



R E P U B B L I C A I T A L I A N A

## Consiglio di Stato

Sezione Prima

Adunanza di Sezione del 16 aprile 2025

**NUMERO AFFARE 00314/2025**

OGGETTO:

Commissione nazionale per le società e la borsa.

Quesiti in materia di elezione della lista del consiglio di amministrazione delle società quotate ai sensi dell'articolo 147-ter.1 del decreto legislativo del 24 febbraio 1998, n. 58 e dell'articolo 12, comma 2, della legge del 5 marzo 2024, n. 21.

### LA SEZIONE

Vista la nota prot. n. 4767 del 10 marzo 2025 con la quale la Commissione nazionale per le società e la borsa ha chiesto il parere del Consiglio di Stato sull'affare consultivo in oggetto;

Esaminati gli atti e udito all'adunanza del 16 aprile 2025 il relatore, consigliere Davide Miniussi.

Premesso.

1. Con nota prot. n. 4767 del 10 marzo 2025 il Presidente della Commissione nazionale per le società e la borsa ("Consob") ha chiesto il parere di questo Consiglio di Stato in ordine ai "fatti" e alle "questioni illustrate nell'unita nota predisposta dai competenti Uffici, concernenti, in estrema sintesi, la portata e l'ambito della delega regolamentare demandata alla CONSOB" dall'articolo 12, comma 2, della legge del 5 marzo 2024, n. 21 ("legge Capitali").

Alla predetta nota è stata allegata una "nota tecnica" (peraltro priva di sottoscrizione e dell'indicazione dell'ufficio che ne ha curato la redazione) che, dopo aver ricostruito il quadro normativo e le questioni interpretative insorte con riferimento a talune disposizioni di rango primario di nuova introduzione, ha dato conto degli esiti delle due consultazioni svolte e delle scelte assunte in vista dell'adozione del regolamento recante disposizioni attuative delle disposizioni suddette.

2. I dubbi interpretativi insorti in relazione alle disposizioni della legge Capitali sono stati così ricostruiti.

2.1. L'articolo 12, comma 1 della legge Capitali ha introdotto nel decreto legislativo del 24 febbraio 1998, n. 58 ("TUF") l'articolo 147-ter.1.

La disposizione contempla la facoltà per le società con azioni quotate in un mercato regolamentato ("società quotate") di prevedere nello statuto che il consiglio di amministrazione ("**CdA**") uscente possa presentare una lista di candidati per l'elezione dei componenti dell'organo di amministrazione ("lista del **CdA**").

Il comma 2 ha previsto che "[l]a Commissione nazionale per le società e la borsa (Consob) stabilisce con proprio regolamento disposizioni attuative delle disposizioni di cui all'articolo 147-ter.1 del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, introdotto dal comma 1 del presente articolo, entro trenta giorni dalla data di entrata in vigore della presente legge".

2.2. L'art. 147-ter.1 TUF stabilisce, in particolare, le condizioni per la presentazione della lista da parte del **CdA** uscente e le modalità di elezione dei componenti del **CdA** da seguire qualora la lista del **CdA** risulti prima, per numero di voti conseguiti, rispetto ad altre liste di candidati presentate dai soci.

Nell'ipotesi in cui la lista del **CdA** risulti aver conseguito il numero maggiore di voti in assemblea, la norma disciplina la ripartizione dei componenti del **CdA** tra la lista del **CdA** e le altre liste (in numero non superiore a due in ordine di consensi raccolti in assemblea), prevedendo modalità differenziate in funzione della percentuale dei voti espressi (non superiore o superiore al 20 per cento; c.d., rispettivamente, primo e secondo scenario) conseguita dalle liste diverse dalla lista del **CdA** (articolo 147-ter.1, comma 3, lett. b) TUF).

Individuato così il numero di candidati che la lista del **CdA** esprimerà nell'organo amministrativo, la lett. a), n. 1, stabilisce le modalità con cui devono essere individuati i nominativi dei consiglieri spettanti alla lista del **CdA**; in particolare si prevede che dalla medesima lista sia tratto, in base al numero di ordine progressivo con il quale i candidati sono elencati, il numero dei consiglieri spettanti alla lista del **CdA** – determinato in applicazione dei criteri di cui alla sopra menzionata lettera b) – con le modalità ivi stabilite, tra cui, preliminarmente, una "*ulteriore votazione individuale su ogni singolo candidato*", cui provvede "*l'assemblea*".

2.3. Sotto il primo profilo, con maggiore dettaglio, nell'ipotesi in cui il totale dei voti raccolti dalle liste diverse dalla lista del **CdA** (in numero non superiore a due in ordine di consensi raccolti in assemblea) sia superiore al 20 per cento del totale dei voti espressi (c.d. secondo scenario), l'articolo 147-ter.1, comma 3, lett. b), n. 2, TUF prevede che "*i componenti del nuovo consiglio di amministrazione di*

*competenza delle minoranze sono assegnati proporzionalmente ai voti ottenuti dalle liste di minoranza che hanno conseguito una percentuale di voti non inferiore al 3 per cento”.*

La Consob riferisce che, quanto al c.d. secondo scenario, sono insorti dubbi in merito alla portata del criterio di proporzionalità menzionato dall'articolo 147-ter.1, comma 3, lett. b), n. 2, TUF.

