

**LA DITTATURA DELLA LISTA DEL CDA:  
OVVERO IL NUOVO CHE AVANZA?  
BREVI NOTE**

MAURIZIO IRRERA

1. La predisposizione da parte del consiglio di amministrazione uscente di una lista per il rinnovo dell'organo amministrativo continua ad attirare l'attenzione della dottrina e degli operatori<sup>1</sup>.

Non intendo ritornare su profili ormai sufficientemente arati o su aspetti problematici già posti in evidenza. Quanto ai primi il riferimento va all'ormai acquisita legittimità della previsione statutaria che prevede la possibilità per il consiglio di amministrazione – al termine del mandato – di predisporre una propria lista in vista del rinnovo; in tale direzione milita - per tutti – il recente richiamo di attenzione Consob n. 1/2022 del 22 gennaio 2022: è vero che nelle premesse si sottolinea come quella non sia la sede per vagliare la legittimità o no della prassi statutaria di cui qui si discute, ma la dichiarazione appare largamente farisaica, tanto è vero che il richiamo di attenzione si dilunga sulle cautele che occorre rispettare per mitigare talune criticità che la lista del consiglio di amministrazione pone.

Allo stesso modo sono noti i profili problematici che – al momento – paiono irrisolti: dall'opportunità/necessità che la presentazione della lista del consiglio sia approvata da una maggioranza qualificata e quale sia la sorte dei candidati presenti nella detta lista qualora la stessa non giunga prima nella competizione assembleare, ma venga sopravanzata da altra lista “lunga” presentata dai soci: si tratta di stabilire se dalla lista del consiglio di amministrazione – nata con vocazione maggioritaria – possano essere tratti amministratori o se essa debba essere messa... da parte a favore dei

---

<sup>1</sup> Cfr., molto di recente, S. CACCHI PESSANI, *Il voto di lista per la nomina degli amministratori nelle società a controllo “fluida”: prassi, problemi e prospettive*, in *Riv. soc.*, 2021, 705 ss.; *adde*, se vuoi, M. IRRERA, *Luci e (molte) ombre sulla lista del CdA per la nomina degli amministratori nelle società quotate: brevi appunti*, in *ILCASO.it*, n. 1167, 11 ottobre 2021, *ivi ultt. citt.*

candidati presenti in un'eventuale terza lista più genuinamente di minoranza<sup>2</sup>.

2. Nelle società quotate di maggiore dimensioni è piuttosto comune che dinanzi all'assemblea chiamata a deliberare la nomina dell'organo amministrativo si trovino a competere una lista "lunga", predisposta dal consiglio di amministrazione o da un socio di riferimento, ed una o più liste di "corte"<sup>3</sup>. La presentazione di liste "corte", il più delle volte riferibile ai cosiddetti investitori professionali, è frutto del combinato disposto di due circostanze.

La prima è che di regola – come è noto – gli operatori del risparmio gestito sono vincolati a non concorrere a nominare la maggioranza degli amministratori<sup>4</sup>; la seconda è che l'art. 44 *ter*, 2<sup>a</sup> comma, del Regolamento Emittenti prevede una presunzione assoluta di assenza di concerto (rilevante ai sensi dell'art. 101 *bis*, 4<sup>a</sup> comma, TUF ai fini dell'opa obbligatoria) nel caso sia di "accordi per la presentazione di liste per l'elezione degli organi sociali ai sensi degli articoli 147 *ter* e 148 del TUF, sempreché tali liste candidino un numero di soggetti inferiore alla metà dei componenti da eleggere ovvero siano programmaticamente preordinate all'elezione di rappresentanti di minoranza" [lett. *b*)], sia di "cooperazione tra azionisti per far confluire voti su una lista che candidi un numero di soggetti inferiore alla metà dei componenti da eleggere o sia programmaticamente preordinata all'elezione di rappresentanti della minoranza, anche tramite la sollecitazione di deleghe di voto finalizzata alla votazione di tale lista" [lett. *d*)].

Come è risaputo<sup>5</sup>, sono ormai numerosi i casi in cui la lista "corta" degli investitori professionali raccoglie la maggioranza dei voti, rendendo necessario individuare concrete modalità al fine di consentire che dalla lista "lunga", giunta seconda, vengano tratti la maggioranza degli

---

<sup>2</sup> Per entrambi i profili v., ancora, M. IRRERA, *op. cit.*, pp. 3-4, *ivi ultt. citt.*

<sup>3</sup> L'espressione - ormai entrata nell'uso comune di lista "lunga" e lista "corta" - allude al fatto che la prima contiene un numero di candidati amministratori pari al numero complessivo dei consiglieri da eleggere, mentre la seconda presenta un numero di candidati inferiore alla maggioranza degli amministratori da eleggere.

<sup>4</sup> In tale contesto ASSOGESTIONI, associazioni di riferimento degli investitori istituzionali, si è autovincolata a presentare solo liste "corte".

<sup>5</sup> Cfr. S. CACCHI PESSANI, *Il voto*, cit., pp. 736-737, nota 56.

amministratori, dando luogo - come la dottrina ha sottolineato - alla curiosa situazione delle “maggioranze che diventano minoranze”<sup>6</sup>.

3. Ritengo che la più rilevante criticità del sistema sia in realtà un'altra. Si è di recente segnalato<sup>7</sup> come siano stati soltanto tre i casi in cui si siano fronteggiate due liste “lunghe”, a cui presto (il prossimo 29 aprile 2022) andrà ad aggiungersi un quarto caso (quello di Assicurazioni Generali), tutti finiti – almeno (al momento) i primi tre - per risolversi nelle aule di giustizia.

