



L’istituto della lista del c.d.a. uscente², caratteristico dei sistemi anglosassoni, ha la sua ragion d’esser nel mutamento che si è prospettato, nell’ultimo periodo, degli assetti proprietari nel mercato dei capitali italiano³.

Infatti, deve ammettersi come, attualmente, buona parte degli emittenti quotati presenti una compagina societaria molto diluita, anche grazie all’apporto di capitali istituzionali, rispetto a periodi precedenti nei quali le partecipazioni azionarie erano concentrate.

amministrativo sulla base di liste degli amministratori uscenti: brevi note su un recente disegno di legge, in *Riv. soc.*, 2-3, 2022, p. 609 ss.; PERRONE – SANFILIPPO, *La lista presentata dal consiglio di amministrazione nelle società a proprietà concentrata*, in *Rivista di diritto bancario*, 2022, p. 1 ss.; S. CACCHI PESSANI, *Il voto di lista per la nomina degli amministratori nelle società a controllo “fluido”*: *prassi, problemi e prospettive*, in *Riv. Soc.*, 2021, IV, p. 705 ss.; M. VENTORUZZO, *Note sulla lista del consiglio uscente per l’elezione degli amministratori nelle società quotate*, in *Riv. soc.*, V-VI, 2020, p. 1398 ss.; E. PUCCI, *Regole d’composizione e presentazione della lista del consiglio di amministrazione uscente nelle società quotate*, in *Riv. dir. comm.*, I, 2018; N. CIOCCHA, *Il voto di lista nelle società per azioni*, Milano, 2018.

² Negli ultimi tre anni, il caso più conosciuto è senza dubbio quello che riguarda le Assicurazioni Generali s.p.a., dove la lista presentata del c.d.a. uscente è riuscita ad imporsi – con una percentuale del 55,99 % - rispetto alla lista presentata dal socio Caltagirone, la cui lista ha incassato il 41,7 % di preferenze, confermando come CEO (*Chief Executive Officer*) – equivalente del nostro amministratore delegato - il Dott. Philippe Donnet. Ancora di più di recente, anche il consiglio di amministrazione di Banco BPM s.p.a. ha presentato la sua lista per il rinnovo dell’organo.

Occorre segnalare che la clausola della lista del c.d.a. uscente risulta esser presente in un numero molto elevato di statuti societari; in maniera più dettagliata, essa è inserita in 52 statuti, secondo i dati forniti dalla Consob (Commissione Società e Borsa, autorità amministrativa indipendente che si occupa del controllo del mercato e delle società quotate, *ndr*). Secondo le informazioni pervenute dalla stessa Authority, relative alla fine dell’anno 2020, la suddetta clausola è stata utilizzata effettivamente da un numero molto più limitato di casi: infatti, solamente 11 società, sulle 52 previste, hanno fatto effettivo ricorso a tale istituto; tali società sono caratterizzate da un flottante molto elevato, ed anche dall’assenza di assetti proprietari concentrati

³ Cfr. SAGLIOCCA-DE NIRO, *Recenti evoluzioni in tema di lista*, in *Rivista di diritto bancario*, 2022.



2. Il voto di lista

Al fine di potersi addentrare nel cuore del problema della lista del c.d.a., occorre preliminarmente soffermarsi, seppur per grandi linee, all’analisi del voto di lista.

Innanzitutto, nelle società per azioni non quotate, come indicato dall’art. 2383 c.c.⁴, la nomina degli amministratori, in questa tipologia societaria, spetta all’assemblea dei soci, “fatta eccezione per i primi amministratori, i quali sono nominati nell’atto costitutivo *della società stessa*⁵”. Tale decisione, ai sensi del combinato disposto degli