In particolare, posto che la disposizione non prevede una soglia massima di seggi da attribuire alle liste di minoranza, la Consob espone che non è chiaro: (a) se il criterio di proporzionalità debba essere applicato con riferimento alla totalità dei seggi disponibili nel **CdA** (c.d. proporzionalità assoluta o pura); (b) se, invece, la ripartizione proporzionale debba riguardare soltanto i seggi spettanti alle liste di minoranza (c.d. proporzionalità relativa o limitata), sul presupposto – invero non espressamente contemplato dall'articolo 147-ter.1, comma 3, lett. b), n. 2 TUF – che alle liste di minoranza debba essere attribuito un numero di seggi inferiore alla metà.

La bozza di articolato predisposta dalla Consob – e sottoposta alla seconda consultazione degli operatori – ha recepito l'opzione della proporzionalità relativa o limitata. Si prevede, infatti, che *“la maggioranza degli amministratori da eleggere è tratta dalla lista del consiglio di amministrazione”*, ferma la possibilità per gli statuti di prevedere diversamente (nuovo articolo 144-*quater*.1, comma 2, lettera b) del regolamento Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 concernente la disciplina degli emittenti; “Regolamento Emittenti”).

2.4. Per quanto concerne il secondo profilo, la Consob espone i dubbi emersi in ordine alla portata della previsione in base alla quale *“l'assemblea procede a un'ulteriore votazione individuale su ogni singolo candidato”*, con particolare riferimento all'individuazione dei soci legittimati a partecipare a detta votazione individuale.

L'Amministrazione chiede infatti alla Sezione di esprimere il proprio avviso in ordine alle seguenti opzioni interpretative: (a) se detta legittimazione debba essere riconosciuta ai soli soci che, in precedenza, hanno espresso il voto in favore della lista del **CdA** o (b) se, al contrario, siano legittimati alla votazione individuale tutti i soci (anche coloro che in precedenza hanno espresso il voto in favore di liste diverse da quella del **CdA** o si sono astenuti o comunque non hanno partecipato al voto), come sembrerebbe desumersi dal tenore letterale della disposizione, che riferisce la votazione individuale, indistintamente, all'*“assemblea”*.

La bozza di articolato predisposta dalla Consob – e sottoposta alla seconda consultazione degli operatori – ha recepito la prima opzione interpretativa. Si prevede, infatti, che *“[i] soci che hanno votato in favore della lista del consiglio di amministrazione partecipano alla votazione individuale prevista dall'articolo 147-ter.1, comma 3, lettera a), del Testo unico esprimendo il proprio voto su ciascun candidato presente nella medesima lista in proprio o per delega”* (nuovo articolo 144-*quater*.1, comma 3, del Regolamento Emittenti).

Considerato.

1. Preliminarmente la Sezione ritiene che la richiesta di parere, proveniente dalla Consob, tramite il suo presidente, sia ammissibile, tanto sotto il profilo soggettivo quanto – con le precisazioni che saranno esposte nel prosieguo – sotto quello oggettivo.

1.1. Sotto il profilo soggettivo, la Sezione rileva, infatti, che il più risalente orientamento in base al quale la legittimazione a chiedere il parere del Consiglio di Stato doveva ritenersi circoscritta al Ministro (articolo 14, comma 1, del r.d. 26 giugno 1924, n. 1054: “*Il Consiglio di Stato [...] dà parere [...] sugli affari di ogni natura, pei quali sia interrogato dai Ministri del Re*”; articolo 36 del r.d. 21 aprile 1942, n. 444: “*Le comunicazioni al Consiglio di Stato, per averne parere, sono fatte mediante richiesta del Ministro sopra relazione del capo di servizio contenente i fatti e le questioni specifiche sulle quali si propone di consultare il Consiglio*”) è stato superato, sulla base del rilievo che la funzione consultiva attribuita al Consiglio di Stato – che rinviene un espresso fondamento costituzionale nell’articolo 100 della Costituzione (“*Il Consiglio di Stato è organo di consulenza giuridico-amministrativa*”) – è svolta nell’interesse dello Stato-ordinamento e dello Stato-comunità e non dello Stato-apparato (Cons. Stato, Ad. Gen., 24 febbraio 2011, n. 852).