Tale circostanza dipende – in gran parte – dal fatto che nel nostro sistema sono ancora largamente prevalenti, almeno dal punto di vista numerico, le società in cui uno o più soci dispongono di voti sufficienti per costituire la maggioranza in assemblea, mentre dal punto di vista della capitalizzazione di borsa sono prevalenti le società recentemente denominate “a controllo fluido”<sup>8</sup>.

Sulla circostanza indicata influiscono altresì le incertezze interpretative in ordine alla nozione di concerto, esclusa di diritto – come si è visto – in caso di presentazione di una lista “corta”, ma incombente quando più soci concorrono alla presentazione di una lista “lunga”.

Il tema non può essere affrontato in modo adeguato nell'ambito di queste brevi note, ma è indubitabile che il rapporto tra lista “lunga” e azione di concerto si pone in una zona grigia in cui la qualificazione dei comportamenti dei soci e il fatto che tali comportamenti costituiscano o no indizi rilevanti ai fini del concerto impedisce di giungere ad approdi sicuri, soprattutto in considerazione del fatto che l'eventuale riconduzione della fattispecie ad un'azione di concerto può portare, da un lato, alla sterilizzazione dei voti di chi agisce – appunto – in concerto in forza dell'eventuale violazione degli obblighi di comunicazione di cui all'art. 120 TUF e, dall'altro, al rischio di dover dar corso ad un'opa obbligatoria qualora i soci “concertanti” diano corso all'acquisto di azioni sul mercato tali da superare le soglie fissate dall'art. 106 TUF.

L'attività preparatoria e prodromica del consiglio di amministrazione volta alla predisposizione della propria lista si svolge viceversa in una *comfort zone* del tutto evidente. Come si è correttamente osservato, “l'attività di promozione della lista [del consiglio di amministrazione],

---

<sup>6</sup> Così M. STELLA RICHTER JR., *Il quadro legislativo italiano in materia di nomina ed elezione del consiglio: un modello o un'anomalia?*, in *Note e studi ASSONIME*, n. 11, 2016, p. 6.

<sup>7</sup> Cfr. ancora S. CACCHI PESSANI, *Il voto*, cit., p. 735, nota 54.

<sup>8</sup> ID., *op.cit.*, p. 713 ss.

l'incetta di voti e le interlocuzioni con i soci a tal fine necessarie, tutte attività che, se svolte dai soci, possono rientrare nell'alveo dell'azione di concerto, costituiscono qui espressione delle prerogative del consiglio, i cui poteri, specie nelle società a controllo fluido, ricomprendono anche quello di promuovere proposte che secondo la legge o lo statuto essi hanno la facoltà di sottoporre all'assemblea<sup>9</sup>. I contatti con i soci, realizzati nell'ambito di "normali" attività di *engagement*, consentono al consiglio di manovrare molto più liberamente.

E' qui il nocciolo del problema: da un lato, il consiglio di amministrazione a cui pare consentito muoversi su più direzioni: l'attività di *investor relations*, l'*engagement* con gli operatori del risparmio gestito, i rapporti con i *proxy advisors*; dall'altro, i soci che con il rischio incombente di un giudizio *ex post* in ordine alla presenza di un'azione di concerto hanno spazi di manovra molto più angusti.

Ritengo, in altri termini, che questa sia la maggiore ed emergente anomalia a cui sembra condurre la prassi della lista del consiglio di amministrazione.

Al fine di una sana competizione tra liste "lunghe" (ovvero quella del consiglio di amministrazione e quella eventualmente predisposta dai soci) occorre garantire una parità di trattamento, senza la quale si realizza un indebito vantaggio della prima rispetto alla seconda, con il rischio di comportamenti opportunistici.

Occorre – in altri termini – che il regolatore fornisca tempestivamente elementi in grado di condurre ad un quadro interpretativo dai contorni più definiti il rapporto tra l'azione di concerto e la presentazione di una lista "lunga" da parte dei soci.

L'incertezza segnalata oltre a determinare una situazione di concorrenza ineguale tra liste "lunghe", rende più disagiata la presentazione di una lista "lunga" da parte dei soci anche quando il consiglio di amministrazione non ne predisponga una propria.

Il rischio della riconduzione della fattispecie ad un'azione di concerto, con i rischi segnalati, può condurre i soci di maggioranza ad optare sempre più spesso verso la presentazione di una lista "camuffata" del consiglio di amministrazione.

Temo, per concludere, che le incertezze segnalate intorno alla nozione di concerto, se non dissipate, possano condurre ad un paradosso ovvero quello di passare, in tempi record, dalle discussioni intorno alla legittimità o no della lista del consiglio di amministrazione ed alle cautele da adottare ad una sorta di dittatura di fatto di tale lista.

---

<sup>9</sup> ID., *op.cit.*, p. 732

A tale sconcertante epilogo contribuisce, infine, l'universo della *board evaluation*<sup>10</sup> ed il crescente ingiustificato entusiasmo che regna intorno ad essa, tale da condurre a ritenere che il coronamento degli sforzi del *board* nella propria taumaturgica autovalutazione trovi compimento nella predisposizione da parte del medesimo della lista per il rinnovo del consiglio di amministrazione, con buona pace di tutti.

---

<sup>10</sup> Sulla questione mi permetto di rinviare al mio, *L'autovalutazione del consiglio di amministrazione tra soft law, prescrizioni regolamentari, aspirazioni e limiti intrinseci*, in *Studi in onore di Paolo Montalenti*, di prossima pubblicazione.