi e gli amministratori uscenti – al fine di presentare una lista per l’elezione della maggioranza dei consiglieri, non consenta di determinare con certezza se e in quali circostanze una forma di concerto possa ritenersi sussistente. In assenza di criteri univoci che agevolino l’attività dell’interprete, qualsiasi valutazione non potrà pertanto dirsi conclusiva, dovendo necessariamente “fare i conti”, in ultima istanza, con le specificità di ciascun caso.

6. *L’intervento della Consob e i possibili sviluppi normativi*

L’evolversi del dibattito intorno alla lista del consiglio, ulteriormente amplificato dal rilievo mediatico delle vicende degli ultimi mesi⁶², ha fornito un decisivo impulso verso un primo pronunciamento dell’Autorità di Vigilanza. Quest’ultima, accogliendo le istanze della dottrina che ne invocava l’intervento, si è infatti recentemente espressa sull’argomento con il già citato “richiamo di attenzione”, pubblicato lo scorso 21 gennaio all’esito di una consultazione con il mercato⁶³.

⁶¹M. VENTORUZZO, *La libertà della lista dei soci*, cit., 3.

⁶² Il riferimento è alla nota vicenda del rinnovo del Consiglio di Amministrazione di Assicurazioni Generali S.p.A., da cui peraltro trae origine il Richiamo di Attenzione, culminata lo scorso 29 aprile 2022 con la vittoria in assemblea della lista del CdA. Per una ricostruzione dei fatti, cfr. Per una ricostruzione, cfr. G. MOLLO, *La clausola statutaria*, cit., 520 ss.

⁶³ Cfr. CONSOB, *Richiamo di attenzione*, cit. Per i primi riscontri sul documento, cfr. COMITATO DEGLI OPERATORI DI MERCATO E DEGLI INVESTITORI (di qui in avanti, “COMI”), *Parere in merito al richiamo di attenzione concernente la presentazione di una lista da parte del consiglio di amministrazione per il rinnovo del medesimo*

Postulata l'ammissibilità della lista del CdA anche nel nostro ordinamento⁶⁴, il documento, di cui la Consob chiarisce la natura non regolamentare, formula una serie di osservazioni – richiami di attenzione, per l'appunto – sulle diverse criticità connesse all'istituto in esame; che ciascun emittente è invitato a tenere in considerazione in sede di adozione di una lista del consiglio⁶⁵.

Concentrando l'analisi sugli aspetti di maggior interesse in questa sede, risulta essenziale, a giudizio dell'Autorità, che sia garantita «la più ampia trasparenza» dell'intero processo di composizione e presentazione della lista del CdA; al fine di prevenire, a seconda dei diversi scenari, il verificarsi dei citati rischi di autoreferenzialità e autopropagazione dell'organo ovvero, specialmente in presenza di azionisti “forti”, al fine di evitare che la lista del consiglio venga utilizzata come strumento per pilotare l'elezione del nuovo *board* a discapito degli interessi dei soci di minoranza.

A tal proposito, si rileva come, in linea con lo sviluppo della prassi, la preventiva adozione e pubblicazione di una apposita procedura atta a regolare i meccanismi di composizione della lista del consiglio e disciplinare i compiti degli organi coinvolti, possa contribuire alla maggiore *accountability* dell'intero processo⁶⁶.

Dal punto di vista sostanziale, particolare rilievo viene attribuito dalla Consob al coinvolgimento degli amministratori indipendenti nella formazione e presentazione della lista del consiglio. In particolare, nel

consiglio, dicembre 2021; ASSONIME, *Risposta alla consultazione Consob sul documento “la presentazione di una lista da parte del consiglio di amministrazione uscente per il rinnovo del medesimo consiglio - richiamo di attenzione”*, in *Interventi e Consultazioni*, 16/2021.

⁶⁴ E in effetti, nonostante l'Autorità si astenga dal prendere esplicita posizione in merito, l'ammissibilità della clausola sembrerebbe essere il presupposto delle considerazioni contenute nel richiamo di attenzione. Cfr. G. BALLERINI, cit., 754.