Conseguentemente la legittimazione in questione è stata estesa anche alle autorità amministrative indipendenti, sebbene estranee all’apparato esecutivo (Cons. Stato, sez. II, 12 novembre 2003, n. 1855), con la precisazione che, in tale ipotesi, deve ritenersi esclusa l’intermediazione ministeriale contemplata dal menzionato articolo 36 del r.d. n. 444 del 1942 per la sottoposizione di quesiti all’attenzione del Consiglio di Stato. Si è ritenuto, infatti, che detta intermediazione non sia necessaria “*quando la richiesta di parere promani da un organo che ha una posizione di autonomia e indipendenza, e che è pertanto espressione dello Stato ordinamento e non dello Stato apparato. Invero, l’intermediazione ministeriale contrasterebbe in modo stridente con la posizione di autonomia e di indipendenza riconosciuta a tali organi dalla legge*” (Cons. Stato, Sezione consultiva per gli atti normativi, parere n. 3207 del 2007; nello stesso senso, Cons. Stato, Ad. Gen., 12 luglio 1999, n. 10) e che la posizione di indipendenza rispetto al Governo che connota le autorità amministrative indipendenti “*garantisce anche le attività di interpretazione e legittima un raccordo diretto con il Consiglio di Stato che, nella evoluzione dell’ordinamento, si pone come organo consultivo non solo dello Stato-amministrazione ma anche dello Stato-comunità (in senso analogo si è ammessa la legittimazione a richiedere pareri delle Camere e delle Regioni)*” (Cons. Stato, Ad. Gen., n. 852 del 2011).

1.2. Sotto il profilo oggettivo, l’ammissibilità dei quesiti posti dalla Consob deve essere riconosciuta con le seguenti precisazioni.

1.2.1. La nota a firma del Presidente della Consob chiede al Consiglio di Stato di esprimere il proprio avviso in ordine ai “*fatti*” e alle “*questioni illustrate nell’unita nota predisposta dai competenti Uffici*”,

precisando che i suddetti “*fatti*” e le suddette “*questioni*” riguardano, “*in estrema sintesi, la portata e l’ambito della delega regolamentare demandata alla CONSOB*” dall’articolo 12, comma 2 della legge Capitali. L’allegata “*nota tecnica*”, oltre ad illustrare i dubbi interpretativi insorti con riferimento alla norma di rango primario, riporta il testo delle nuove disposizioni regolamentari che la Consob intende approvare e – al pari della nota a firma del Presidente – sollecita il Consiglio di Stato a fornire il suo avviso in ordine alla possibilità per l’autorità di adottare le disposizioni in questione, tenuto conto che si tratterebbe di disposizioni che forniscono un’interpretazione della norma di rango primario, sul presupposto che quest’ultima sia suscettibile di essere interpretata in più modi e che l’intervento regolamentare prospettato recepisca una delle più interpretazioni possibili.

1.2.2. Premesso che, in linea di principio, l’adozione di disposizioni attuative di una disposizione di rango primario presuppone la ricostruzione dell’effettivo contenuto normativo di quest’ultima e che detta ricostruzione dipende, in ultima analisi, dall’interpretazione della disposizione di rango primario, la Sezione ritiene che i quesiti sottoposti al suo esame non possano che comprendere – e in tale senso soltanto sono ammissibili – la corretta ricostruzione del significato della disposizione di rango primario. Risultano, conseguentemente, esclusi dal perimetro della funzione consultiva sollecitata con la richiesta di parere in epigrafe le valutazioni in ordine tanto alla compatibilità dello schema di regolamento elaborato dalla Consob con la norma di rango primario, quanto alla possibilità per la Consob di sciogliere detti dubbi interpretativi in sede regolamentare.

1.2.2.1. Sotto il primo profilo, la valutazione circa la compatibilità di disposizioni di rango regolamentare di cui si prospetta l’introduzione con il contenuto delle norme di rango primario presuppone la trasmissione al Consiglio di Stato di uno schema completo di atto normativo, il cui esame dovrebbe peraltro essere rimesso alla Sezione consultiva per gli atti normativi ai sensi dell’articolo 17, comma 28 della legge 15 maggio 1997, n. 127. Detta trasmissione non è avvenuta nel caso di specie, in quanto la “*nota tecnica*” allegata alla comunicazione a firma del Presidente della Consob illustra talune questioni interpretative relative alla norma di rango primario e riporta il contenuto di due norme regolamentari di cui si prospetta l’adozione al solo fine di esplicitare l’opzione interpretativa prescelta. Inoltre, l’esame dello schema di atto normativo implica la valutazione circa la compatibilità delle norme in esso contenute con la disciplina posta dalle fonti primarie, valutazione che non può essere limitata – come accade invece nel caso di specie, tenuto conto della portata effettiva dei quesiti formulati dalla Consob – a taluni profili specifici individuati dall’Amministrazione richiedente.

Pertanto la Sezione è dell’avviso di non poter considerare il contenuto delle norme regolamentari elaborate dalla Consob, né – conseguentemente – di poterne valutare la conformità alle pertinenti

norme primarie; le considerazioni svolte nel prosieguo hanno ad oggetto esclusivamente il contenuto della norma primaria e le questioni interpretative ad essa relative che la Consob ha rappresentato nella richiesta di parere e nell'allegata "nota tecnica".

1.2.2.2. Le considerazioni sopra esposte inducono altresì la Sezione – sotto il secondo profilo – a non pronunciarsi nel senso della possibilità, o meno, per la Consob, di sciogliere i predetti dubbi interpretativi, in sede regolamentare, nel senso prescelto, in quanto detta questione è assorbita dalla risoluzione delle questioni sul piano della sola interpretazione delle norme primarie. Resta ferma, atteso il carattere non vincolante del presente parere, la facoltà per la Consob di discostarsene e, conseguentemente, di adottare disposizioni attuative della norma primaria sul presupposto di un'interpretazione di quest'ultima divergente da quella proposta dalla Sezione.

