



Milano, 29/01/2025

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

**Oggetto: Risposta alla seconda 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” del 19 dicembre 2024.**

## 1. Premessa

È anzitutto opportuno ringraziare la Commissione per lo sforzo interpretativo esercitato nei confronti di un testo di legge che, come già in altre sedi osservato, è in molti punti oscuro e suscettibile di letture diverse. Tale sforzo interpretativo è di grande aiuto agli emittenti e al mercato per poter dare un contenuto concreto a varie disposizioni legislative, rendendole concretamente applicabili.

È opportuno ricordare che la scarsa chiarezza di alcuni aspetti-chiave della normativa (tra gli altri, i criteri di riparto dei seggi in CdA e la legittimazione a partecipare al voto sui singoli candidati) era nota fin dalla sua approvazione in parlamento, tanto che la Camera dei Deputati aveva contestualmente approvato un ordine del giorno che impegnava il governo a valutare l’opportunità di fornire chiarimenti “*garantendo la coerenza delle previsioni normative con gli standard internazionali e, comunque, garantendo una normazione adeguata ad aumentare la competitività del mercato nazionale dei capitali e ad aumentare l’attrazione degli investimenti*”.

In tale cornice l’intervento della Consob è – si ribadisce – meritorio e anzi necessario. Esso costituisce, infatti, l’unica via per evitare che il testo di legge resti lettera morta, finendo per bloccare la presentazione di liste del CdA – esito assolutamente incoerente con la dichiarata volontà del legislatore di **regolamentare, non sopprimere tale fenomeno** – a causa delle insormontabili incertezze che altrimenti avrebbero gravato sulla sua applicazione concreta.

Nel ringraziare quindi la Commissione per l’intervento e per l’opportunità nuovamente offerta di commentarlo, i sottoscritti intendono sottoporre alcune riflessioni in merito al



documento posto in consultazione il giorno 19/12/2024. Esse si appuntano su due punti di rilievo, relativi alla bozza di art.144-*quater*.1 del Regolamento Emittenti, e in particolare:

- a) Il co. 2, lett. b), avente a oggetto il criterio di riparto dei seggi in CdA allorché la lista presentata dal CdA uscente sia risultata maggioritaria e le altre liste presentate da soci abbiano conseguito suffragi superiori al 20% dei voti espressi
- b) Il co.3, che individua i soci legittimati a partecipare alla votazione individuale su ciascun candidato presente nella lista del CdA.

## 2. Il riparto dei seggi quando la lista del CdA è maggioritaria e quelle dei soci hanno ottenuto più del 20% dei voti

Per comodità di riferimento riportiamo di seguito la proposta oggetto di commento:

**“Qualora la lista del consiglio di amministrazione uscente risulti quella che ha ottenuto il maggior numero di voti rispetto alle altre liste presentate, nell’applicazione delle modalità di elezione dei componenti del consiglio di amministrazione previste dall’art.147-*ter*.1 comma 3 del TUF si procede come segue:**

(...)

**b) nel caso previsto dall’articolo 147-*ter*.1 comma 3, lettera b), n.2, la ripartizione dei posti in consiglio fra tutte le liste avviene in misura proporzionale ai voti conseguiti da ciascuna lista che abbia conseguito una percentuale di voti non inferiore al tre per cento, fermo restando che la maggioranza degli amministratori da eleggere è tratta dalla lista del consiglio di amministrazione. Gli statuti possono derogare a quanto previsto nel periodo precedente ovvero stabilire criteri di assegnazione proporzionale dei posti in consiglio di competenza delle minoranze in misura comunque superiore alla percentuale prevista dall’articolo 147-*ter*.1, comma 3, lettera b), n.1.”**

In sostanza, la proposta definisce un regime di *default*, da applicarsi in assenza di diversa scelta statutaria, che prevede:

- **il riparto proporzionale dei seggi tra tutte le liste che hanno conseguito voti >3%,**
- **fermo restando che la lista del CdA (risultata prima per numero di voti, poiché la norma è applicativa dell’art.147-*ter*.1 comma 3 lettera b) del TUF) deve esprimere almeno la maggioranza (metà +1) dei consiglieri.**

I commenti sul punto riguardano due aspetti del *wording* utilizzato nella proposta di articolato: i riferimenti a “tutte le liste” e alla “maggioranza degli amministratori da eleggere”. Per linearità di trattazione, appare opportuno affrontare prima il secondo punto.