⁶⁵ Un primo rilievo, da questo punto di vista, sembrerebbe attestarsi proprio sul carattere non omogeneo dei richiami di attenzione formulati dalla Consob. Pur nello spirito di flessibilità che caratterizza lo strumento del “richiamo di attenzione”, si rileva che alcune delle osservazioni ivi formulate, ad esempio, sembrerebbero indicare specifiche raccomandazioni per le società, mentre in altri casi si limiterebbero a riportare le prassi già adottate, senza indicare se la Consob abbia un'aspettativa di adeguamento in tal senso. Sembrerebbe pertanto auspicabile che talune di queste previsioni vengano riformulate, per meglio chiarire l'intento dell'Autorità. Sul punto, cfr. ASSONIME, *Risposta alla consultazione*, cit., 2; e COMI, *Parere*, cit., 5.

⁶⁶ CONSOB, *Richiamo di attenzione*, cit., par. 2.3. lett. a).

solco dei principi e delle *best practices* individuati dal Codice di Corporate Governance, si richiama l'importanza del supporto del comitato nomine, composto in maggioranza da indipendenti, nelle varie fasi di composizione della lista del CdA⁶⁷.

Se tale considerazione risulta pienamente condivisibile, non poche perplessità si rilevano, invece, in merito alle eventualità che le attribuzioni del comitato nomine con riferimento alla lista del CdA possano essere devolute a un comitato costituito *ad hoc* o ad un comitato nomine a “composizione modificata”, qualora vi siano potenziali conflitti di interesse in capo ai membri del comitato stesso.

In proposito, se al CdA è certamente consentito – laddove ne ricorrano i presupposti e con il consenso degli interessati – istituire comitati in forma ristretta al fine di supportare l'organo gestorio nello svolgimento di determinate attività, tale facoltà non può essere esercitata fino al punto di escludere in maniera sostanziale uno o alcuni membri dallo svolgimento di funzioni affidategli in ragione della carica conferita.

Di conseguenza, appare opportuno che ai membri del comitato nomine sia consentito di partecipare ai lavori del comitato per il più ampio numero di fasi, fino al momento in cui non si concretizzino oggettivi conflitti di interesse o inequivocabili ragioni di opportunità a tutela dell'interesse sociale (ad esempio, qualora il membro del consiglio di amministrazione dichiari di partecipare a una lista concorrente)⁶⁸.

Del pari, non sembra convincente il suggerimento di affidare il coordinamento dell'intero processo di composizione della lista del consiglio a un altro amministratore indipendente, diverso dal presidente

⁶⁷ E ciò, in particolare, anche mediante l'espressione, da parte del comitato nomine, di specifiche raccomandazioni sui profili professionali necessari al conseguimento della ottimale composizione del consiglio e mediante una effettiva valutazione delle candidature proposte. Cfr., CONSOB, *Richiamo di attenzione*, cit., par. 2.3. lett. b)

⁶⁸ In particolare, con riferimento alla possibilità di coinvolgere un comitato diverso dal comitato nomine nel processo di formazione della lista del CdA, si rileva come tale trasferimento di competenze non risulti opportuno rispetto alle esigenze di unitarietà e integrità del relativo processo, ferma restando l'eventualità che il consiglio “rimoduli” la composizione del comitato nomine qualora, in presenza di particolari circostanze, possa risultare scalfita l'indipendenza di taluni dei suoi componenti. Cfr. COMI, *Parere*, cit., 3

del *board* (quale il presidente del comitato nomine o il *lead independent director*), qualora quest'ultimo non si qualifichi come amministratore indipendente⁶⁹.

Quanto ai rapporti di collegamento tra la lista del consiglio e altre liste presentate dagli azionisti – in particolar modo nell'ipotesi in cui alcuni di essi siano al contempo amministratori dell'emittente – il richiamo di attenzione distingue a seconda che il coinvolgimento di tali soggetti sia circoscritto alle fasi propedeutiche alla presentazione della lista ovvero si estenda anche alla concreta individuazione dei nominativi dei candidati da proporre⁷⁰.