1.2.3. Nei limiti sopra esposti, i quesiti sono pertanto ammissibili anche sotto il profilo oggettivo, venendo in rilievo questioni concernenti l'interpretazione del diritto e rientrando pertanto il parere richiesto tra i pareri facoltativi, i quali svolgono la *"funzione di ausilio tecnico-giuridico indispensabile per indirizzare nell'alveo della legittimità e della buona amministrazione l'attività di amministrazione attiva"* (Cons. Stato, Ad. Gen., 18 gennaio 1980, n. 30) ancorché, come nel caso di specie, in vista dell'adozione di un atto di natura normativa.

Come da ultimo ribadito dalla Sezione con i pareri n. 1539 del 16 dicembre 2024 e n. 1427 del 22 novembre 2024, a seguito delle modifiche introdotte con l'articolo 17 della legge n. 127 del 1997 il parere facoltativo deve riguardare solo *"le attività che più incisivamente impegnano l'azione del Governo o degli altri organi di maggior rilevanza dello Stato-ordinamento e non può essere attivata da una mera pretesa o esigenza dell'amministrazione interessata, la quale, al contrario, deve esporre, nella sua richiesta di parere, i rilevanti motivi di interesse pubblico strumentali alle attività fondamentali o comunque più significative, che quasi impongono il ricorso al parere facoltativo, il quale, altrimenti, andrebbe a sovrapporsi all'esclusiva autonomia e responsabilità dirigenziale"* (Cons. Stato, sez. II, 25 luglio 2008, n. 5172), sicché va esclusa la possibilità di emettere pareri su aspetti minimali relativi ad *"un ordinario segmento del procedimento amministrativo"* (Cons. Stato, sez. I, 2 febbraio 2012, n. 1), in quanto il supporto consultivo, da un lato, non può e non deve sostituirsi all'Amministrazione nel dovere di provvedere e, dall'altro, non può invadere l'ambito di operatività delle attribuzioni dell'Avvocatura dello Stato nella sua funzione generale di consulenza alle Pubbliche Amministrazioni (Cons. Stato, sez. I, 3 giugno 2022, n. 934).

Né, d'altra parte, la circostanza che, come la Consob ha riscontrato nell'ambito della consultazione degli operatori, siano già emerse divergenze interpretative sul contenuto e sulla portata delle disposizioni di rango primario, preclude alla Sezione di pronunciarsi sui quesiti formulati dalla Consob. Come stabilito dal Consiglio di Stato in sede consultiva, infatti, *"ogni quesito sottende sempre un*

*contrasto interpretativo, potenziale o reale, di tal che negare in questi casi la possibilità per il Consiglio di Stato di esprimere un parere equivarrebbe a negare in radice la stessa ragion d'essere della funzione consultiva prevista a livello costituzionale*” (Cons. Stato, Commissione speciale, 26 settembre 2017, n. 2065).

1.2.4. Con le precisazioni di cui sopra, pertanto, nel caso di specie non si ravvisano – nella prospettazione dei quesiti interpretativi, avuto riguardo al tenore generale ed ai termini astratti della formulazione degli stessi, non meno che al contesto rappresentato – ragioni ostative alla formulazione del parere.

2. La risoluzione delle questioni poste dalla Consob presuppone la ricostruzione – nei limiti in cui ciò è necessario per rendere il parere – della disciplina introdotta dalla legge Capitali.

Si precisa sin d'ora che la locuzione “consiglio di amministrazione” verrà utilizzata nel presente parere in aderenza al dato normativo, restando impregiudicata la questione – estranea ai quesiti sottoposti dalla Consob all'attenzione della Sezione – relativa all'applicabilità della disciplina in questione alle società quotate che adottano il sistema dualistico e che non presentano, pertanto, un organo così denominato.

3. L'articolo 147-*ter*.1 TUF, introdotto dall'articolo 12, comma 1 della legge Capitali, stabilisce in particolare: (a) le condizioni per la presentazione della lista da parte del **CdA** uscente, con riferimento tanto al *quorum* deliberativo previsto per l'assunzione di detta decisione (voto favorevole dei due terzi dei componenti del **CdA**), quanto al numero di candidati che devono essere inclusi nella lista del **CdA** (pari al numero dei componenti da eleggere aumentato di un terzo); (b) le modalità di elezione dei componenti del **CdA** da seguire qualora la lista del **CdA** risulti prima, per numero di voti conseguiti, rispetto ad altre liste di candidati presentate dai soci.

Nell'ipotesi suddetta (in cui cioè la lista del **CdA** risulti aver conseguito il numero maggiore di voti in assemblea), la disciplina, in primo luogo, determina la ripartizione dei componenti del **CdA** tra la lista del **CdA** e le altre liste (in numero non superiore a due in ordine di consensi raccolti in assemblea), prevedendo modalità differenziate in funzione della percentuale dei voti espressi (non superiore o superiore al 20 per cento) conseguita dalle liste diverse dalla lista del **CdA** (articolo 147-*ter*.1, comma 3, lett. b) TUF).