### 2.1.“La maggioranza degli amministratori da eleggere”



Il testo parla genericamente di maggioranza degli amministratori da eleggere. A tale proposito appare opportuna l'aggiunta dell'avverbio "almeno", al fine di eliminare ogni dubbio circa la corretta lettura della disposizione.

È, infatti, in astratto prospettabile una lettura alternativa secondo cui alla lista del CdA maggioritaria spetterebbe sempre il 50% dei seggi + 1. Tale lettura darebbe luogo peraltro a esiti assurdi e del tutto incoerenti col sistema. Si pensi al caso in cui la lista del CdA ottenga l'80% dei voti (-1) in assemblea e una lista presentata da soci ottenga il 20% (+1) dei voti: secondo la lettura alternativa qui esaminata, la lista del CdA esprimerebbe solo il 50% dei seggi + 1 mentre alla lista alternativa spetterebbe il 50% dei seggi - 1. Oltre a generare problemi di governabilità ciò garantirebbe un robustissimo "premio di minoranza" alle liste dei soci, senza alcuna ragione e proporzionalità tra voti espressi e rappresentanza in consiglio.

La lettura corretta è quindi che alla lista maggioritaria del CdA spetta "almeno" la maggioranza dei seggi. Di conseguenza, la disposizione è destinata ad essere applicata solo nei casi in cui tale lista sia risultata la più votata ma abbia conseguito meno del 50% dei voti in assemblea (il 50% dei seggi + 1 è quindi un *floor*). Questa lettura è senz'altro condivisibile.

Il sistema proporzionale "temperato" dalla garanzia di maggioranza dei seggi alla lista del CdA arrivata prima è comunque derogabile, nel senso che i soci, per via di previsione statutaria approvata dall'assemblea straordinaria, possono tuttavia:

- 1) stabilire una "legge elettorale" proporzionale pura (senza premi di maggioranza);
- 2) stabilire una "legge elettorale" maggioritaria con numero di seggi riservati alle minoranze diverso, purché "superiore" (forse meglio dire "non inferiore") al *floor* del 20% previsto dall'articolo 147-ter.1, comma 3, lettera b), n.1 del TUF.

## 2.2. "Tutte le liste"

Il primo dei due punti menzionati si riferisce alla ripartizione dei posti in consiglio, che la bozza di articolato prevede avvenga **fra tutte le liste**. Va ribadito, preliminarmente, che la norma primaria non è chiara, per cui un intervento di Consob è assolutamente opportuno e, anzi, necessario.

**Il wording proposto**, però, **non è allineato al testo dell'art. 147-ter.1 co.3 lett.b) del TUF** di cui l'articolo in esame è norma applicativa. L'articolo del TUF citato parla espressamente di **determinazione dei componenti** del consiglio di amministrazione **"di competenza delle minoranze"**. La formulazione della norma primaria non detta il proporzionale puro come norma di *default* per il riparto seggi tra maggioranza e minoranze. Non si tratta di una differenza da poco.

Beninteso, secondo la proposta oggetto di consultazione sarebbe possibile "derogare" statutariamente a tale sistema e istituire, alternativamente, un sistema proporzionale puro (non temperato) o un sistema maggioritario che riservi alle minoranze una quota di seggi in consiglio inferiore (nei limiti del *floor* del 20% di legge). Peraltro, si osserva che la legge ha scelto di non prevedere il proporzionale "esteso" alla lista del CdA come *default*, mentre la bozza di Regolamento richiederebbe – per abbandonare tale sistema



– una delibera dell’assemblea straordinaria. Tale previsione appare una notevole compressione dell’autonomia dei soci, che si ritroverebbero ad avere come regola di *default* un sistema, come si vedrà, non particolarmente gradito.