Nella fattispecie, la partecipazione alla prima soltanto di tali fasi (*i.e.*, autovalutazione del *board* e formulazione dell'orientamento sulla composizione quali-quantitativa ottimale dell'organo) non solleverebbe particolari criticità, in quanto rientrante nell'alveo delle attività individuate dal Codice di Corporate Governance come funzionali alla determinazione della ottimale composizione dell'organo amministrativo.

Al contrario, sarebbe maggiormente problematico il coinvolgimento dei predetti amministratori nella scelta dei propri successori. In tali ipotesi, infatti, sarebbe più agevole presumere che la terzietà della lista del consiglio sia “viziata” da rapporti di collegamento con il socio-amministratore; situazione, quest'ultima, che verrebbe a ripetersi in forma ancor più intensa nel caso in cui lo stesso socio-amministratore (o l'esponente aziendale del gruppo a questo facente capo) risulti

⁶⁹ In proposito, si rileva come il compito di curare e coordinare i processi di formazione della lista rientri nell'ambito dei generali doveri di coordinamento delle attività endoconsiliari attribuiti dall'ordinamento al presidente medesimo, sicché non risulterebbe opportuno che tali compiti vengano devoluti ad altri amministratori, seppur indipendenti, o al LID. Cfr. COMI, *Parere*, cit., 3, ASSONIME, *Risposta alla consultazione*, cit., 4. Sul punto, si richiamano anche le considerazioni di A. PERRONE – P.M. SANFILIPPO, *La lista presentata dal consiglio di amministrazione nelle società a proprietà concentrata*, cit., 16 ss.

⁷⁰ Si tratterebbe, in particolare, di tutte «quelle attività che portano all'individuazione dei singoli candidati da includere in una rosa ampia o ristretta, ed eventualmente alle attività immediatamente precedenti di individuazione dei criteri di selezione specifici dei candidati, criteri questi ultimi che, a differenza degli orientamenti ai soci, non qualificano solo caratteristiche “astratte” delle professionalità richieste ma ne delineano i concreti criteri di selezione, potendo di fatto condizionare la scelta dei singoli candidati». CONSOB, *Richiamo di attenzione*, cit., par. 2.3, lett. e).

incluso nella lista del consiglio, a nulla rilevando la partecipazione o meno del medesimo al processo di composizione e approvazione della lista⁷¹.

Anche a tal riguardo, tuttavia, la posizione dell’Autorità non risulta del tutto convincente. Come ampiamente detto in precedenza, alla luce delle carenze del quadro normativo e regolamentare in materia, il sindacato sulla sussistenza di rapporti di collegamento tra la lista del CdA e le liste presentate dai soci non potrà prescindere da una valutazione effettuata caso per caso, cui mal si attaglia la presunzione di un collegamento basata sull’elemento “formale” della partecipazione o meno alle diverse fasi del procedimento di composizione della lista e individuazione dei candidati⁷².

Appare coerente con le opinioni della dottrina, invece, il richiamo alla disciplina dell’art. 2391 c.c. in merito al comportamento degli amministratori portatori di un interesse alla rielezione nel contesto della votazione, nel senso di imporre un obbligo di *disclosure* in capo a questi ultimi e un obbligo di motivazione rafforzata in capo all’intero consiglio circa l’approvazione della lista⁷³.

Diversamente, il richiamo di attenzione non fornisce significativi chiarimenti in merito al rapporto tra la presentazione di una lista del consiglio uscente e l’azione di concerto. Sulla questione, infatti, l’Autorità si limita a sottolineare l’importanza di garantire la trasparenza e la appropriata documentazione delle attività di dialogo tra azionisti e amministratori; precisando come, al fine di garantire il rispetto delle norme in tema di OPA obbligatoria, risulterebbe opportuno che tale consultazione si limiti soltanto all’individuazione dei criteri qualitativi e quantitativi per la composizione ottimale del *board*, senza estendersi sino alla scelta dei nominativi dei candidati⁷⁴.