⁴ Per chiarezza espositiva l’art. 2383 c.c. è così formulato: (Nomina e revoca degli amministratori). *“La nomina degli amministratori spetta all’assemblea, fatta eccezione per i primi amministratori, che sono nominati nell’atto costitutivo, salvo il disposto degli articoli 2351, 2449 e 2450. 2. La nomina è in ogni caso preceduta dalla presentazione, da parte dell’interessato, di una dichiarazione circa l’inesistenza, a suo carico, delle cause di ineleggibilità previste dall’articolo 2382 e di interdizioni dall’ufficio di amministratore adottate nei suoi confronti in uno Stato membro dell’Unione europea. 3. Gli amministratori non possono essere nominati per un periodo superiore a tre esercizi, e scadono alla data dell’assemblea convocata per l’approvazione del bilancio relativo all’ultimo esercizio della loro carica. 4. Gli amministratori sono rieleggibili, salvo diversa disposizione dello statuto, e sono revocabili dall’assemblea in qualunque tempo, anche se nominati nell’atto costitutivo, salvo il diritto dell’amministratore al risarcimento dei danni, se la revoca avviene senza giusta causa. 5. Entro trenta giorni dalla notizia della loro nomina gli amministratori devono chiederne l’iscrizione nel registro delle imprese indicando per ciascuno di essi il cognome e il nome, il luogo e la data di nascita, il domicilio e la cittadinanza, nonché a quali tra essi è attribuita la rappresentanza della società, precisando se disgiuntamente o congiuntamente. 6. Le cause di nullità o di annullabilità della nomina degli amministratori che hanno la rappresentanza della società non sono opponibili ai terzi dopo l’adempimento della pubblicità di cui al quarto comma, salvo che la società provi che i terzi ne erano a conoscenza”.*

⁵ Enfasi aggiunta,



artt. 2368, primo comma e art. 2369 c.c., è adottata a maggioranza assoluta del *quorum* costitutivo dell’assemblea.

Sennonché, il discorso muta profondamente nel momento in cui si sposta l’attenzione alle società quotate. Infatti, in tali tipi societari, sin dal 2005, anno in cui è stata emanata la Legge 28 dicembre 2005, n. 262 (c.d. Legge sul risparmio), la quale ha introdotto il voto di lista⁶ e la figura dell’amministratore “di minoranza” all’art. 147 *ter*⁷ del Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, (c.d. TUF), si è consentito che la

⁶ Il tema è vastissimo, e, di conseguenza, la letteratura molto ampia. Ci si limita a ricordare gli studi più recenti, tra cui N. CIOCCA, *Il voto di lista nelle società per azioni*, cit.; M. STELLA RICHTER JR., *Voto di lista per la elezione delle cariche sociali e legittimazione dell’organo amministrativo alla presentazione di candidati*, in *Riv. dir. soc.*, 2007, p. 36 ss.; ID., *Sub art. 147-ter*, in *Il Testo Unico della Finanza*, a cura di M. Fratini-G. Gasparri, II, 2012, Torino, p. 1938 ss.; ID., *Il quadro legislativo italiano in materia di nomina ed elezione del consiglio: un modello o un’anomalia?*, in *Note e studi Assonime* 11/2016; ID., *Sub art. 147-ter*, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da P. Abbadessa - G.B. Portale, 2016, Milano, p. 4190 ss.; L. A. BIANCHI, *Note in tema di deroghe statutarie ai requisiti per la presentazione e il voto di lista per l’elezione di amministratori di società quotate*, in *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze*, diretto da P. Benazzo-M. Cera- S. patriarca, 2011, Torino, p. 599 ss.; M.L. PASSADOR, *A quindici anni dall’introduzione del voto di lista: profili evolutivi e scenari futuri*, in *Giur. comm.*, I, 2020, p. 1158 ss.; F. BENEDETTO, *Sub. Artt. 147-ter/147-quinqueis*, in *Commentario al T.U.F.*, a cura di F. Vella, 2012, Torino, p. 1558 ss.; ASSONIME, *La disciplina dell’elezione degli organi di amministrazione e di controllo delle società quotate*, Circolare n. 36 del 6 agosto 2009.

