



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO  

---

FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA  
Dottorato in Studi Giuridici  
Comparati ed Europei

**Corso di Dottorato in Studi Giuridici Comparati ed Europei**

XXXI ciclo

Tesi di dottorato

**Il voto di lista per l'elezione dell'organo  
amministrativo nelle società per azioni  
quotate: aspetti pratici e prospettive evolutive**

*Relatore*  
**Prof. Corrado Malberti**

*Dottorando*  
**Roberto Caspani**

Anno accademico 2017/2018





UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO  
FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA  
Dottorato in Studi Giuridici  
Comparati ed Europei

**Roberto Caspani**

**Il voto di lista per l'elezione  
dell'organo amministrativo nelle  
società per azioni quotate:  
aspetti pratici e prospettive  
evolutive**

**Relatore Corrado Malberti**

Anno Accademico 2017/2018



**Indirizzo specialistico in Diritto privato, privato comparato e commerciale**

**XXXI ciclo**

**Esame finale: 02/07/2019**

**Commissione esaminatrice:**

**Marco Saverio Spolidoro, Università Cattolica di Milano**

**Giuseppe Bellantuono, Università di Trento**

**Caterina Sganga, Università Sant'Anna di Pisa**



## ABSTRACT

### CAPITOLO PRIMO

#### ORIGINE ED EVOLUZIONE DEL VOTO DI LISTA

1. Il voto di lista per la nomina dell'organo amministrativo delle società quotate a (oltre) dieci anni dalla sua introduzione ..... 11
2. La nomina degli amministratori di S.p.A. in generale..... 13
3. Il voto di lista nella L. 474/1994..... 17
4. La disciplina per la nomina del collegio sindacale nel Testo Unico della Finanza ..... 20
5. Il voto di lista per l'elezione del consiglio di amministrazione delle società quotate ..... 23
6. La disciplina regolamentare..... 31
7. Il voto di lista nel Codice di autodisciplina delle società quotate..... 37

### CAPITOLO II

#### IL RUOLO DELL'ORGANO AMMINISTRATIVO NELL'AMBITO DELLA CORPORATE GOVERNANCE DELLE SOCIETÀ PER AZIONI QUOTATE

1. Il ruolo dell'organo gestorio nella governance societaria e gli effetti su di esso della delega di funzioni. .... 41
2. La funzione dell'organo di amministrazione delle società per azioni in genere. .... 47
3. Il passaggio dal managing board al monitoring board: spunti dall'esperienza statunitense..... 72
4. Il monitoring board in Italia: tracce di una convergenza internazionale dei modelli di corporate governance..... 88

### CAPITOLO TERZO

I “FALLIMENTI” DEL VOTO DI LISTA: PRINCIPIO MAGGIORITARIO,  
INVERSIONE DI MAGGIORANZA E MINORANZA, PROSPETTIVE  
EVOLUTIVE

1. Amministratori di minoranza ed amministratori indipendenti.....	96
2. Quando il voto di lista si inceppa: il paradosso del consiglio di amministrazione nominato dalla minoranza .....	102
3. Possibili interventi statutari per reagire all’incompleta formazione dell’organo di amministrazione a seguito dell’inversione assembleare di maggioranza e minoranza... ..	121
4. ... : in particolare, il possibile ruolo della lista presentata dall’organo di amministrazione uscente. ....	128
5. Prospettive evolutive della disciplina legale del voto di lista alla luce delle difficoltà operative dell’istituto.....	144
CONCLUSIONI .....	159
BIBLIOGRAFIA .....	161



## ABSTRACT

Il voto di lista è un istituto che il legislatore ha scelto di imporre quale unico sistema utilizzabile per l'elezione dell'organo amministrativo di tutte le società per azioni quotate a seguito dei noti scandali finanziari dei primi anni duemila e che rappresenta un *unicum* nel panorama internazionale.

Attesa la funzione di strumento volto a tutelare i soci di minoranza del voto di lista, il presente lavoro trae spunto da una serie di vicende verificatesi nel corso delle assemblee dei soci di alcune importanti società che hanno mostrato i limiti di tale sistema elettorale e si propone di verificare se, a fronte di questa ipotesi di fallimento dell'istituto, sia auspicabile un intervento normativo di modifica della disciplina di cui all'art. 147-ter del Testo Unico della Finanza ovvero se il dato normativo conceda *rebus sic stantibus* spazi di autonomia statutari sufficienti a fronteggiare le problematiche emerse nella prassi.

Nell'analizzare le caratteristiche del voto di lista si è avuto modo di rilevare come il riconoscimento a livello legislativo di un vero e proprio diritto, per i soci di minoranza, di nominare un componente dell'organo gestorio, abbia avuto inevitabili riflessi sia sul sempre sfuggente concetto di interesse sociale sia sul ruolo di cui è investito il consiglio di amministrazione, al quale non sembra potersi oggi disconoscere anche una funzione di composizione, almeno in senso lato, dei diversi interessi riferibili alle varie tipologie di soci (industriali, investitori di breve, medio o lungo periodo...).

Dall'elaborazione dei dati a sugli assetti proprietari delle società le cui assemblee si sono trovate a dover fronteggiare ipotesi di c.d. inversione della maggioranza con la minoranza è emerso come il voto di lista rischi di andare in crisi in presenza di emittenti il cui capitale è particolarmente diffuso tra il pubblico, almeno in relazione a quanto tradizionalmente si verifica in un mercato storicamente caratterizzato da assetti proprietari fortemente concentrati com'è

quello italiano. Traendo in parte spunto dall'esperienza statunitense - ove al contrario la *public company* è realtà diffusissima - si è giunti alla conclusione per cui, pur non mancando allo stato attuale spazi di autonomia statutaria a disposizione degli emittenti per rispondere ad eventuali situazione di fallimento del voto di lista, sarebbe opportuno che il legislatore, nel medio periodo, mettesse mano alla disciplina in oggetto affiancando all'attuale sistema (che, in virtù dei suoi indubbi pregi, andrebbe comunque mantenuto obbligatorio per le società ad azionariato concentrato) un sistema elettorale alternativo che le società in cui nessun socio detenga più del 20% (massimo 30%) dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea ordinaria potrebbero volontariamente adottare.

Il sistema immaginato si propone di realizzare una maggiore proporzionalità nella ripartizione dei seggi tra le varie liste di candidati e si caratterizza in particolare per la previsione di un obbligo per il consiglio di amministrazione uscente di presentare una propria lista e per la possibilità di votare singoli candidati anche appartenenti a liste diverse e non necessariamente una ed una sola lista in blocco.

## CAPITOLO PRIMO

### ORIGINE ED EVOLUZIONE DEL VOTO DI LISTA

#### ***1. Il voto di lista per la nomina dell'organo amministrativo delle società quotate a (oltre) dieci anni dalla sua introduzione***

È noto che, a seguito dell'entrata in vigore della L. 28 dicembre 2005, n. 262 (Legge sulla tutela del risparmio), le società italiane con azioni quotate in un mercato regolamentato (italiano o comunitario) sono tenute ad adottare, quale unico sistema per la nomina dei componenti del consiglio di amministrazione, quello del voto di lista. Questo strumento, introdotto nel nostro ordinamento in risposta ad una serie di scandali finanziari che avevano esposto le carenze del sistema di *corporate governance* delle società quotate, è stato adottato al dichiarato fine di consentire ad azionisti diversi da quello di controllo o quantomeno di maggioranza di eleggere almeno un consigliere di proprio gradimento all'interno dell'organo di amministrazione della società.