Individuato così il numero di candidati che la lista del **CdA** esprimerà nell'organo amministrativo, la lett. a), n. 1, stabilisce, in secondo luogo, le modalità con cui devono essere individuati i nominativi dei consiglieri spettanti alla lista del **CdA**; in particolare si prevede che dalla medesima lista sia tratto, in base al numero di ordine progressivo con il quale i candidati sono elencati, il numero dei consiglieri spettanti alla lista del **CdA** – determinato in applicazione dei criteri di cui alla sopra

menzionata lettera b) – con le modalità ivi stabilite, tra cui, preliminarmente, una “*ulteriore votazione individuale su ogni singolo candidato*”, cui provvede “*l’assemblea*”.

3.1. Sotto il primo profilo, con maggiore dettaglio, vengono in rilievo due ipotesi, differenziate – come detto – in funzione della percentuale (superiore o non superiore al 20 per cento del totale dei voti espressi) di voti conseguiti dalle liste diverse da quella del **CdA**.

3.1.1. Laddove il totale dei voti raccolti dalle liste diverse dalla lista del **CdA** (in numero non superiore a due in ordine di consensi raccolti in assemblea) sia non superiore al 20 per cento del totale dei voti espressi (articolo 147-ter.1, comma 3, lett. b), n. 1, TUF: c.d. primo scenario), si prevede che le liste diverse da quella del **CdA** concorrano alla ripartizione dei seggi in **CdA** “*in proporzione ai voti da ciascuna riportati in assemblea e comunque per un ammontare complessivo non inferiore al 20 per cento del totale dei componenti dello stesso organo*”. Nell’ambito del primo scenario, dunque, si prevede una soglia minima di rappresentanza delle liste di minoranza all’interno del **CdA**, a prescindere dalla percentuale di voti dalle stesse conseguiti.

3.1.2. Qualora, invece, il totale dei voti raccolti dalle liste diverse dalla lista del **CdA** (anche in questo caso, in numero non superiore a due in ordine di consensi raccolti in assemblea) sia superiore al 20 per cento del totale dei voti espressi (articolo 147-ter.1, comma 3, lett. b), n. 2 TUF: c.d. secondo scenario), si prevede che “*i componenti del nuovo consiglio di amministrazione di competenza delle minoranze sono assegnati proporzionalmente ai voti ottenuti dalle liste di minoranza che hanno conseguito una percentuale di voti non inferiore al 3 per cento*”.

La Consob riferisce che, con riferimento al c.d. secondo scenario, sono insorti dubbi in merito alla portata del criterio di proporzionalità menzionato dall’articolo 147-ter.1, comma 3, lett. b), n. 2, TUF. In particolare, posto che la disposizione non prevede né una soglia massima, né – a differenza di quanto previsto con riguardo al c.d. primo scenario – una soglia minima di seggi da attribuire alle liste di minoranza (fermo restando che almeno un componente deve essere espressione di una lista di minoranza, in base a quanto stabilito dall’articolo 147-ter, comma 3, richiamato dall’art. 147-ter.1, comma 1 TUF), la Consob espone i dubbi emersi in ordine alle seguenti opzioni interpretative: (a) se il criterio di proporzionalità debba essere applicato con riferimento alla totalità dei seggi disponibili nel **CdA** (c.d. proporzionalità assoluta o pura); (b) se, invece, la ripartizione proporzionale debba riguardare soltanto i seggi spettanti alle liste di minoranza (c.d. proporzionalità relativa o limitata), sul presupposto – invero non espressamente contemplato dall’articolo 147-ter.1, comma 3, lett. b), n. 2, TUF – che alle liste di minoranza debba essere attribuito un numero di seggi inferiore alla metà. Ciò fermo restando che, tanto nell’ipotesi *sub* (a), quanto nell’ipotesi *sub* (b), alle liste di minoranza deve

essere attribuito – analogamente a quanto espressamente previsto con riferimento al primo scenario – un numero di seggi non inferiore al 20 per cento dei posti disponibili.

Le conseguenze che derivano dall'accoglimento dell'una o dell'altra tesi sono le seguenti: - nell'ipotesi *sub* (b) (proporzionalità relativa o limitata), alla lista del **CdA** – prima per numero di voti conseguiti – sarebbe assicurata la maggioranza assoluta dei posti in **CdA**; - nell'ipotesi *sub* (a) (proporzionalità assoluta o pura), laddove i consensi complessivamente conseguiti dalle liste di minoranza ammesse alla ripartizione siano superiori ai consensi conseguiti dalla lista del **CdA** – prima per numero di voti conseguiti –, a quest'ultima verrebbe attribuito un numero di seggi inferiore alla maggioranza assoluta, essendo quindi garantita alla stessa la sola maggioranza relativa.