⁷ Per una più ampia disamina riguardo la disciplina della nomina degli amministratori, introdotta dalla Legge sul risparmio, ed anche sulle finalità ispiratrici, cfr., a titolo d’esempio e non esaustivo, P. ABBADESSA, *La nuova riforma del diritto societario secondo il testo unificato dei progetti di legge per la tutela del risparmio*, in *Società*, 2005, p. 280 ss.; A. BLANDINI, *Riforma del risparmio e società quotate: voto segreto, voto di lista, e dintorni*, *ivi*, 2006, p. 269 ss.; F. CAPRIGLIONE, *Crisi di sistema ed innovazione normativa: prime riflessioni sulla nuova legge sul risparmio (l. n. 262 del 2005)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, I, 2006, p. 125 ss.

Il testo dell’art. 147 *ter* TUF è il seguente: “*1. Lo statuto prevede che i componenti del consiglio di amministrazione siano eletti sulla base di liste di candidati e determina la quota minima di*



partecipazione richiesta per la presentazione di esse, in misura non superiore a un quarantesimo del capitale sociale o alla diversa misura stabilita dalla Consob con regolamento tenendo conto della capitalizzazione, del flottante e degli assetti proprietari delle società quotate ; per le società cooperative la misura è stabilita dagli statuti anche in deroga all'articolo 135. Le liste indicano quali sono gli amministratori in possesso dei requisiti di indipendenza stabiliti dalla legge e dallo statuto. Lo statuto può prevedere che, ai fini del riparto degli amministratori da eleggere, non si tenga conto delle liste che non hanno conseguito una percentuale di voti almeno pari alla metà di quella richiesta dallo statuto per la presentazione delle stesse. 1-bis. Le liste sono depositate presso l'emittente, anche tramite un mezzo di comunicazione a distanza, nel rispetto degli eventuali requisiti strettamente necessari per l'identificazione dei richiedenti indicati dalla società, entro il venticinquesimo giorno precedente la data dell'assemblea convocata per deliberare sulla nomina dei componenti del consiglio di amministrazione e messe a disposizione del pubblico presso la sede sociale, sul sito Internet e con le altre modalità previste dalla Consob con regolamento almeno ventuno giorni prima della data dell'assemblea. La titolarità della quota minima di partecipazione prevista dal comma 1 è determinata avendo riguardo alle azioni che risultano registrate a favore del socio nel giorno in cui le liste sono depositate presso l'emittente. La relativa certificazione può essere prodotta anche successivamente al deposito purché entro il termine previsto per la pubblicazione delle liste da parte dell'emittente. 1-ter. Lo statuto prevede, inoltre, che il riparto degli amministratori da eleggere sia effettuato in base a un criterio che assicuri l'equilibrio tra i generi. Il genere meno rappresentato deve ottenere almeno due quinti degli amministratori eletti. Tale criterio di riparto si applica per sei mandati consecutivi. Qualora la composizione del consiglio di amministrazione risultante dall'elezione non rispetti il criterio di riparto previsto dal presente comma, la Consob diffida la società interessata affinché si adegui a tale criterio entro il termine massimo di quattro mesi dalla diffida. In caso di inottemperanza alla diffida, la Consob applica una sanzione amministrativa pecuniaria da euro 100.000 a euro 1.000.000, secondo criteri e modalità stabiliti con proprio regolamento e fissa un nuovo termine di tre mesi ad adempiere. In caso di ulteriore inottemperanza rispetto a tale nuova diffida, i componenti eletti decadono dalla carica. Lo statuto provvede a disciplinare le modalità di formazione delle liste ed i casi di sostituzione in corso di mandato al fine di garantire il rispetto del criterio di riparto previsto dal presente comma. La Consob statuisce in ordine alla violazione, all'applicazione ed al rispetto delle disposizioni in materia di quota di genere, anche con riferimento alla fase istruttoria e alle procedure da adottare, in base a proprio regolamento da adottare entro sei mesi dalla data di entrata in vigore delle disposizioni recate dal presente comma. Le disposizioni del presente comma si applicano anche alle società organizzate secondo il sistema monistico. 2. [Per le elezioni alle cariche sociali le votazioni