Il voto di lista costituisce allo stato attuale probabilmente la principale peculiarità del modello legale di *corporate governance* delle società quotate italiane e, come si vedrà meglio più avanti, ha ricevuto giudizi prevalentemente positivi tanto a livello dottrinale quanto dagli operatori del settore. Tuttavia, in tempi recenti il voto di lista è stato causa di alcune singolari vicende assembleari, determinando esiti in un certo senso paradossali del procedimento di elezione dell'organo gestorio in un numero non più trascurabile di emittenti.

E' infatti accaduto che nelle assemblee dei soci di alcune importanti società quotate italiane chiamate a votare per il rinnovo del proprio consiglio di

amministrazione, la lista presentata da alcuni azionisti di (presunta) minoranza abbia ottenuto, all'esito della contesa elettorale, una quota particolarmente consistente di voti ed in alcuni casi addirittura la maggioranza degli stessi, mentre la lista presentata da chi, fino a quel momento, era il socio di maggioranza è uscita sconfitta, risultando seconda per numero complessivo di voti ottenuti. Questo fenomeno, che in linea puramente teorica non crea difficoltà particolari - ed anzi dimostra la bontà di un sistema come quello del voto di lista che consente la rappresentazione in consiglio le istanze di diversi gruppi di azionisti - alla prova pratica ha tuttavia portato alla elezione nel consiglio di amministrazione di una maggioranza di consiglieri facenti parte della lista che ha ottenuto il minor numero di voti a fronte di una minoranza di consiglieri tratti dalla lista maggiormente votata; ciò in quanto quest'ultima è generalmente presentata da investitori istituzionali i quali, come si vedrà, per scelta o per imposizione legislativa, non possono o non vogliono partecipare attivamente alla gestione delle società nelle quali investono.

Alla luce di queste particolari vicende si può convenire sulla sicura rilevanza di un'indagine che abbia ad oggetto le caratteristiche essenziali del voto di lista per come adottato nella pratica ed il suo impatto sulla *governance* societaria al fine di verificare l'opportunità che lo stesso continui a costituire il solo sistema per la nomina dei componenti dell'organo amministrativo delle società per azioni quotate ammesso nel nostro ordinamento.

Il presente lavoro si propone pertanto di indagare innanzitutto se ed in che misura la presenza nel consiglio di amministrazione di consiglieri eletti da una minoranza di azionisti rappresenti un efficace strumento di *governance* e, in secondo luogo, se la disciplina nazionale in tema di voto di lista sia tutt'ora adatta alle attuali caratteristiche strutturali delle società quotate italiane ovvero se, a distanza di oltre dieci anni dalla sua introduzione, sia giunto il momento di una sua revisione.

In quest'ottica, anche una visione di tipo comparatistico può rivelarsi uno strumento in una certa misura utile. In particolare, sembra possibile ricavare alcune interessanti indicazioni dall'esperienza statunitense che, pur nella notevole diversità

di contesto sia giuridico che socio-economico, presenta alcuni significativi punti di contatto con la situazione italiana. Innanzitutto perché anche gli Stati Uniti, come ed anzi prima dell'Italia, si sono trovati nella situazione di dover ripensare alcuni istituti societari in conseguenza di clamorosi scandali finanziari che hanno esposto alcune evidenti lacune del sistema di *corporate governance* delle società quotate; in secondo luogo poiché, pur tenendo conto della differenza tra società quotate italiane e statunitensi per quanto concerne la struttura degli assetti proprietari, anche oltre oceano nell'ultimo decennio si è ampiamente dibattuto circa l'opportunità dell'adozione di sistemi di elezione dell'organo amministrativo in grado di limitare le inefficienze derivanti dagli inevitabili conflitti di interesse che sorgono tra i diversi soggetti coinvolti nella vita della società (cc. dd. *agency problems*). Nel contesto del presente lavoro l'analisi dell'esperienza statunitense verrà dunque proposta e sviluppata principalmente al fine di verificare se, tenuto conto della crescente partecipazione di investitori istituzionali, soprattutto stranieri, nel capitale delle società quotate italiane e della conseguente minor concentrazione dell'azionariato, alcuni degli strumenti giuridici diffusi in tale ordinamento possano rivelarsi adattati alle mutate esigenze del mercato italiano.

## ***2. La nomina degli amministratori di S.p.A. in generale***

Nella grande impresa organizzata in forma societaria esiste, come ben noto, una fisiologica separazione tra proprietà ed amministrazione e quindi tra soci, ossia coloro che, secondo la definizione ricavabile dall'art. 2247 c.c., con il contratto di società convengono di conferire beni o servizi per l'esercizio in comune di un'attività economica, ed amministratori, cioè i soggetti chiamati a gestire le risorse apportate dai soci esercitando tramite di esse l'attività economica indicata dai soci medesimi in modo da produrre un risultato economico positivo (utile). Gli amministratori sono dunque, nella sostanza, coloro che agiscono per conto dei soci e per questa ragione spetta ai soci il diritto di nominarli al momento della costituzione della società e poi successivamente ad intervalli periodici. Nel riconoscere questa prerogativa dei soci, il codice civile del 1942 ha abbracciato il

principio maggioritario, in base al quale l'assemblea dei soci delibera a maggioranza sugli argomenti di propria competenza, potendo pertanto prescindere dal consenso unanime di tutti i suoi componenti. In particolare, per quanto riguarda la società per azioni, l'art. 2368, comma 1, c.c., già nella sua formulazione originaria (antecedente alla riforma del 2003) sanciva la regola per cui l'assemblea dei soci regolarmente costituita opera secondo la regola maggioritaria e, dunque, quando si riunisce in composizione ordinaria assume le proprie deliberazioni a maggioranza semplice. Per mitigare la regola maggioritaria, evidentemente suscettibile di usi distorti, il legislatore ha predisposto una serie di correttivi, in particolare prevedendo alcune soglie minime di partecipazione all'adunanza e di condivisione delle scelte che devono essere raggiunte in sede assembleare affinché si possa produrre una deliberazione valida e come tale vincolante per tutti i soci, ancorché assenti, dissenzienti o astenuti. Tuttavia, per garantire la possibilità di funzionamento dell'assemblea e quindi, in ultima istanza, l'operatività della società, questi *quorum* non si applicano quando si tratti di assumere decisioni essenziali per la sopravvivenza della società stessa, come avviene in particolare con riguardo all'approvazione del bilancio ed alla scelta degli amministratori.

Il sistema legale delineato dal codice civile, e ancora prima dal codice del commercio del 1882<sup>1</sup>, consente in pratica al socio - o al gruppo di soci - che detiene la maggioranza delle azioni (o, più correttamente, dopo l'introduzione anche nel nostro sistema delle azioni a voto maggiorato o plurimo, la maggioranza dei diritti di voto) di scegliere in totale autonomia tutti i soggetti chiamati ad amministrare la società.

Posta la disciplina legale per la nomina degli amministratori, lo stesso codice civile riconosce poi espressamente la possibilità di discostarsi da essa e dalla regola maggioritaria, riconoscendo all'autonomia statutaria la facoltà di stabilire "norme particolari" per la nomina delle cariche sociali.

---

<sup>1</sup> Già nel sistema delineato nel codice del commercio del 1882, infatti, la nomina degli amministratori era di competenza dell'assemblea generale dei soci riunita in composizione ordinaria la quale, ai sensi dell'art. 157, deliberava, in seconda convocazione, a maggioranza "qualunque sia la parte di capitale rappresentata dai soci intervenuti".