⁷¹ Circostanza che invece potrebbe rilevare, al fine di escludere la sussistenza del collegamento, nel caso in cui il socio-amministratore che non figuri tra i candidati presentati nella lista del CdA abbia espresso voto contrario o si sia astenuto, motivandone le ragioni, dalla votazione della lista, e a condizione che questi non abbia indicato alcun nominativo. *Ibidem*.

⁷² In senso conforme, ASSONIME, *Risposta alla consultazione*, cit., 6; e COMI, *Parere*, cit., 5.

⁷³ CONSOB, *Richiamo di attenzione*, cit., par. 2.3, lett. d).

⁷⁴ Opportunità da valutarsi, naturalmente, a seconda delle peculiarità dell’azionariato e della *governance* di ciascun emittente. CONSOB, *Richiamo di attenzione*, cit., par. 2.3, lett. c). Di diversa opinione, tuttavia, il COMI, *Parere*, cit.,

In parallelo all'intervento della Consob, anche il mondo della politica sembra muovere i primi passi verso una regolamentazione del fenomeno. Sul finire dello scorso anno è infatti stato presentato alla Commissione Finanze del Senato un disegno di legge (S. 2433) avente ad oggetto l'introduzione nel TUF dell'articolo 147-ter.1, destinato a trovare applicazione nelle ipotesi di presentazione di una lista da parte del consiglio uscente⁷⁵.

Si tratta, allo stato attuale, di una riforma in fase embrionale e con tempistiche di attuazione ancora da definire; che non sembra, data la particolare rigidità di talune proposte in essa contenute, suscitare eccessivi entusiasmi da parte della comunità scientifica⁷⁶.

In particolare, non pare del tutto convincente la scelta di escludere a priori la possibilità che dalla lista del consiglio "seconda classificata" siano tratti i nuovi amministratori di minoranza. In tale prospettiva, infatti, il disegno di legge sembrerebbe dettare una presunzione di collegamento tra la lista del consiglio e la lista dei soci di maggioranza; sicchè, in assenza di una eventuale terza lista, la nomina dell'intero *board* rimarrebbe esclusivamente nelle mani di questi ultimi⁷⁷.

Altrettanti dubbi vengono poi sollevati sul limite alla rieleggibilità imposto in capo ai potenziali candidati – i quali non potrebbero essere inclusi nella lista del consiglio qualora abbiano ricoperto l'incarico di

4, ove «nessuna regola o ragione sistematica impedisce che le discussioni, scambi e valutazioni riguardino specifici nominativi; sia e forse soprattutto perché spesso, nella realtà, proprio quei criteri quali-quantitativi si possono concretamente apprezzare e soppesare solo in relazione a profili individuali».

⁷⁵ Per una analisi approfondita del testo e delle finalità della proposta di riforma, si rinvia al *dossier* del Servizio Studi del Senato, *Presentazione di liste di candidati da parte dei consigli di amministrazione uscenti delle società quotate*, n. 501, marzo 2022.

⁷⁶ Su tutti, M. STELLA RICHTER Jr., *Tendenze e problemi attuali dell'autonomia statutaria*, in *Riv. not.*, V, 2021, 901 ss., ove si considerano "cervellotiche" le aggiunte e le preclusioni previste dal citato disegno di legge. In senso conforme, cfr. anche A. PERRONE – P.M. SANFILIPPO, cit., 13.

⁷⁷ Così. M. LIVA, *La lista del Cda è una buona idea?* in *Lavoce*, 11 febbraio 2022, ove: «meglio sarebbe demandare alla regolamentazione di Consob un ampliamento sul tema [...]. Per esempio, si potrebbero prevedere nuovi criteri di collegamento, tra cui la presenza di un esponente di un gruppo aziendale di un socio tra i candidati della lista del Cda».

amministratore dell'emittente per sei o più anni consecutivi⁷⁸ – oltre che sul meccanismo di elezione degli stessi, che dovrebbe passare, successivamente al voto assembleare sulla lista, per una ulteriore fase di “conferma” basata sul voto individuale dei singoli candidati⁷⁹.