composizione degli organi amministrativi e di controllo delle suddette società non fosse solamente determinata da parte degli azionisti di maggioranza, al contrario facilitando l'elezione di candidati che venissero espressi da soci di minoranza⁸. Ad esempio, osservando pratiche oltreoceano negli Stati Uniti, laddove in presenza di un azionariato diffuso, tradizionalmente, il punto centrale è la possibile tensione tra gli amministratori (esecutivi), da un lato, e soci, dall'altro, e dove il consiglio uscente – nello specifico, il CEO – ha spesso un ruolo decisivo nel rinnovo delle cariche della società, negli ultimi anni si sono fatte avanti, anche a livello federale, delle regole volte a semplificare e rendere meno onerosa/gravosa la presentazione di candidati alternativi individuati direttamente dai soci (c.d. *proxy access*)⁹, i quali hanno affiancato la

devono sempre svolgersi con scrutinio segreto]. 3. Salvo quanto previsto dall'articolo 2409 septiesdecies del codice civile, almeno uno dei componenti del consiglio di amministrazione è espresso dalla lista di minoranza che abbia ottenuto il maggior numero di voti e non sia collegata in alcun modo, neppure indirettamente, con i soci che hanno presentato o votato la lista risultata prima per numero di voti. Nelle società organizzate secondo il sistema monistico, il componente espresso dalla lista di minoranza deve essere in possesso dei requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza determinati ai sensi dell'articolo 148, commi 3 e 4. Il difetto dei requisiti determina la decadenza dalla carica. 4. In aggiunta a quanto disposto dal comma 3, almeno uno dei componenti del consiglio di amministrazione, ovvero due se il consiglio di amministrazione sia composto da più di sette componenti, devono possedere i requisiti di indipendenza stabiliti per i sindaci dall'articolo 148, comma 3, nonché, se lo statuto lo prevede, gli ulteriori requisiti previsti da codici di comportamento redatti da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria. Il presente comma non si applica al consiglio di amministrazione delle società organizzate secondo il sistema monistico, per le quali rimane fermo il disposto dell'articolo 2409 septiesdecies, secondo comma, del codice civile. L'amministratore indipendente che, successivamente alla nomina, perda i requisiti di indipendenza deve darne immediata comunicazione al consiglio di amministrazione e, in ogni caso, decade dalla carica”.

⁸ Cfr. M. VENTORUZZO, *Note sulla lista del consiglio di amministrazione*, cit., p. 1398 ss.

⁹ Cfr. M. VENTORUZZO, *Empowering Shareholders' in Directors Elections: A Revolution in the Making*, in *Eu. Comp. and Fin L. Rev.*, 2011, p. 105 ss., in particolare per discutere sul ruolo preponderante tradizionalmente rivestito dai vertici aziendali, nelle società quotate statunitensi, nel determinare la composizione del consiglio. Cfr. sul tema anche M. KAHAN-E. ROCK, *The Insignificance*



raccolta di deleghe in aperto contrasto con il *management* dell'emittente (*proxy fights*)¹⁰. In modo semplicistico, in altri ordinamenti (tra i quali spiccano Regno Unito ed Israele), si è scelto di percorrere la strada di consentire alla minoranza societaria di esprimere un voto, oppure è stata richiesta una loro adesione alla nomina di alcuni componenti del *board*¹¹. Seppur su un piano diverso, anche la cogestione che caratterizza il diritto societario tedesco e di altri Paesi europei, assegnando una rappresentanza a soggetti scelti dai lavoratori, è da ricondurre alla volontà di un consiglio che è espressione di interessi e prospettive assai diversificate tra loro¹². Oltremodo, così si diversifica anche la provenienza dei consiglieri, nonché di rafforzare i presidi di governance e l'attività di monitoraggio (c.d. *monitoring*) dell'organo amministrativo¹³. Dunque, il Legislatore del 2005 dovette confrontarsi con