In base ad una lettura sistematica dell'art. 2368 c.c. nel suo complesso si può evincere che l'espressione "norme particolari" utilizzata dal legislatore si pone in rapporto di regola ad eccezione rispetto alla proposizione immediatamente precedente, secondo cui "l'assemblea delibera a maggioranza assoluta, salvo che lo statuto richieda una maggioranza più elevata". In altri termini, mentre la regola generale è quella per cui le proposte presentate all'assemblea dei soci, per potersi considerare approvate, devono ricevere il voto favorevole di almeno la metà più una delle azioni presenti o regolarmente rappresentate in assemblea, salvo che lo statuto non abbia previsto un *quorum* deliberativo superiore, l'art. 2368 c.c. eccezionalmente consente un abbassamento del numero di voti necessari per l'approvazione della proposta relativa alla nomina delle cariche sociali: posto che, com'è ovvio, ogni deliberazione deve ricevere il sostegno di una maggioranza, la norma in questione consente in definitiva di sostituire alla maggioranza assoluta la diversa regola della maggioranza relativa<sup>2</sup>.

Questa ricostruzione dell'art. 2368 c.c. ha portato in passato a dubitare della riconducibilità del voto di lista tra le "norme particolari" la cui introduzione negli statuti il legislatore ha inteso legittimare: si potrebbe infatti ritenere l'istituto in questione uno strumento che, anziché andare nella direzione di una maggiore facilità deliberativa, intende realizzare una più ampia condivisione nell'elezione

---

<sup>2</sup> Con riguardo alle espressioni maggioranza assoluta e relativa si rende a questo punto necessaria una precisazione terminologica. Qui, come nel resto del presente lavoro, il primo termine viene utilizzato (come già in G.U. RESCIGNO, voce *Principio maggioritario*, in *Enciclopedia giuridica*, XXVII, Roma, 1991, 4 ss.) per indicare un numero di voti pari alla metà più uno di tutti i voti complessivamente esercitati nell'assemblea (si tratta dunque dello stesso concetto individuato dall'espressione anglosassone *majority voting*); per maggioranza relativa si intende invece un numero di voti superiore a quello ottenuto da ciascuna altra parte (*plurality voting*). Si tratta di definizioni peraltro non del tutto pacifiche: ad esempio, per F. GALGANO, *La forza del numero e la legge della ragione. Storia del principio di maggioranza*, Bologna, 2007, 139, la maggioranza assoluta consiste nella maggioranza in rapporto alla totalità degli aventi diritto di voto mentre è relativa la maggioranza calcolata in rapporto al numero dei voti effettivamente esercitati. Per considerazioni più complete ed approfondite sul tema v. A. PIZZORUSSO, *Minoranze e maggioranze*, Torino, 1993, 11 ss..

delle cariche sociali mediante l'innalzamento dei *quorum* piuttosto che tramite la loro riduzione<sup>3</sup>.

Non a caso le interpretazioni della norma in questione fornite dalla dottrina (e anche dalla giurisprudenza) negli anni successivi all'entrata in vigore del codice civile sono state le più varie<sup>4</sup>: a fronte di chi, in base ad una lettura particolarmente restrittiva, negava qualsiasi possibilità di deroga alla regola maggioritaria in favore di un sistema in grado di garantire una rappresentazione proporzionale della compagine sociale nel consiglio di amministrazione<sup>5</sup>, altra dottrina riconosceva, invece, la legittimità del solo voto di lista al fine di consentire la nomina di amministratori espressione della minoranza<sup>6</sup>, mentre una terza ricostruzione, più permissiva, ammetteva senza particolari distinzioni o limitazioni la possibilità che lo statuto riservasse la nomina di alcuni amministratori alle minoranze<sup>7</sup>.

---

<sup>3</sup> Considerazioni di questo tipo sono svolte da N. CIOCCA, *Il voto di lista nelle società per azioni*, Milano, 2018, 43, la quale correttamente sottolinea la singolarità, da questo punto di vista, del voto di lista, che ottiene il risultato di una maggiore condivisione nella nomina dei componenti degli organi societari "facendo ricorso, almeno in parte, ad una regola di maggioranza relativa per la sua applicazione".

<sup>4</sup> Per una ricostruzione degli orientamenti dottrinari sul punto si rinvia a W. BIGIARI, *I commercialisti e la fantasia*, in *Riv. dir. civ.*, 1956, I, 1023 ss..

<sup>5</sup> T. ASCARELLI, *I problemi delle società anonime per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, I, 8 ss..

<sup>6</sup> S. SOTGIA, *Osservazioni in tema di nomina alle cariche sociali ecc.*, in *Nuova riv. dir. comm.*, 1947-48, II, 120.

<sup>7</sup> In questo senso, tra gli altri, G. FERRI, *Manuale di diritto commerciale*<sup>1</sup>, 1950, 225. In termini più generali si può rilevare come l'evoluzione del pensiero giuridico e della prassi societaria ha portato, nel corso degli anni, ed in particolare dopo la riforma della disciplina delle società di capitali del 2003, ad un sempre maggiore consenso nei confronti di quelle tesi volte a valorizzare l'autonomia statutaria, riconoscendo ambiti di derogabilità della disciplina legale via via crescenti. Senza poter ulteriormente approfondire il tema, ci si limita in questa sede ad evidenziare come in tempi più recenti, a seguito dell'introduzione nel nostro ordinamento delle azioni a voto plurimo ed a voto maggiorato, pare essere in corso di graduale superamento anche quello che è stato tradizionalmente individuato dalla dottrina come limite ultimo - e forse unico - all'autonomia contrattuale in materia, ossia il principio per cui è comunque riservata alla maggioranza dei soci la nomina della maggioranza dei componenti del consiglio di amministrazione, essendo per converso possibile attribuire ai soci che non rappresentino la maggioranza della società solamente il diritto di eleggere una componente minoritaria dell'organo amministrativo. E' sintomatica di tale mutata prospettiva la posizione espressa dal Commissione Società del Consiglio Notarile di Milano nella massima n. 142 del 19 maggio 2015, nella quale, oltre a concludere nel senso della legittimità di quelle clausole statutarie con cui si attribuisce ad una o più categorie di azioni, quale "diritto diverso" ai sensi



Per quanto concerne in particolare il voto di lista, nonostante la progressiva apertura degli studiosi nei confronti dell'autonomia statutaria<sup>8</sup> e l'orientamento complessivamente favorevole della giurisprudenza, si è dovuto attendere sino alla L. 474/1994 perché fossero fugati gli ultimi dubbi sulla sua legittimità. È infatti solo con questo intervento legislativo che l'istituto è stato espressamente riconosciuto dal legislatore come una di quelle norme particolari cui l'art. 2368 c.c. fa riferimento.

### ***3. Il voto di lista nella L. 474/1994***

Con la L. 30 luglio 1994, n. 474, il Parlamento ha provveduto alla conversione in legge del d.l. 31 maggio 1994, n. 332, con cui sono state dettate una serie di norme aventi la finalità di accelerare le procedure di dismissione delle partecipazioni dello Stato e di altri enti pubblici in società per azioni. Per quanto qui interessa, l'art. 3 del decreto stabilisce, per tutta una serie di società operanti in determinati settori, direttamente o indirettamente controllate dallo Stato o da enti pubblici, la possibilità di prevedere nello statuto una soglia massima di possesso azionario, sancendo al contempo, per le partecipazioni diverse da quelle detenute dallo Stato, da enti pubblici o da soggetti da questi controllati, che il superamento della soglia determini una sterilizzazione del diritto di voto e dei diritti di carattere

---

dell'art. 2348 c.c., il diritto di nominare uno o più componenti del consiglio di amministrazione e del collegio sindacale, o del consiglio di sorveglianza nel sistema dualistico, viene espressa anche l'opinione per cui «[i]l numero degli amministratori, dei sindaci o membri del consiglio di sorveglianza nominabili da ciascuna categoria non deve necessariamente essere proporzionale al numero delle azioni della categoria medesima, né al numero dei voti ad esse spettanti, bensì può coincidere anche con la maggioranza o la totalità dei componenti dell'organo. Resta fermo il limite stabilito dall'art. 2351, comma 2, ult. frase, c.c., in forza del quale le azioni a voto “non pieno” (e pertanto anche quelle cui non spetta il diritto di nominare o di partecipare alla deliberazione di nomina di amministratori e sindaci) non possono comunque eccedere la metà del capitale sociale».