Questa impostazione è criticabile poiché:

- 1) Introduce un meccanismo di riparto seggi **differente da quello previsto per legge**;
- 2) **È disallineata rispetto alla prassi** prevalente tra le società quotate che – ante legge capitali – hanno adottato statutariamente la lista del CdA. Nella quasi totalità dei casi esse hanno scelto un sistema maggioritario con quote riservate alle minoranze, malgrado il proporzionale puro fosse pacificamente adottabile. Nelle 18 assemblee dell’ultimo quadriennio oggetto del nostro studio<sup>1</sup>, più volte citato da Consob nel primo documento di consultazione:
  - a) una sola società ha adottato il proporzionale puro;
  - b) la lista del CdA è risultata la più votata in tutte le assemblee tranne una;
  - c) ha conseguito la maggioranza assoluta dei voti in tutte le assemblee tranne due;
  - d) la quota di seggi ottenuta dalle liste di minoranza presentate dai soci è stata in media (mediana) pari al 23% (20%);
  - e) la quota di seggi ottenuta dalle liste di minoranza non ha mai superato il 36% del *board* (fatta eccezione per l’unica società che ha adottato il sistema proporzionale, dove la lista di minoranza ha ottenuto il 40% dei seggi).
- 3) **È disallineata rispetto all’esito delle consultazioni** riportato nel secondo documento di consultazione, che qui si richiama brevemente:
  - “*Alcuni rispondenti*” (tra cui 5 esplicitamente nominati) “*hanno ritenuto sufficiente (...) che (...) il criterio di proporzionalità pura possa trovare applicazione solo se adottato esplicitamente in via statutaria*”;
  - “*Altri*” (tra cui 6 esplicitamente nominati) ritengono “*che il criterio di proporzionalità per la ripartizione dei posti in consiglio menzionato nella disposizione debba riguardare solo la quota di consiglieri ‘di competenza delle minoranze, fino a consentire – secondo alcuni – che lo statuto possa determinare ‘in via anticipata e fissa’ il numero di consiglieri da riservare alle liste di minoranza*” – e qui è citato esplicitamente un settimo rispondente.
  - “**Solo due rispondenti** evidenziano anche la fondatezza di una lettura della norma volta a riconoscervi un criterio di **proporzionalità pura quale regola di default**” anche se condividono “*l’ammissibilità, in via statutaria, anche di un criterio di proporzionalità limitata nella prospettiva della governabilità degli emittenti*” (enfasi aggiunte).
  - **La Commissione**, nelle proprie valutazioni, **ha concluso che “meccanismi proporzionali ‘puri’ possano trovare applicazione solo laddove siano espressamente adottati dall’autonomia statutaria”**.

La soluzione proposta comporta invece, nei casi in cui la lista del CdA abbia conseguito la maggioranza dei voti in assemblea, che la regola di *default* sia proprio il sistema proporzionale puro (salvo il “temperamento” anzidetto), scartato dalla pressoché totalità dei rispondenti alla prima consultazione e valutato da Consob come applicabile ai soli

---

<sup>1</sup> Cfr. la Tabella 2 in Belcredi M. – Bozzi S. (2024): Lista del CdA e legge capitali: un’analisi quantitativa, disponibile al sito: <https://centridiricerca.unicatt.it/fin-gov>.



casi in cui esso sia stato scelto esplicitamente per via statutaria. Si pone dunque un problema di coerenza tra soluzione proposta, da un alto, e norma primaria ed esito delle consultazioni, sull'altro.