of Proxy Access, in *Va. L. Re.*, 2011, p. 1347 ss.; J. G. SHULMAN, *Private Ordering of Proxy Access: What Are Fix-it Proposals Actually Fixing*, in *Rutgers Bus L. Rev.*, 2019, p. 1 ss. In tema di sviluppi sul *proxy access* in questo ordinamento, e una ricognizione empirica della prassi, cfr. SIDLEY AUSTIN LLP, *Proxy Access: A Five Year Review*, disponibile al seguente indirizzo *internet*: <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/02/04/proxy-access-a-five-year-review>.

¹⁰ Cfr. *Proxy Fights in Numbers*, in Aa. Vv., *Proxy Fights 2020*, p. 10 ss.

¹¹ Cfr. L.A. BECHUK – A. HAMDANI, *Independent directors and Controlling Shareholders*, in *U. Pa. L. Rev.*, 2017, p. 1271 ss., spec. p. 1291 ss.; cfr. anche I. FIEGENBAUM – A.N. LICHT, *Corporate Law, of Israel*, in *The Israeli Legal System*, a cura di C. Walter et al., Baden- Baden, 2019, p. 155 ss.

¹² Cfr., per una discussione in lingua inglese, sul modello di codeterminazione tedesco, O. SANDROCK, *German and International Perspectives of the German Model of Codetermination*, in *Eur. Bus. L. Rev.*, 2015, p. 129 ss. Riguardo le origini storiche cfr. E. F. BEAL, *Origins of Codetermination*, in *Indus. & Lab. Rel. Rev.*, 1955, p. 483 ss.

¹³ Per ciò che concerne la funzione di monitoring cfr. F. BENEDETTO, *Sub artt. 147-ter/147.quinquies*, cit., p. 1558 ss. Riguardo la circostanza che la funzione del voto di lista non sia quella esclusiva di tutelare le minoranze cfr. N. CIOCCA, *Il voto di lista nelle società per azioni*, cit., p. 69 ss. Più in generale, riguardo una ricognizione degli interessi rilevanti perseguiti o tutelati a diversi livelli dalle norme dettate in tema di composizione del board, cfr. F. GHEZZI – M. M. EREDE, *La composizione del consiglio di amministrazione nelle società quotate*, in *regole del mercato e mercato delle regole. Il*



un mercato caratterizzato ancora da una concentrazione significativa di assetti proprietari, tant'è che in quegli anni le società controllate di diritto o di fatto dai singoli soci, o anche tramite patti di sindacato, rappresentavano una soglia quasi dell'80 per cento della capitalizzazione della Borsa di allora¹⁴; sebbene non siano mancate delle critiche soprattutto in dottrina¹⁵.

Giova sottolineare come già dal 1994 il Legislatore dovette occuparsi, tramite la Legge n. 474 del 1994 (c.d. Legge delle privatizzazioni)¹⁶, di disciplinare e risolvere il problema di *agency*, cioè dei rapporti verticali tra soci ed amministratori¹⁷; infatti, tale problema può presentarsi qualora la proprietà azionaria sia frazionata, e non vi siano dei soci strategici che siano in grado di controllare, pure di concerto, la società. Di conseguenza, si rileva l'influenza che gli amministratori in carica possono esercitare sulla selezione dei loro successori. Il voto di lista diviene perciò uno strumento che facilita la partecipazione dei soci alla nomina del consiglio di amministrazione, in

diritto societario e il ruolo del legislatore, a cura di Carcano-Mosca- S. Ventoruzzo, 2016, Milano, p. 386 ss.