<sup>8</sup> Si veda in particolare G. SCALFI, *Clausole particolari per la nomina degli amministratori di società per azioni (art. 2368, comma 1, c.c.)*, in *Riv. soc.*, 1971, I, 41 ss., e successivamente G. CASELLI, *Vicende del rapporto di amministrazione*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Torino, 1991, IV, 20 ss..

non patrimoniale relativi alle azioni eccedenti detto limite. Per le società che decidono di avvalersi della possibilità loro offerta e fissino dunque un tetto massimo di partecipazione, l'art. 4 stabilisce poi l'obbligo di introdurre una clausola statutaria, "immodificabile fintanto che permanga la previsione del limite stesso", che imponga il ricorso alla tecnica del voto di lista per la nomina dei componenti gli organi sociali. Il legislatore si è inoltre preoccupato<sup>9</sup> di dettare per il voto di lista una disciplina specifica che prevede, tra l'altro: (i) un obbligo di convocazione dell'assemblea chiamata ad eleggere l'organo amministrativo con almeno trenta giorni di anticipo rispetto alla data dell'adunanza; (ii) precisi adempimenti pubblicità relativi alle liste di candidati, consistenti in particolare nel deposito delle stesse presso la sede sociale e nella pubblicazione di un annuncio su tre quotidiani a diffusione nazionale, di cui due economici, rispettivamente, almeno venti e dieci giorni prima dell'adunanza; (iii) una riserva di almeno un quinto dei posti in consiglio in favore di candidati tratti da liste di minoranza; (iv) l'applicazione della medesima disciplina anche per l'elezione del collegio sindacale, ma con riserva per le minoranza di un solo sindaco. Da ultimo, occorre ricordare come il d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27, tramite l'introduzione del nuovo comma 1-bis dell'art. 4, L. 474/1994 - ai sensi del quale "alle società di cui al comma 1 con azioni quotate nei mercati regolamentati si applica quanto previsto dagli articoli 125-bis, 147-ter e 148 del decreto legislativo 24 settembre 1998, n. 58 (...)" - abbia operato una estensione alle società "privatizzate" della disciplina oggi prevista dal Testo Unico delle Finanza (d'ora in avanti anche "TUF") con riguardo alla soglia minima di

---

<sup>9</sup> La tecnica legislativa adottata è stata da più parti criticata. In particolare R. COSTI, *Privatizzazione e diritto delle società per azioni*, in *Giur. comm.*, 1995, I, 93, evidenzia come si tratti di "norme «regolamentari», che il legislatore avrebbe potuto con vantaggio rimettere alla definizione della Consob (...). Aver fissato sul punto norme legislative inderogabili e valide in generale per tutte le società nelle quali fosse introdotto il voto di lista, determinerà certamente situazioni di rigidità che potranno rivelarsi dannose (...) questo pericolo appare anche più consistente quando si tenga presente la lacunosità della disciplina". Alcuni dubbi interpretativi derivanti dall'utilizzo di una tecnica legislativa approssimativa sono evidenziati anche in P. MARCHETTI, *Riforma del collegio sindacale e ruolo dei revisori*, in *Giur. comm.*, 1995, I, 101-102.

possesso azionario richiesta per la presentazione di liste di candidati per l'elezione del consiglio di amministrazione.

Volendo svolgere alcune brevi considerazioni sulla disciplina *de qua*, pur tenendo presente che la sua portata non deve essere eccessivamente enfatizzata, considerato soprattutto il suo ristretto ambito di applicazione, occorre innanzitutto sottolineare come non di meno essa rappresenti un momento centrale per lo sviluppo del sistema del voto lista nel nostro ordinamento<sup>10</sup>.

Peraltro, in questa sua prima manifestazione a livello legislativo il voto di lista ha suscitato pareri contrastanti con riferimento alle finalità sottese alla sua introduzione. Da una parte si sottolineava infatti come l'esposta disciplina, in quanto contenuta nella Legge sulle privatizzazioni, fosse da ricondurre nell'ambito del diritto speciale anziché in quello del diritto comune e come le relative norme avessero necessariamente carattere transitorio. In pratica, con il voto di lista il legislatore intendeva favorire il passaggio delle società privatizzande da un assetto azionario particolarmente concentrato ad una struttura proprietaria maggiormente dispersa, così realizzando una migliore distribuzione del potere fra gli azionisti<sup>11</sup>. Si trattava quindi non tanto (o comunque non solo) di una disciplina volta a garantire una migliore tutela delle minoranze azionarie quanto piuttosto di uno strumento finalizzato ad accrescere l'interesse degli investitori nei confronti di società che per la prima volta si aprivano al mercato, agevolando la nomina di un rappresentante nell'organo amministrativo e, per tale via, un più immediato controllo da parte dei soci sull'operato del *management*<sup>12</sup>. Altra dottrina, invece, ha evidenziato come nel processo di privatizzazione attuato con la legge in questione la principale funzione del voto di lista fosse da ricondurre alla volontà del legislatore di "evitare rischi sia di *entrenchment* del *management*, sia di acquisizione del controllo del CdA da parte di soggetti con quote esigue di

---

<sup>10</sup> C. MALBERTI, E. SIRONI, *L'adeguamento delle società quotate al procedimento di nomina del consiglio di amministrazione mediante voto di lista: un'analisi empirica*, in *Riv. soc.*, 2008, 730.

<sup>11</sup> In tal senso ancora R. COSTI, *op. cit.*, 92.

<sup>12</sup> Cfr. F. CHIAPPETTA, *Diritto del governo societario*, Padova, 2010, 159.

capitale”<sup>13</sup>; al contempo si doveva riconoscere al voto di lista anche una funzione per così dire economica, nel senso che “lo Stato ha considerato che il prezzo di collocamento delle azioni sarebbe stato diverso da quello realizzabile in assenza del voto di lista”<sup>14</sup>.

E’ quindi interessante notare come il voto di lista, per come disciplinato nella L. 474/1994, non costituisce probabilmente, nella visione del legislatore dell’epoca, un istituto volto a favorire la partecipazione delle minoranze al governo della società quanto piuttosto una previsione destinata a fungere da contraltare alla introduzione di limiti quantitativi al possesso azionario, al fine di impedire che soci detentori di una partecipazione sociale relativamente esigua potessero assumere il controllo della società nominando tutti gli amministratori ed i sindaci<sup>15</sup>.

Occorre in ultimo segnalare come la normativa in tema di società privatizzande contenesse una previsione, particolarmente interessante nell’ottica del presente lavoro, in base alla quale la presentazione di liste non veniva riservata esclusivamente ai soci titolari di una determinata percentuale di azioni aventi diritto di voto nell’assemblea ordinaria, riconoscendosi tale possibilità anche agli amministratori uscenti. Si avrà modo di tornare più diffusamente sul punto quando si parlerà della legittimità o meno, nell’attuale sistema, della previsione statutaria che legittimi il consiglio di amministrazione a sottoporre all’assemblea una lista di candidati alla propria successione.

#### ***4. La disciplina per la nomina del collegio sindacale nel Testo Unico della***

##### ***Finanza***

---

<sup>13</sup> M. BELCREDI, *Amministratori indipendenti, amministratori di minoranza, e dintorni*, in *Riv. soc.*, 2005, 863-864.

<sup>14</sup> M. BELCREDI, *op. cit.*, 866. Si è così tentato di evitare una collocazione a prezzi eccessivamente bassi delle partecipazioni pubbliche, che già scontavano la riserva di “poteri speciali” in capo allo Stato (in particolare la c.d. *golden share*); per tutti, cfr. P.G. JAEGER, *Privatizzazioni; «Public companies»; problemi societari*, in *Giur. comm.*, 1995, I, 6.