### 2.3. Conclusioni

È semplice rimediare al non auspicabile esito sopra descritto: basta **riallineare la bozza di articolato al testo di legge** di cui deve guidare l'applicazione. A tal fine basta sostituire la dizione "le liste di minoranza" a quella "tutte le liste". A tale auspicata modifica si potrebbe aggiungere, per maggior chiarezza, l'introduzione dell'avverbio "almeno" prima de "la maggioranza degli amministratori". In sintesi, si suggerisce di modificare il testo della lettera b) come segue:

**b) nel caso previsto dall'articolo 147-ter.1 comma 3, lettera b), n.2, la ripartizione dei posti in consiglio fra ~~tutte~~ le liste di minoranza avviene in misura proporzionale ai voti conseguiti da ciascuna lista che abbia conseguito una percentuale di voti non inferiore al tre per cento, fermo restando che almeno la maggioranza degli amministratori da eleggere è tratta dalla lista del consiglio di amministrazione.**

### 3. La legittimazione al voto individuale

La proposta regolamentare formulata da Consob scioglie il dubbio interpretativo lasciato dalla legge in materia di votazione individuale sui singoli candidati nel senso che a essa sono legittimati a partecipare solo i soci che hanno votato la lista del CdA al primo turno. Tale conclusione è pienamente coerente con gli esiti della prima consultazione, in cui la stragrande maggioranza dei rispondenti ha espresso orientamento favorevole a tale impostazione, alla luce della sua coerenza con il sistema e della scarsa rilevanza di eventuali obiezioni formalistiche legate alla nozione di "assemblea". La scelta di Consob è quindi totalmente condivisibile.

A supporto di tale scelta ci pare opportuno richiamare lo studio già citato, da cui emerge non solo la necessità di un intervento chiarificatore ma anche l'evidente preferibilità della soluzione proposta da Consob rispetto alle possibili alternative (consistenti nell'ammettere al secondo voto tutti i soci, comunque abbiano votato al primo turno). *"La votazione al secondo turno ha luogo con modalità particolari, che influenzano direttamente l'esito dell'elezione: a) forma referendaria senza quorum minimo (plurality voting); b) numero di candidati ridondante rispetto ai posti da coprire. In tale contesto, tutti gli azionisti devono ragionare in modo strategico"*. Inoltre l'applicazione della norma primaria *"non è chiara, dato che sussistono dubbi perfino su chi è legittimato a partecipare a tale voto. Infine, se la legge consentisse di votare al secondo turno agli azionisti che non hanno sostenuto la lista del CdA al primo, essa aprirebbe spazi ad accordi sottobanco e conflitti d'interesse.*

*Una soluzione equilibrata, alternativa all'eliminazione tout court della previsione, potrebbe essere mantenere il secondo turno ma consentire il voto solo a chi ha*



*sostenuto la lista del CdA al primo turno. Ciò eliminerebbe i peggiori problemi di sistema (...) senza generare eccessivi rischi di accordi sottobanco”.*

#### **4. Altri punti**

Per completezza si segnala alla Commissione l’opportunità di intervenire sulla proposta riguardante il comma 3 dell’art. 144-*quater*.1, secondo periodo del Regolamento Emittenti, riguardante le modalità di votazione sui singoli candidati della lista del CdA, laddove prevede che *“I moduli di delega messi a disposizione della società ai sensi degli articoli 135-novies, 135-undecies e 135-undecies.1 del Testo Unico sono formulati in modo da consentire **almeno** a tali soci l’espressione del voto sui singoli candidati della lista del consiglio di amministrazione”* (enfasi aggiunta).

L’avverbio “almeno” evidenziato nel testo appare superfluo, dato che, ai sensi del primo periodo del medesimo comma solo *“i soci che hanno votato in favore della liste del consiglio di amministrazione partecipano alla votazione individuale”*. Appare quindi opportuno eliminarlo per maggiore chiarezza.

Si confida di avere fornito alla Commissione dati e argomentazioni utili alla miglior calibratura dell’articolato finale.

Massimo Belcredi

Stefano Bozzi