¹⁴ Il dato si evince dalla relazione per l'anno 2005 di Consob, scaricabile e consultabile dal sito della stessa. In particolare, a p. 135 (cfr. spec. fig. 21, appendice, tav. A7) in quell'anno le società quotate italiane non soggette al controllo di alcun azionista o gruppi rappresentavano meno del 30 per cento del totale, e avevano un peso ancora più inferiore se rapportate al totale della capitalizzazione di borsa

¹⁵ Cfr. specificatamente M. STELLA RICHTER JR. – F. FERNARDI, *The Evolving Role of the Board: board nomination and the Management of Dissenting Opinions*, in *The Italian Law Journal*, 2018, p. 612 ss., dove “*as a matter of fact, the slate voting mechanism was originally designed for companies controlled by a single shareholder or a group of shareholders*”.

¹⁶ Cfr. l'art. 4, primo comma, del Decreto Legge, 31 maggio 1994, n. 332, appunto poi convertito nella Legge 30 luglio 1994, n. 474, secondo il quale “le liste potranno essere presentate dagli amministratori uscenti, o da soci, che rappresentano almeno l'1 per cento delle azioni aventi diritto di voto nell'assemblea ordinaria [...].”

¹⁷ Cfr. 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 *Quaderno giuridico CONSOB* n. 1/2012, disponibile sul sito internet della Commissione.



modo tale da assicurare agli azionisti la concreta possibilità di nominare – almeno – un amministratore, anche qualora il consiglio uscente riesca a far confluire una maggioranza tale da permettergli l’elezione delle proprie candidature, facendo leva sulla sua posizione e sull’accesso di risorse¹⁸. Più nel dettaglio, il Legislatore del '94 obbligò le società in procinto di esser privatizzare, soprattutto quelle operanti in settori c.d. strategici – a titolo di esempio, possono ricordarsi difesa, energia, trasporti, comunicazioni – ed anche a quelle bancarie-assicurative, di inserire nello statuto societario la nomina del consiglio di amministrazione e del collegio sindacale¹⁹, mediante il voto di lista, così riservando alle liste di minoranza almeno un quinto dei consiglieri e dei sindaci. Si deve rammentare che l’art. 3, della Legge sulle privatizzazioni, si applicava solo alle società che avessero introdotto, in statuto, come limite del possesso azionario il limite nella misura massima del cinque per cento; perciò solo quelle società per le quali Stato ed altri enti pubblici avessero scelto, come modalità di privatizzazione, la creazione di un assetto azionario frazionato, e caratterizzato dai cosiddetti “noccioli duri”, i quali erano volti a garantire, perlomeno

¹⁸ Cfr. S. CACCHI PISANI, *Il voto di lista per la nomina degli amministratori nelle società a controllo “fluido”*: *prassi, problemi e prospettive*, cit., p. 708 ss.

¹⁹ Nel cosiddetto sistema tradizionale, il quale prevede appunto a) l’assemblea quale organo che esprime la volontà della società stessa; b) il consiglio di amministrazione come organo di gestione societario, o meglio dell’impresa; c) il collegio sindacale, quale organo di controllo, al quale spetta la vigilanza circa l’osservanza della legge e dello statuto.

Con la riforma del diritto societario, introdotta dal Decreto Legislativo 17 gennaio 2003, n. 6, sono stati aggiunti altri due diversi sistemi di governo societario. Uno, il modello c.d. “dualistico” (artt. 2409-*octies* e successivi c.c.), di ispirazione germanica, che prevede due organi: a) consiglio di gestione, per l’organizzazione di impresa; b) consiglio di sorveglianza, che ha una più ampia funzione, non svolgendo solo quella di controllo. L’ultimo modello, di ispirazione anglosassone, è il c.d. modello “monistico” (artt. 2409-*sexiesdecies* e successivi ss. c.c.), il quale prevede la presenza del solo consiglio di amministrazione; le funzioni di controllo, in questo tipo di sistema di governo societario, sono affidate al comitato per il controllo sulla gestione, un organo eletto all’interno del consiglio di amministrazione stesso.