<sup>15</sup> In questo senso anche C. MALBERTI, E. SIRONI, *op. cit.*, 730.

Ulteriore per quanto parziale affermazione del voto di lista quale strumento tipico per l'elezione degli organi sociali degli emittenti italiani quotati si è avuta per effetto dell'entrata in vigore del Testo Unico della Finanza (d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58) che, pur senza prevedere una speciale disciplina per l'elezione dell'organo amministrativo delle società quotate, si proponeva tra i suoi obiettivi quello di potenziare gli strumenti di tutela dei soci di minoranza<sup>16</sup>. In particolare, l'art. 148, comma 2, TUF, nella sua versione originaria, sanciva l'obbligo di inserire nello statuto sociale previsioni in grado di garantire che almeno uno dei membri effettivi dell'organo di controllo potesse essere nominato dalla minoranza (il numero minimo di sindaci di minoranza era elevato a due in caso di collegio sindacale composto da più di tre sindaci). Benché la norma non contenesse all'epoca alcun espresso riferimento al voto di lista, lasciando dunque ciascuna società libera di adottare il sistema elettorale ritenuto più consono al raggiungimento del risultato voluto dal legislatore, la tecnica in esame risultò nei fatti quella di gran lunga più utilizzata, probabilmente anche in considerazione dell'esperienza maturata per effetto della Legge sulle privatizzazioni<sup>17</sup>.

Tuttavia, se da un lato la scelta di prevedere l'obbligo per le società quotate di nominare un sindaco "di minoranza" ha rappresentato un importante momento per l'affermazione a livello normativo dell'istituto del voto di lista, per contro non si può non rilevare come il legislatore del 1998 abbia preferito limitare la rappresentanza delle minoranze azionarie al solo organo di controllo; all'epoca della sua entrata in vigore, infatti, il TUF non conteneva alcuna disposizione volta a disciplinare il procedimento di elezione degli amministratori, ai quali restava

---

<sup>16</sup> Si esprimeva chiaramente in tal senso l'art. 21, comma 4, della L. 6 febbraio 1996, n. 52, che, nel delegare il governo a prevedere modifiche relative alla "disciplina relativa alle società emittenti titoli sui mercati regolamentati", indicava quali temi su cui concentrare in particolar modo l'attenzione collegio sindacale, poteri delle minoranze, sindacati di voto e rapporti infragruppo, "secondo criteri che rafforzino la tutela del risparmio e degli azionisti di minoranza".

<sup>17</sup> Cfr. E. FAZZUTTI, *La nomina dei sindaci nelle società «quotate» (e non)*, in *Giur. comm.*, 2000, I, 39 ss..

pertanto applicabile la disciplina di diritto comune contenuta nel codice civile<sup>18</sup>. Il d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, nella sua formulazione originaria, incideva infatti in via solo indiretta sulla disciplina dell'organo amministrativo delle società quotate, attraverso la previsione di norme dettate per il collegio sindacale dalle quali era possibile ricavare alcune delle specifiche funzioni attribuite dalla legge agli amministratori: si pensi, a titolo di esempio, al dovere dell'organo amministrativo di predisporre una struttura organizzativa consona alle caratteristiche della società, che si ricava dall'art. 149, comma 1, lett. c), TUF, ai sensi del quale il collegio sindacale vigila, tra l'altro, sull'adeguatezza della struttura organizzativa della società.

La scelta di limitare il coinvolgimento delle minoranze alla sola elezione dei componenti dell'organo di controllo, mantenendo per contro la nomina dell'intero consiglio di amministrazione saldamente nelle mani dell'azionista di maggioranza, benché giustificabile in considerazione delle diverse funzioni dei due organi<sup>19</sup>, rappresentava senza dubbio una soluzione timida, di compromesso, soprattutto considerato l'obiettivo di incrementare la tutela delle minoranze che il testo unico espressamente si poneva e tenuto altresì conto del fatto che la L. 474/1994 aveva

---

<sup>18</sup> Tanto che, come rilevato da M. STELLA RICHTER *Jr.*, *Art. 147-ter*, in *Le società per azioni*, diretto da Pietro Abbadessa e Giuseppe B. Portale, Milano, 2016, II, 4194, prima dell'entrata in vigore della L. 262/2005, "nulla escludeva - almeno in teoria e sul piano del sistema legislativo - che una società quotata potesse avere un amministratore unico".

<sup>19</sup> E' interessante notare come già prima della riforma P.G. JAEGER, P. MARCHETTI, *Corporate governance*, in *Giur. comm.*, 1997, I, 628 ss., nel domandarsi se "non si debba compiere una virata per rafforzare i diritti partecipativi e di controllo degli azionisti risparmiatori, che sempre più tendono ad organizzarsi verso intermediari organizzati (gli investitori istituzionali) capaci di esercitare quel monitoraggio sulla gestione che la frammentazione dell'investimento un tempo rendeva illusoria", evidenziavano da un lato che "la disciplina risalente al 1974 perseguiva un modello che troppo poco tiene in conto la c.d. supervisione interna degli azionisti investitori e che, volendo prendere atto del loro disinteresse per la gestione, li estranea eccessivamente offrendo in corrispettivo, con le azioni di risparmio, una tutela patrimoniale rivelatasi, col tempo, del tutto illusoria" e dall'altro che, mentre "la nomina di rappresentanti della minoranza nell'organo di controllo (...) risponde allo scopo di assicurare una maggiore indipendenza e autonomia dei sindaci, la nomina ad amministratori di persone designate dalla minoranza va incontro a obiezioni non trascurabili".

già aperto a soggetti nominati da soci estranei rispetto al gruppo di controllo le porte dei consigli di amministrazione.

Ulteriore attenuazione della portata dell'intervento legislativo del 1998 derivava dal fatto che la disciplina in questione riconoscesse alle minoranze solamente la possibilità di nominare una parte del collegio sindacale, così rendendo in pratica solo eventuale e non obbligatoria l'elezione di sindaci di minoranza<sup>20</sup>.

Considerato infine che anche la riforma delle società di capitali (d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6) non è stata foriera di particolari novità sul punto, essendo rimasta sostanzialmente invariata la disciplina dettata dal Codice Civile del 1942, si può concludere che per l'affermazione generalizzata del voto di lista quale (unica) tecnica di nomina dei componenti degli organi sociali degli emittenti quotati si sarebbe dovuto attendere il verificarsi di un vero e proprio evento traumatico che avrebbe evidenziato l'inadeguatezza di alcuni dei principi fondamentali che caratterizzavano la *corporate governance* delle società con azioni quotate nei mercati regolamentati.

### ***5. Il voto di lista per l'elezione del consiglio di amministrazione delle società quotate***

Il riferimento di cui al termine del paragrafo precedente è evidentemente a tutta quella serie di scandali finanziari che, agli albori del nuovo millennio, si sono succeduti dapprima negli Stati Uniti e poi anche in Italia. In conseguenza di queste vicende, il legislatore nazionale ha ritenuto necessario un intervento normativo finalizzato al miglioramento della *corporate governance* delle società per azioni quotate in un mercato regolamentato italiano o dell'Unione Europea. Questo intervento, realizzato con la cosiddetta Legge sulla tutela del risparmio (L. 28 dicembre 2005, n. 262), ha introdotto, tra le altre cose, un'intera nuova Sezione IV-

---

<sup>20</sup> Per una più approfondita analisi della storia del voto di lista per l'elezione degli organi di controllo delle società quotate si rinvia alla monografia di N. CIOCCA, *op. cit.*, 21 ss..