La bozza di articolato predisposta dalla Consob – e sottoposta alla seconda consultazione degli operatori – ha recepito, come detto, l'opzione della proporzionalità relativa o limitata.

4. La Sezione rileva che l'articolo 147-*ter*.1, comma 3, lett. b), n. 2 TUF – nella parte in cui prevede, con riferimento al secondo scenario, che *“i componenti del nuovo consiglio di amministrazione di competenza delle minoranze sono assegnati proporzionalmente ai voti ottenuti dalle liste di minoranza che hanno conseguito una percentuale di voti non inferiore al 3 per cento”* – non consente di stabilire quanti siano *“i componenti del nuovo consiglio di amministrazione di competenza delle minoranze”* da ripartire, sulla base del criterio di proporzionalità ivi menzionato, tra le liste di minoranza che hanno conseguito un numero di voti superiore alla soglia minima del tre per cento ivi stabilita.

Nell'ambito del secondo scenario, la determinazione del numero di componenti del nuovo **CdA** *“di competenza delle minoranze”*, nel silenzio della legge, non può che ritenersi rimessa ad altra fonte.

4.1. È la stessa norma di rango primario, tacendo sul punto, a rimettere necessariamente ad altre fonti la determinazione di quanti siano i componenti *“di competenza delle minoranze”*, limitandosi a prevedere che, nell'ambito del numero di componenti *“di competenza delle minoranze”* stabilito *aliunde*, l'assegnazione dei seggi alle singole liste di minoranza debba avvenire in proporzione ai voti conseguiti.

4.2. Non si rinviene, del resto, nel testo della disposizione in questione alcun elemento che possa indurre a privilegiare un'interpretazione della stessa nel senso di riferire il criterio proporzionale a tutti i componenti del **CdA**, ossia nel senso di imporre una ripartizione proporzionale dei seggi tra tutte le liste (lista del **CdA**, prima per numero di voti, e liste di minoranza) che a detta ripartizione sono ammesse. Al contrario, il testuale riferimento del criterio proporzionale ai (soli) componenti *“di competenza delle minoranze”* induce a ritenere che la fonte primaria abbia deliberatamente omesso di manifestare una preferenza per – e, *a fortiori*, di imporre – un sistema proporzionale *tout court*, destinato cioè ad operare non soltanto nell'ambito della ripartizione dei seggi interna alle liste di

minoranza, ma anche nell'ambito della ripartizione dei seggi tra la lista di maggioranza, da un lato, e le liste di minoranza, dall'altro. Ciò, del resto, è coerente con le caratteristiche del diritto societario, ove la fonte principale abilitata ad operare, nel rispetto della disciplina di matrice pubblicistica, e in particolare a definire le “*norme relative al funzionamento della società*” (così l'articolo 2328 cod. civ. in materia di società per azioni), è lo statuto.

4.3. Né, peraltro, suscita particolari perplessità la scelta legislativa di non disciplinare nel dettaglio, sotto questo profilo, il sistema di elezione. Al contrario, dal raffronto con la disciplina generale in materia di elezione e composizione del **CdA** delle società quotate (articolo 147-*ter* TUF) – che, oltre a talune modalità procedurali, si limita a stabilire la quota minima di partecipazione richiesta per la presentazione di liste dei candidati alle elezioni del **CdA**, ad imporre il rispetto dell'equilibrio tra i generi e a prevedere un numero minimo di componenti espressione delle liste di minoranza e di componenti forniti di particolari requisiti di indipendenza – emerge un livello di maggiore dettaglio della disciplina in esame (articolo 147-*ter.1* TUF), che consente di escludere la necessità di pervenire, in via interpretativa, all'elaborazione di vincoli ulteriori – in quanto non espressi – all'autonomia statutaria.

4.4. Nello stesso senso depone la ricostruzione della *ratio* complessiva sottesa all'intervento legislativo che ha espressamente abilitato lo statuto delle società quotate a prevedere che il **CdA** uscente possa presentare una sua lista, con ciò provvedendo la legge a disciplinare un fenomeno già diffuso nella prassi statutaria.

La *ratio* in questione può essere individuata nella necessità di fronteggiare la significativa frammentazione dell'azionariato che connota le società quotate: frammentazione che – in assenza di un socio che, per il peso rivestito in assemblea, possa orientarne le scelte – rende difficoltosa la presentazione di liste da parte dei soci. Al tempo stesso, l'incidenza sul potere di nomina degli amministratori – attribuzione tipica dell'organo assembleare – che deriva dal conferimento al **CdA** della facoltà di presentare una propria lista ha indotto il legislatore a stabilire alcuni requisiti per la presentazione di detta lista e una disciplina minima concernente le modalità di elezione; disciplina, quest'ultima, che comprende la garanzia di una rappresentanza minima per le liste di minoranza, destinata ad operare – come detto – tanto nel primo quanto nel secondo scenario.

