



Milano, 3/12/2024

Spett. C O N S O B  
Divisione Strategie Regolamentari  
Via G. B. Martini, n. 3  
00198 ROMA

**Oggetto: Risposta alla consultazione sul tema “DISPOSIZIONI ATTUATIVE DELL’ART. 147-TER.1 DEL DECRETO LEGISLATIVO 24 FEBBRAIO 1998 N. 58 IN MATERIA DI LISTA DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE”**

Nel ringraziare la Commissione per l’opportunità offerta, i sottoscritti intendono sottoporre alcune riflessioni in merito al documento posto in consultazione.

Le riflessioni che seguono vertono essenzialmente sulle tematiche oggetto delle prime due domande formulate nel Documento di Consultazione:

- a) Il coordinamento tra norme in materia di collegamento tra liste e votazione sui singoli candidati della lista del CdA;
- b) Il possibile intervento regolamentare per precisare che un sistema proporzionale puro può essere adottato in via statutaria.

**DOMANDA 1. Alla luce di quanto sopra evidenziato, si ritiene utile la definizione di specifiche disposizioni regolamentari di coordinamento tra le norme in materia di collegamento tra liste di candidati e la votazione sui singoli candidati della lista del CdA, nonché con gli altri principi generali in materia di nomina del consiglio di amministrazione.**

L’art. 147-ter del TUF prevede da tempo l’obbligo per gli emittenti quotati di inserire in statuto previsioni atte a far sì che “*i componenti del consiglio di amministrazione siano eletti sulla base di liste di candidati*”. Ciò ha dato luogo a una varietà di “leggi elettorali” per la nomina del CdA – i cui dettagli sono stati definiti dalle singole società seguendo l’autonomia statutaria loro concessa dal legislatore. In pratica, si riscontra un’ampia diffusione di sistemi connotabili come maggioritari (in cui alla lista risultata prima per numero di voti spetta una maggioranza predefinita di posti in consiglio) e qualche caso di sistema proporzionale (in cui i posti sono ripartiti tra le varie liste in proporzione ai voti raccolti da ciascuna). Si riscontra, altresì, la



compresenza di liste presentate da soci e, in una minoranza di casi, dal CdA uscente. Ciò che mai cambia – coerentemente con il dettato dell’art. 147-ter – è il fatto che il voto avviene per liste ed è stato, finora, a turno unico, con prevalente ricorso – per il riparto dei posti tra i singoli candidati – al metodo dei quozienti.

Il nuovo art. 147-ter.1 del TUF impone, nel solo caso in cui la lista presentata dal CdA risulti “*quella che ha ottenuto il maggior numero di voti*”, un meccanismo elettorale a doppio turno. Dopo la ripartizione dei seggi tra le liste, i candidati della sola lista del CdA sono soggetti a “*un’ulteriore votazione individuale*” (un voto referendario sì/no) e risulteranno eletti “*i candidati i candidati che abbiano ottenuto i maggiori suffragi in ragione dei posti da assegnare*”.

La prima considerazione in proposito riguarda il fatto che il principio generale del voto per liste non è messo in dubbio dalla norma in oggetto: essa si limita a dettare regole per il riparto dei seggi tra liste nel caso in cui la lista del CdA risulta prima per numero di voti mentre, laddove la lista del CdA non arrivi prima – caso non puramente teorico<sup>1</sup> – restano in vigore le regole generali, come precisate in statuto. L’art. 147-ter.1 del TUF prevede talvolta conseguenze precise; in altri casi fissa limiti non oltrepassabili (come nel caso del *floor* al 20% dei seggi, anche nel caso in cui una lista presentata da soci consegua un numero di voti inferiore a tale soglia). L’autonomia statutaria, entro i limiti posti, resta libera di esplicare i propri effetti.