*bis* del Testo Unico della Finanza dedicata agli “Organi di amministrazione”. Fino a quel momento, come già sopra segnalato, la disciplina speciale in materia di emittenti quotati non dettava prescrizioni particolari sul punto, né in relazione alla struttura dell’organo amministrativo né tanto meno con riguardo alle sue funzioni<sup>21</sup>, tanto che nulla avrebbe impedito ad una società con azioni quotate di affidare la gestione dell’impresa, esattamente come previsto in via generale dalla disciplina codicistica, ad un amministratore unico anziché ad un organo pluripersonale.

La Legge sulla tutela del risparmio, con un intervento senza dubbio innovativo, ha invece reso obbligatoria la previsione statutaria del voto di lista quale meccanismo di selezione degli amministratori, al dichiarato fine di garantire agli azionisti di minoranza la possibilità di nominare (almeno) un componente dell’organo gestorio. L’art. 147-*ter* del d.lgs. 28 febbraio 1998, n. 58, stabilisce infatti che “lo statuto prevede che i componenti del consiglio di amministrazione siano eletti sulla base di liste di candidati” e che “almeno uno dei membri 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”.

In relazione alla nuova disciplina, è stato evidenziato come l’estensione a tutte le società quotate dell’obbligo di adottare il voto di lista quale unico ed inderogabile strumento per la nomina degli amministratori realizzata con la Legge sulla tutela del risparmio rappresenti un “chiaro mutamento nel principio ispiratore”<sup>22</sup> alla base del sistema elettorale degli emittenti soggetti alla disciplina del Testo Unico. Il voto di lista, infatti, non è più visto dal legislatore come uno strumento utile ad invogliare l’investimento nella società, come avvenuto con la

---

<sup>21</sup> Sul punto v. ancora M. STELLA RICHTER *Jr.*, *Appunti sulla evoluzione della disciplina dell’amministrazione delle società quotate e sulle sue prospettive di riforma*, in *Riv. dir. comm.*, 2015, 47.

<sup>22</sup> F. CHIAPPETTA, *Gli amministratori indipendenti e gli amministratori di minoranza*, in *Riv. dir. soc.*, 2010, 855.



precedente normativa in tema di privatizzazioni, rappresentando piuttosto il mezzo attraverso il quale il legislatore ha inteso “assicurare una più efficace tutela agli azionisti estranei al gruppo di comando della società”<sup>23</sup>. A tal proposito occorre rilevare che, se da un lato non pare possibile dubitare del fatto che, anche in considerazione del differente contesto storico e politico che ha ispirato i due interventi normativi in questione, il voto di lista sia stato preso in considerazione nelle due occasioni per scopi non del tutto coincidenti, sembra al contempo innegabile l’esistenza di una certa continuità fra i due provvedimenti. Il principio ispiratore sottostante la scelta di individuare il voto di lista come unico possibile sistema di nomina dell’organo amministrativo è, infatti, sempre il medesimo e consiste nella volontà di consentire a minoranze azionarie qualificate la nomina di almeno un componente del consiglio di amministrazione.

A questo punto, prima di procedere oltre nella trattazione dell’istituto in oggetto, si rende necessaria una breve premessa terminologica. Occorre infatti chiarire che, in questo contesto, l’espressione “voto di lista” non sta ad indicare esclusivamente quella particolare tecnica per la nomina degli organi sociali caratterizzata dalla presentazione (prima) e votazione (poi) di un gruppo di candidati alla carica di amministratore raggruppati in liste da votare o respingere “in blocco”, intendendosi piuttosto fare riferimento con essa ad un vero e proprio sistema elettorale: infatti, ciò che caratterizza l’istituto delineato dall’art. 147-*ter* TUF non è tanto la necessità di procedere alla presentazione di candidati alla carica di amministratore raggruppati in liste con espressione del voto da parte dei soci non con riferimento ai singoli candidati ma solo alla lista nel suo complesso, quanto piuttosto il fatto che questa particolare tecnica elettorale sia stata imposta a livello normativo allo specifico fine di consentire la nomina di almeno un amministratore scelto fra i candidati della lista che ha ottenuto il secondo numero di preferenze. Si tratta pertanto di un autentico sistema elettorale, ossia di uno strumento volto non solo a stabilire le modalità con cui si deve svolgere la procedura elettorale ma anche ad influire sull’esito della stessa.

---

<sup>23</sup> *Ibidem.*

Ciò premesso, tornando ad analizzare la genesi della disciplina dell'istituto, si deve anzitutto notare che la norma in esame, nella sua formulazione attuale, rappresenta il frutto di una serie di interventi legislativi susseguitisi negli anni immediatamente successivi alla sua introduzione ad opera della più volte citata Legge sulla tutela del risparmio.

L'intervento del 2005, ampiamente criticato in dottrina, specialmente per quanto riguarda la tecnica legislativa che lo ha contraddistinto<sup>24</sup>, è stato infatti oggetto di significative modifiche ad opera del d.lgs. 29 dicembre 2006, n. 303, adottato sulla base della delega per il coordinamento legislativo contenuta nell'art. 43 della stessa Legge sulla tutela del risparmio.

Al di là di una serie di correzioni di carattere essenzialmente formale, il legislatore delegato, accogliendo le perplessità espresse da gran parte della dottrina<sup>25</sup>, ha innanzitutto abrogato la previsione originariamente contenuta nel secondo comma dell'art. 147-ter del TUF, per cui il voto per la nomina dei componenti del consiglio di amministrazione sarebbe dovuto avvenire a scrutinio segreto.

Di maggior rilievo in un'ottica sistematica è senza dubbio la modifica che ha riguardato la legittimazione alla presentazione delle liste di candidati. Nella sua formulazione originaria, infatti, l'art. 147-ter del TUF riconosceva un certo margine di operatività all'autonomia statutaria, consentendo ai soci di determinare la "quota minima di partecipazione" richiesta per la loro presentazione, limitandosi a stabilire

---

<sup>24</sup> Tra i più critici sicuramente G. ROSSI, *La legge sulla tutela del risparmio e il degrado della tecnica legislativa*, in *Riv. soc.*, 2006, 1 ss., ma anche G. FERRARINI, P. GIUDICI, *La legge sul risparmio, ovvero un pot-pourri della corporate governance*, in *Riv. soc.*, 2006, 573 ss., e L. SPAVENTA, *La legge sulla tutela del risparmio: passi avanti, errori e illusioni*, in *AGE*, 2006, I, 12, il quale tuttavia evidenzia anche alcuni dei meriti della legge in questione.

<sup>25</sup> Per tutti cfr. M. NOTARI, M. STELLA RICHTER Jr., *Adeguamenti statutari e voto a scrutinio segreto nella legge sul risparmio*, in *Le società*, 2006, 539, che, elegantemente, definiscono "eccentrica" la previsione del voto a scrutinio segreto, auspicando un "intervento correttivo del legislatore". In senso contrario tuttavia V. SALAFIA, *La legge sul risparmio*, in *Le società*, 2006, 138, il quale, pur riconoscendo le complicazioni determinate dal voto segreto, ritiene che la novità "deve essere favorevolmente valutata, in considerazione del contributo che dà ad una scelta più libera dei soci rispetto a quanto oggi accade".