L'esigenza di assicurare una maggiore governabilità delle società quotate che pare aver ispirato l'intervento del legislatore non sarebbe coerente, pertanto, con un'interpretazione – non altrimenti giustificata – della disposizione in esame nel senso di ritenere che la stessa imponga l'adozione di un sistema che precluda l'attribuzione della maggioranza dei componenti del nuovo **CdA** alla lista del **CdA** che ha conseguito il maggior numero di voti (e non la maggioranza assoluta degli stessi). Si

tratterebbe – oltre che di una restrizione, priva di adeguata giustificazione, dell'autonomia statutaria – di un esito interpretativo che mal si concilia con le ragioni sottese all'intervento legislativo.

4.5. La Sezione ritiene, pertanto, che l'articolo 147-*ter*.1, comma 3, lett. b), n. 2 TUF possa essere interpretato nel senso che il criterio proporzionale ivi stabilito operi limitatamente all'assegnazione dei componenti del nuovo **CdA** di competenza delle minoranze, fermo restando che la determinazione del numero di questi ultimi è rimessa alle previsioni statutarie – le quali, ove adottate nelle more dell'intervento attuativo rimesso alla potestà regolamentare della Consob o ancor prima dell'entrata in vigore della legge Capitali, manterranno la loro efficacia, ferma la necessità di procedere all'adeguamento previsto dall'articolo 12, comma 3 della legge Capitali –, eventualmente integrabili dalla Consob mediante l'adozione, in sede attuativa, di norme regolamentari di natura suppletiva.

5. Per quanto concerne la legittimazione dei soci a partecipare alla votazione individuale avente ad oggetto l'individuazione, tra i candidati spettanti alla lista del **CdA**, di quelli che entreranno effettivamente a far parte del **CdA**, la Sezione rileva che il tenore letterale dell'articolo 147-*ter*, comma 3, lett. a), n. 1, TUF (*“l'assemblea procede a un'ulteriore votazione individuale su ogni singolo candidato”*) è assolutamente inequivoco nel senso di riferire detta legittimazione all'organo assembleare nel suo complesso, esclusi i soli soci privi di diritto di voto.

Né, d'altra parte, l'utilizzo del termine *“assemblea”* – che riveste un significato tecnico-giuridico ben preciso, idoneo cioè a identificare l'organo assembleare, e che non vi è motivo di ritenere sia stato utilizzato impropriamente dal legislatore – può essere inteso come riferito – come pure è stato ipotizzato – al *“metodo assembleare”* o alla necessaria contestualità del voto per liste e della votazione individuale.

Sotto il primo profilo, non sono esplicitate le ragioni che legittimerebbero siffatta interpretazione, che comporterebbe la surrettizia introduzione nella disciplina delle società quotate di un riferimento al metodo assembleare che è espressamente previsto – in contrapposizione alle decisioni dei soci assunte con metodi diversi (consultazione scritta o consenso espresso per iscritto) e al fine di individuare le materie cui i metodi non assembleari non possono essere applicati – con riguardo alle sole società a responsabilità limitata (articoli 2479, comma 4 e 2479-*bis* cod. civ.), estranee all'ambito di applicazione della disciplina in esame (delimitato dall'articolo 119 TUF con riferimento alle società *“con azioni quotate”*).

Sotto il secondo profilo, non è dato comprendere la connessione tra il riferimento alla *“assemblea”* e la (asseritamente) necessaria contestualità dei due voti, posto che né la natura dell'organo, né le

competenze ad esso attribuite, possono dipendere da elementi del tutto marginali, e in quanti tali non significativi, quali le circostanze di tempo o di luogo di determinate votazioni aventi oggetti diversi. Deve conseguentemente escludersi l'opzione interpretativa tesa a restringere detta legittimazione ai soli soci che, in precedenza, hanno espresso il voto in favore della lista del **CdA**.

Gli argomenti in senso contrario emersi in sede di consultazione ed esposti nella nota tecnica non persuadono, per le ragioni che saranno di seguito illustrate.

5.1. In primo luogo, non si registra alcuna violazione del principio – sancito dall'articolo 144-*sexies*, comma 6, del Regolamento Emittenti con riguardo all'elezione dei (soli) componenti del collegio sindacale (disposizione che tuttavia la Consob ritiene costituire espressione di un più ampio principio applicabile anche alle elezioni dei componenti del **CdA**) – in base al quale un socio non può esprimere il voto per più di una lista.

Nel caso di specie, infatti, il voto espresso, in sede di votazione individuale, dai soci che nella prima votazione per liste hanno votato una lista diversa dalla lista del **CdA** non ha ad oggetto una lista (la lista del **CdA**), ma i singoli candidati che della lista del **CdA** fanno parte, lista che è già stata individuata come quella che ha conseguito il maggior numero di voti. Non si ha, dunque, un duplice voto di lista, ma un voto di lista cui segue la possibilità di esprimere la propria preferenza per singoli candidati di una lista ulteriore (la lista del **CdA**) che non si è contribuito a votare in occasione del voto per liste.