Le regole applicative definite da Consob in esecuzione del mandato affidatole dall’art. 12 della legge Capitali dovrebbero pertanto muoversi nell’ambito del sistema generale di voto per liste previsto dal TUF, come integrato dalla norma in oggetto.

La seconda considerazione in proposito riguarda il fatto che, all’interno di un sistema di voto per liste, l’art. 147-ter.1 impone, nel solo caso in cui la lista del CdA risulti prima per numero di voti, un sistema a doppio turno. L’elezione dei candidati presentati nella lista del CdA richiede non solo una prima votazione per liste ma anche una seconda votazione sui singoli.

Il processo è tuttavia da intendersi come logicamente unitario poiché l’assoggettamento dei singoli candidati al secondo turno è noto fin dal principio e necessariamente retroagisce:

- a) Sulle decisioni del CdA sulla composizione delle liste. La lista “superlunga” (N.candidati = N.posti in lizza x 4/3) presentata dal CdA sarà infatti composta strategicamente in modo da attrarre voti al primo turno e da attirare voti su singoli candidati al secondo turno.
- b) Sulle decisioni dei soci di votare per l’una o per l’altra lista. Infatti, essi sanno dal principio che la scelta di voto al primo turno può legittimare a partecipare anche al secondo voto sui singoli candidati della lista del CdA; ciò influisce sull’incentivazione a votare al primo turno l’una o l’altra lista. E sulla capacità di minoranze rilevanti di soci di bocciare singoli candidati al secondo turno. La rilevanza di tale tema risulta evidente nel nostro lavoro<sup>2</sup>, citato nel Documento di Consultazione, che ci permettiamo di richiamare.

---

<sup>1</sup> Cfr. Belcredi – Bozzi (2024) *Lista del CdA e legge Capitali: un’analisi quantitativa*, disponibile al sito: <https://centridiricerca.unicatt.it/fin-gov-centro-di-ricerca-sulla-corporate-governance-fin-gov-pubblicazioni#content>.

<sup>2</sup> *Ibidem*: “I casi in cui gli investitori istituzionali avrebbero un peso sufficiente a far cadere uno (o più) dei primi candidati in lista salgono da 7 (...) a 11 (su 16). In parallelo, la percentuale di investitori



Pertanto, da un punto di vista logico prima che giuridico, la norma in oggetto detta per l'elezione dei candidati tratti dalla lista del CdA un sistema a doppio turno, che deve essere considerato e valutato unitariamente. Considerare i due turni come votazioni slegate l'una dall'altra non avrebbe senso logico e cozzerebbe contro la realtà dei fatti.

Va inoltre osservato che il comportamento strategico necessariamente tenuto dai soci al secondo turno aumenta il rischio di creazione di collegamenti di fatto tra candidati e soci che non hanno presentato ma hanno votato la lista del CdA. Le liste del CdA sono presentate esclusivamente presso *public* o *quasi-public companies*. In tali casi non esiste una maggioranza azionaria preconstituita e l'esito della votazione può essere imprevedibile, sia al primo che al secondo turno.

In simili condizioni, un candidato presentato nella lista del CdA non può essere considerato – per definizione – “non collegato” ai soci che lo hanno votato al secondo turno. La situazione è molto diversa rispetto al caso “a turno unico” in cui siano in competizione due (o più) liste presentate da soci e in cui è chiara la riferibilità dei singoli candidati ai diversi soci presentatori. Nel caso della lista del CdA, i candidati possono essere votati al secondo turno da più soci: aprire la possibilità di votare per questo o quel candidato del CdA a soci che hanno presentato o votato un'altra lista al primo turno apre la strada a potenziali “collegamenti” tra singoli candidati e soci che abbiano contribuito in modo decisivo alla loro elezione, anche se i candidati erano stati presentati originariamente dal CdA<sup>3</sup>. Tra l'altro, tali legami sarebbero difficili da accertare in pratica, anche seguendo le linee-guida formulate dalla Commissione nel Richiamo di attenzione n.1/2022. Insomma, l'intero ambito dei possibili collegamenti tra consiglieri e soci che hanno presentato o votato la lista (ma anche i singoli candidati) merita di essere riconsiderato da capo in un sistema a doppio turno.