che detta soglia non potesse essere comunque superiore ad un quarantesimo del capitale sociale. Il legislatore del 2006, pur confermando in linea di massima questo approccio, ha ritenuto opportuno rimettere all'attività regolamentare della CONSOB il compito di individuare il margine di manovra da riconoscere all'autonomia statutaria, consentendo all'autorità di vigilanza di stabilire, in alternativa alla soglia individuata dal legislatore, una "diversa misura" che tenga conto "della capitalizzazione, del flottante e degli assetti proprietari delle società quotate". La modifica, che parte della dottrina ha interpretato come segnale di "una minore fiducia nell'efficienza del mercato"<sup>26</sup>, ha consentito alla Commissione di determinare le soglie minime di partecipazione richieste per la presentazione di liste di candidati alla carica di amministratori in maniera variabile a seconda della struttura azionaria che caratterizza i diversi emittenti. In questo senso, infatti, l'art. 144-*quater* della Delibera CONSOB 14 maggio 1999, n. 11971 (di seguito anche "Regolamento Emittenti") individua tale quota di partecipazione in misura dello 0,5% del capitale sociale per quelle società aventi una capitalizzazione di mercato superiore ai 15 miliardi di euro, nell'1% qualora la capitalizzazione dell'emittente sia compresa fra 1 e 15 miliardi di euro e nel 2,5% in caso di capitalizzazione ancora inferiore. Quest'ultima soglia si applica anche alle società con capitalizzazione di mercato inferiore a 375 milioni di euro, salvo che, alla chiusura dell'esercizio, risultino realizzate le particolari condizioni indicate nel secondo comma della norma in commento, ossia qualora il flottante sia superiore al 25% e non vi siano uno o più soci aderenti ad un patto parasociale previsto dall'art. 122 del TUF che dispongano della maggioranza dei diritti di voto esercitabili nelle deliberazioni assembleari aventi ad oggetto la nomina dei componenti dell'organo di amministrazione; in caso contrario, la soglia si innalza automaticamente al 4,5%. Da notare come in tutte queste ipotesi la norma in questione faccia in ogni caso salva la minore percentuale eventualmente prevista dallo statuto.

---

<sup>26</sup> In tal senso, M. VENTORUZZO, *La composizione del consiglio di amministrazione delle società quotate dopo il d.lgs. n. 303 del 2006: prime osservazioni*, in *Riv. soc.*, 2007, 212.

Un ulteriore elemento di flessibilità della disciplina regolamentare, introdotto al fine di evitare che la normativa secondaria finisca per rappresentare un ostacolo alla quotazione, è dato della possibilità per le società che richiedono l'ammissione alla quotazione di prevedere, per il primo rinnovo del consiglio successivo all'offerta pubblica iniziale, che la quota di partecipazione richiesta per la presentazione delle liste di candidati sia pari ad una percentuale non superiore al 2,5%, indipendentemente dall'entità della capitalizzazione di mercato dell'emittente.

Sempre al fine di garantire che l'elezione di un amministratore di minoranza sia uno strumento per "aprire" il consiglio di amministrazione a soci o gruppi di soci portatori di interessi per così dire qualificati nei confronti della società e non mossi da meri intenti ricattatori o di disturbo, il legislatore del 2006 ha riconosciuto alle società la facoltà di inserire nel proprio statuto un'apposita clausola in forza della quale "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". Così facendo, si consente di evitare che entrino a far parte del consiglio di amministrazione candidati che non hanno ottenuto una soglia minima di consensi e addirittura non sono stati votati neppure da tutti i soci che hanno presentato la lista di cui questi fanno parte.

La Legge sulla tutela del risparmio è intervenuta sulla tema della composizione del consiglio di amministrazione non solo consentendo l'elezione di amministratori di minoranza ma anche imponendo la presenza in consiglio di almeno un amministratore indipendente. Non è questo il luogo in cui discutere dell'utilità della figura dell'amministratore indipendente né sui problemi legati alla nozione di indipendenza<sup>27</sup>. Ci si limita pertanto a ricordare come il d.lgs. 303/2006

---

<sup>27</sup> La letteratura in materia di amministratori indipendenti è ormai sterminata, sia a livello nazionale che internazionale. Senza pretesa di completezza si segnalano P. FERRO-LUZZI, *Indipendente... da chi; da cosa?*, in *Rivista delle società*, 2008, 204 ss.; G. OLIVIERI, *Amministratori "indipendenti" e "di minoranza" nella legge sulla tutela del risparmio*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2006, 23 ss.; M. PERASSI, *Consiglieri indipendenti e di minoranza*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2007, 343 ss.; U. TOMBARI, *Amministratori indipendenti, "sistema dei controlli" e corporate governance*:

sia intervenuto anche su questo tema incrementando il numero di amministratori che devono necessariamente possedere tale requisito; infatti, mentre la L. 262/2005, nella sua versione originaria, si limitava ad imporre la presenza di un solo consigliere indipendente e solo nei consigli di amministrazione composti da più di sette membri, l'art. 147-ter, comma 3, TUF, nella sua attuale formulazione, impone la nomina di uno o due consiglieri indipendenti a seconda che l'organo amministrativo sia formato da più o meno di sette membri. Peraltro, nella prassi delle società quotate, il numero di membri indipendenti è generalmente di gran lunga superiore a detto minimo di legge.

Un'ulteriore limitazione dell'autonomia statutaria si è poi avuta per effetto del d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27, che ha provveduto a disciplinare le modalità di presentazione delle liste di candidati alla carica di amministratore dando attuazione, anche in Italia, alla Direttiva 2007/26/CE sull'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate. Il comma 1-bis dell'art. 147-ter del TUF ha infatti imposto un termine (minimo) di 25 giorni prima dell'assemblea per il deposito presso la sede sociale delle liste accompagnato dall'obbligo di dare pubblicità alle medesime almeno 21 giorni prima dell'assemblea stessa mediante la loro pubblicazione sul sito internet della società e messa a disposizione dei soci presso la sede sociale, nonché con le ulteriori modalità determinate dalla CONSOB. La medesima disposizione ha poi individuato nel deposito delle liste presso l'emittente il momento cui fare riferimento per la verifica della legittimazione alla

---

*quale futuro?*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 2012, I, 506 ss., ed in Tombari (a cura di), *Corporate governance e "sistema dei controlli" nella S.P.A.*, Torino, 2013, 35 ss.; J. N. GORDON, *The rise of independent directors in Italy: a comparative perspective*, in *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive*, Atti del convegno internazionale di studi, Venezia, 10-11 novembre 2006, Milano, 2007, 161 ss.; ID., *The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2006. Of Shareholders Value and Stock Market Prices*, in *Stanford Law Review*, 59, 2007, 1465 ss.; H. BAUM, *The rise of the independent director: a historical and comparative perspective*, in *Max Planck Institute for Comparative and International Private Law Research Paper Series*, n. 16/20.

presentazione delle stesse, con un meccanismo concettualmente simile a quello della *record date* e suscettibile di creare difficoltà analoghe<sup>28</sup>.

La disciplina in tema di composizione dell'organo amministrativo delle società quotate è poi ulteriormente complicata dall'obbligo, stabilito dal comma 1-ter dell'articolo in commento, di assicurare l'equilibrio tra generi all'interno del consiglio di amministrazione. Si tratta di un requisito che il legislatore italiano ha ritenuto di rendere quantomeno temporaneamente obbligatorio per legge al fine di garantire una più eterogenea composizione del consiglio di amministrazione. A seguito dell'entrata in vigore della legge 12 luglio 2011, n. 120, gli statuti delle società quotate devono infatti prevedere criteri di ripartizione dei posti in consiglio tali da assicurare l'equilibrio tra generi e, più precisamente, che “almeno un terzo degli amministratori eletti” appartenga al genere meno rappresentato (evidentemente, nella normalità delle ipotesi, quello femminile)<sup>29</sup>. Al di là di ogni possibile considerazione di merito, è interessante notare come il legislatore abbia nell'occasione adottato una tecnica legislativa particolare ed inconsueta: la disciplina introdotta dalla legge Golfo-Mosca ha, infatti, una sorta di “data di scadenza”, considerato che, come espressamente sancito dalla norma, “[t]ale criterio di riparto si applica per tre mandati consecutivi”. Dal quarto rinnovo del proprio consiglio di amministrazione successivo all'entrata in vigore del comma 1-ter, la società non è quindi più obbligata per legge a garantire un'equa rappresentanza di entrambi i generi nella composizione dell'organo amministrativo, pur essendo chiaro che l'auspicio è che continui a farlo sulla spinta ed in

---

<sup>28</sup> E' infatti evidente che collegando la verifica della legittimazione alla situazione esistente al momento del deposito della lista anziché alla scadenza del termine ultimo per la presentazione delle liste alla società si corre il rischio che le medesime azioni vengano (perlomeno in parte) utilizzate per la presentazione di più liste di candidati. Sul punto v. M. STELLA RICHTER Jr., *Sulla composizione e sulla elezione dell'organo amministrativo di una società quotata*, in *Riv. dir. comm.*, 2012, 57; ID., *Art. 147-ter*, in *Il testo unico della finanza*, M. Fratini, G. Gasparri (a cura di), Torino, 2012, II, 1942.