Da ultimo, risulta piuttosto rigida la scelta di considerare quali parti correlate ai sensi dell'art. 2391-*bis*, in ogni ipotesi di presentazione di una lista del CdA, tutti i soci che detengano una partecipazione pari o superiore allo 0,50% del capitale. Presunzione, quest'ultima, che sembrerebbe fungere da disincentivo all'utilizzo dello strumento in esame⁸⁰.

7. Considerazioni conclusive

A conclusione del percorso ricostruttivo tracciato nelle pagine che precedono, è possibile affermare come il dibattito intorno alla lista del consiglio uscente, pur superato ogni dubbio circa l'ammissibilità dell'istituto nel nostro ordinamento, sembri tuttavia ben lontano dall'essere giunto ad approdi sicuri.

In proposito, nell'analizzare i profili di criticità relativi all'istituto in esame, si è più volte cercato di mettere in luce la difficoltà di individuare delle soluzioni univoche, tali da adattarsi a tutte le ipotesi di presentazione una lista del CdA. E ciò, in particolare, proprio in virtù della endemica diversità che contraddistingue le società quotate italiane; sicché, come di recente affermato in dottrina, «non solo lo stesso assetto non si adatta a tutte (*one size doesn't fit all*), ma non si confà neanche alla maggior parte di esse (*one size doesn't fit most*)»⁸¹.

In un simile scenario, mal si collocano, pertanto, le prese di posizione e le eventuali scelte di carattere legislativo volte a imporre dei rigidi confini all'utilizzo di tale strumento; il quale, per sua stessa

⁷⁸ Limite che, si rileva, non sussiste per i candidati presentati nelle liste dei soci v. M. LIVA, *La lista del Cda è una buona idea?*, cit.

⁷⁹ Secondo una differente opinione, tuttavia, in tale scelta legislativa dovrebbe intravedersi l'intenzione di tutelare la legittima aspettativa dei soci all'elezione dei nuovi amministratori. Cfr. G. MOLLO, *La clausola statutaria*, cit., 533.

⁸⁰ M. LIVA, *La lista del Cda è una buona idea?*, cit.

⁸¹ M. STELLA RICHTER Jr., *Tendenze e problemi attuali dell'autonomia statutaria*, cit., 911.

natura, nasce e si sviluppa negli spazi riservati all'autonomia statutaria⁸².

D'altro canto, il progressivo mutamento degli assetti proprietari del mercato dei capitali e la crescente diffusione del fenomeno, rendono necessario individuare un punto di equilibrio tra le spinte evolutive della prassi e l'adozione di un sistema di regole – o quantomeno di principi cardine – che ne impediscano l'utilizzo per finalità distorsive.

Una valida risorsa, a tal fine, è certamente individuabile nei presidi e nelle *best practices* già individuati dall'autodisciplina, che la stessa Consob ha più volte richiamato nel suo recente intervento, e che appaiono quali validi criteri guida per gli emittenti nel processo di composizione e presentazione della lista del CdA.

Quel che è evidente, in ogni caso, è che la lista del consiglio sia ormai una realtà di non trascurabile rilievo nel panorama della *corporate governance* degli emittenti quotati. In attesa di ulteriori sviluppi, è certamente significativo che l'Autorità di Vigilanza e il legislatore abbiano intrapreso i primi passi per una regolamentazione del fenomeno e per la risoluzione delle numerose questioni ancora da decifrare.

⁸² Il rischio sarebbe, in una prospettiva più generale e non relativa al solo fenomeno della lista del consiglio, quello di «disincentivare definitivamente ogni idea di quotazione e incoraggiare la già ampia tendenza verso le operazioni di *delisting* o di trasferimento all'estero della sede (anche di negoziazione) e di modificazione della *lex societatis* dell'emittente». M. STELLA RICHTER Jr., *Tendenze e problemi attuali dell'autonomia statutaria*, cit., 911.