Tali considerazioni hanno chiare implicazioni per il primo quesito formulato dalla Commissione, la risposta al quale è evidentemente positiva.

La definizione di specifiche disposizioni regolamentari di coordinamento tra le norme in materia di collegamento tra liste di candidati e la votazione sui singoli candidati della lista del CdA è non solo opportuna ma necessaria, perché il sistema a doppio turno è una novità assoluta, che crea problemi nuovi e necessita di una guida applicativa che ne definisca compiutamente il funzionamento (cosa che la legge Capitali non ha fatto).

Sempre per la stessa ragione è opportuna la definizione di norme di coordinamento anche con gli altri principi generali in materia di nomina del consiglio di amministrazione. In particolare, appare opportuno osservare che l'intero sistema è costruito su votazioni per liste, che la legge Capitali non ha scardinato tale sistema, che il sistema a doppio turno non può logicamente essere spezzato in due votazioni indipendenti, che la normativa applicativa deve mantenere il doppio turno nell'alveo dei principi generali in materia di nomina del CdA e che la normativa sul collegamento tra liste e soci deve applicarsi anche al sistema a doppio turno nella sua interezza.

---

*istituzionali che deve assumere una posizione critica per far cadere un candidato scende nettamente dal 67% al 55% in media”.*

<sup>3</sup> Si ricorda infatti che, nel sistema prefigurato, è perfettamente logico e normale che alcuni candidati presentati nella lista superlunga del CdA siano “abbandonati” dagli azionisti che hanno sostenuto la lista al primo turno. L'elezione – al secondo turno – di candidati abbandonati da tali azionisti e con i voti decisivi di altri soci può facilmente creare un legame più forte coi secondi che con i primi.



**DOMANDA 2. Nell'ipotesi prevista dall'art. 147-ter.1, comma 3, lett. b) n. 2), in cui le prime due liste di minoranza abbiano raccolto voti in misura superiore al 20%, si ritiene utile un intervento regolamentare per precisare che un sistema proporzionale "puro" può essere adottato in via statutaria?**

Come già sopra indicato, la prassi attuale degli emittenti mostra una prevalenza di sistemi elettorali maggioritari e qualche caso di sistemi proporzionali. Tale realtà non è fondamentalmente toccata dalla legge Capitali: certamente non lo è quando le liste sono presentate solo da soci; mentre, quando si ha presentazione della lista del CdA, i vincoli imposti dalla legge Capitali sono da un lato inderogabili, dall'altro non applicabili in automatico oltre le fattispecie per cui sono previsti, come ricordato opportunamente a p.6 del Documento di Consultazione.

Certamente, si tratta di un campo in cui è opportuno lasciare la massima libertà statutaria alle società quotate, in modo da lasciare spazio alle esigenze e alle preferenze dei soci, quando esse non contrastino con norme imperative.

Ne consegue che un intervento regolamentare in materia appare opportuno, per chiarire che le società possono adottare, se i loro soci lo credono, un sistema proporzionale puro oppure un altro sistema con l'unico vincolo di non confliggere con le norme imperative dettate dalla legge Capitali. La scelta in tal ambito dovrebbe spettare agli statuti e Consob può dare indicazioni che agevolino le società nella scelta per loro più opportuna.

#### **DOMANDE 3-6.**

Si tratta di temi tecnici che, in generale, possono tranquillamente essere lasciati all'autonomia statutaria. Un intervento Consob rischierebbe anzi di creare un ulteriore livello di complessità che non appare desiderabile.

Si confida di avere fornito alla Commissione dati e argomentazioni utili alla miglior calibratura del proprio intervento nella materia oggetto di consultazione.

Massimo Belcredi

Stefano Bozzi