In ogni caso, la norma di rango regolamentare (il menzionato articolo 144-*sexies*, comma 6, del Regolamento Emittenti), anche laddove interpretata nel senso di esprimere un principio applicabile anche all'elezione del **CdA** – il che è quantomeno dubbio, posto che il principio in questione è riferito dalla fonte regolamentare al solo collegio sindacale e che non risultano esplicitati dalla Consob i riferimenti di eventuali ulteriori norme (né di rango secondario, né di rango primario) da cui sarebbe possibile desumere un analogo principio afferente alle elezioni del **CdA** –, non può che cedere a fronte della sopravvenuta norma di rango primario che, nel riconoscere la legittimazione a tutti i soci, abilita alla votazione individuale anche i soci che in occasione del voto per liste hanno votato per una lista diversa dalla lista del **CdA** o si sono astenuti o comunque non hanno partecipato al voto.

5.2. In secondo luogo, e per analoghe ragioni, non sembra che l'espressione di un voto, in sede di votazione individuale, in favore di singoli componenti della lista del **CdA** da parte di chi, in sede di votazione per liste, ha votato una lista di minoranza, comporti – per ciò solo – l'insorgenza di un collegamento tra la lista del **CdA** e la lista di minoranza rilevante ai sensi dell'articolo 147-*ter*, comma 3 TUF (richiamato dall'articolo 147-*ter*.1, comma 1 TUF), nella parte in cui stabilisce che “*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*". Il socio che, avendo espresso un voto in favore di una lista poi risultata di minoranza, successivamente esprime, in sede di votazione individuale, una preferenza per un candidato della lista del **CdA**, non ha in alcun modo contribuito al risultato conseguito dalla lista del **CdA**; non vi è, dunque, ragione per ritenerlo a tale lista collegato, in assenza di altri elementi di segno contrario.

5.3. In terzo luogo, l'eventualità di (non meglio definite) "*manovre di disturbo da parte delle minoranze*" e il possibile aumento del "*grado di incertezza sulla composizione finale del consiglio*" – circostanze rappresentate dalla Consob come conseguenze non desiderabili dell'estensione della legittimazione a partecipare alla votazione individuale anche ai soci che in prima battuta non hanno concorso alla votazione della lista del **CdA** –, costituiscono: (a) il secondo, un rischio insito nella previsione per cui la lista del **CdA** deve contenere un numero di candidati superiore (di un terzo) al numero di componenti del **CdA** da eleggere (articolo 147-*ter*.1, comma 1, lett. b) TUF) – rischio dunque dipendente non solo, e non tanto, dal riconoscimento a tutti i soci della legittimazione a partecipare alla votazione individuale; (b) il primo, un elemento ostativo delineato in termini generici e non supportato da elementi di riscontro.

Si tratta, in ogni caso, di conseguenze prevedibili e dunque fronteggiabili per mezzo dell'individuazione dei singoli candidati inclusi nella lista del **CdA**; individuazione che è rimessa all'iniziativa unilaterale del **CdA** uscente – non potendo i soci in alcun modo concorrervi – e che dunque rientra, in ultima analisi, nella responsabilità dell'organo amministrativo.

5.4. Su un piano più generale la Sezione osserva che il riconoscimento della legittimazione in questione all'organo assembleare nella sua interezza pare corrispondere ad una specifica preoccupazione del legislatore volta a mitigare gli effetti dirompenti che lo strumento in esame è suscettibile di produrre nell'ambito delle dinamiche societarie.

In altri termini, l'opzione legislativa volta a consentire al **CdA** di esprimere una propria lista, così incidendo sulle dinamiche predette in una delle principali materie attribuite alla competenza dell'organo assembleare (la nomina dei componenti del **CdA**), si è accompagnata ad una correzione rappresentata dalla possibilità, (anche) per i soci che non hanno contribuito al successo della lista del **CdA**, di esprimersi quantomeno sui singoli candidati che a detta lista sono riconducibili. L'apparire del **CdA** sul terreno dell'iniziativa elettorale e l'elevata incidenza di tale iniziativa sul funzionamento di società spesso prive di soci di riferimento ha portato, verosimilmente, ad un

recupero, in veste di bilanciamento, del ruolo dei soci (tutti) quantomeno nella fase di scelta dei singoli candidati annoverati dalla lista del **CdA**.

Trattasi, a ben vedere, di una scelta che meglio garantisce quella stessa parità di trattamento degli azionisti che è evocata – secondo l'avviso della Sezione, non a proposito – a sostegno della contraria opzione volta a restringere la legittimazione in questione.

5.5. La Sezione ritiene, pertanto, che l'articolo 147-*ter*.1, comma 3, lett. a), n. 1 TUF debba essere interpretato nel senso che alla votazione individuale sui singoli candidati contemplati dalla lista del **CdA** proceda l'organo assembleare nel suo complesso, inclusi i soci che non hanno votato la lista del **CdA**, avendo espresso il loro voto per una lista diversa da quella del **CdA** o essendosi astenuti o non avendo comunque partecipato al voto.

6. Nelle predette considerazioni trovano risposte le questioni sottoposte all'esame della Sezione.

P.Q.M.

Nei sensi di cui in motivazione è il parere della Sezione.

L'ESTENSORE  
Davide Miniussi

IL PRESIDENTE  
Carlo Saltelli

IL SEGRETARIO  
Maria Grazia Salamone