<sup>29</sup> Dati aggiornati sono reperibili in D. COLUCCIA, S. FONTANA, S. SOLIMENE, *Gender Diversity on Corporate Boards: An Empirical Investigation of Italian Listed Companies*, in *Pelgrave Communications*, 2017, 3, disponibile sul sito <https://ssrn.com/abstract=2905702>.

conseguenza del cambiamento culturale che la disciplina temporanea intende favorire e stimolare<sup>30</sup>. A tal proposito sembra possibile affermare che la normativa in questione abbia (almeno in parte) realizzato l'obiettivo che il legislatore si proponeva, come dimostra anche l'introduzione, nell'ultimissima versione del Codice di Autodisciplina delle società quotate della previsione per cui “[g]li emittenti sono invitati ad adottare i criteri di diversità di genere richiamati dai principi 2.P.4. e 8.P.2. per la composizione, rispettivamente, del consiglio di amministrazione e del collegio sindacale *dall'inizio del primo mandato di tali organi successivo alla cessazione degli effetti della Legge 12 luglio 2011, n. 120*” (enfasi aggiunta)<sup>31</sup>.

## **6. La disciplina regolamentare**

Il funzionamento dell'istituto del voto di lista per l'elezione degli amministratori di società quotate è di non semplicissima ricostruzione non solo a causa della piuttosto travagliata evoluzione della relativa disciplina legale ma anche in conseguenza della necessità di tenere conto della normativa secondaria emanata dalla CONSOB e dei principi di autoregolamentazione contenuti nel codice di autodisciplina delle società quotate predisposto dal Comitato per la *Corporate Governance*.

Si è già detto di come l'art. 147-*ter* del TUF, modificato per effetto del d.lgs. 303/2006, abbia riconosciuto alla CONSOB il potere di stabilire in via regolamentare la misura massima entro cui gli statuti sono liberi di individuare la soglia di partecipazione azionaria il cui possesso è necessario per poter presentare

---

<sup>30</sup> Peraltro, per consentire un graduale adeguamento alla novità, l'articolo 2 della L. 120/2011 ha stabilito che la disciplina in questione trovi applicazione “a decorrere dal primo rinnovo degli organi di amministrazione e degli organi di controllo delle società quotate in mercati regolamentati successivo ad un anno dalla data di entrata in vigore della presente legge, riservando al genere meno rappresentato, per il primo mandato in applicazione della legge, una quota pari almeno a un quinto degli amministratori e dei sindaci eletti”.

<sup>31</sup> Così il punto IX dei Principi guida e regime transitorio della versione del Codice di Autodisciplina delle società quotate approvata nel luglio 2018, consultabile sul sito internet di Borsa Italiana.

una lista di candidati alla carica di consigliere di amministrazione e di come la Commissione abbia dato esecuzione a tale compito fissando soglie variabili in base alla capitalizzazione di borsa dei singoli emittenti.

Dopo l'abrogazione dei commi 3 e 4 dell'art. 144-*quater* del TUF, che dettavano norme specifiche per le società cooperative, il Regolamento Emittenti non prevede attualmente alcuna ulteriore disposizione in relazione al voto di lista per la nomina dell'organo amministrativo. Il ruolo della CONSOB è stato tuttavia decisamente più incisivo di quanto non possa sembrare a prima vista.

Come detto, la normativa primaria contenuta nel Testo Unico prevede che “almeno uno dei membri 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”<sup>32</sup>. Nonostante la centralità della questione, non è dato rinvenire né a livello di normativa primaria né nel Regolamento Emittenti una nozione di collegamento tra liste e soci di controllo o di maggioranza relativa. Diversamente, l'art. 144-*quinquies* del Regolamento si preoccupa di individuare la nozione di collegamento rilevante al fine della nomina dei componenti dell'organo

---

<sup>32</sup>La versione originaria dell'art. 147-*ter* del TUF, facendo riferimento al collegamento fra la lista seconda classificata e “la lista risultata prima per numero di voti”, si prestava ad una lettura eccessivamente ampia. Per questo motivo il d.lgs. 303/2006 ha provveduto a precisare la portata della nozione di collegamento rilevante ai sensi della disciplina del voto di lista chiarendo che i rapporti da tenere in considerazione al fine di verificare l'esistenza di un collegamento sono quelli fra la lista che ha ottenuto il secondo maggior numero di voti ed i soci che hanno votato la lista rivelatasi di maggioranza. In realtà, anche l'attuale versione del terzo comma della norma in commento lascia in una certa misura insoddisfatti. Una migliore formulazione avrebbe forse potuto indicare come rilevante solamente il collegamento esistente fra soci che hanno presentato o votato la lista di maggioranza e soci che hanno presentato o votato la lista che ha ottenuto il secondo maggior numero di voti. Una formulazione del tipo di quella proposta avrebbe l'effetto: (i) di restringere l'ambito di applicazione della nozione di collegamento rilevante ai fini qui in considerazione, rendendo così più facilmente verificabile - anche dagli stessi soci che intendano presentare una lista - l'esistenza di un collegamento suscettibile di “squalificare” una delle liste; (ii) di privare di rilevanza eventuali collegamenti fra i candidati espressi dalla lista di minoranza e i soci che hanno votato o presentato la lista prima classificata, collegamenti la cui valutazione sembrerebbe dover spettare esclusivamente ai soci presentatori delle liste. In senso analogo si esprime M. STELLA RICHTER *Jr.*, *Sulla composizione e sulla elezione dell'organo amministrativo*, cit., 61.



di controllo. Questo differente trattamento tra le due fattispecie è dovuto alla tecnica legislativa con cui la L. 58/1998 ha disciplinato l'elezione con voto di lista dell'organo amministrativo e dell'organo di controllo. Infatti, mentre per quanto riguarda l'elezione del consiglio di amministrazione il legislatore ha previsto l'intervento della CONSOB solo per la fissazione delle soglie di partecipazione necessaria al fine di poter presentare una lista di candidati e per l'indicazione delle modalità di messa a disposizione del pubblico delle stesse liste, l'art. 148, comma 2, TUF, invece, contiene una delega decisamente più ampia per quanto attiene alle modalità di nomina del collegio sindacale: è infatti previsto che l'autorità di vigilanza "stabilisce con regolamento modalità per l'elezione, con voto di lista, di un membro effettivo del collegio sindacale da parte dei soci di minoranza che non siano collegati, neppure indirettamente, con i soci che hanno presentato o votato la lista risultata prima per numero di voti".

Alla luce di quanto sin qui evidenziato, uno dei principali problemi ermeneutici posti dalla norma è dunque quello di definire le ipotesi di collegamento rilevanti ai fini della disciplina in commento. È infatti evidente che, perché il voto di lista possa effettivamente rappresentare uno strumento di tutela della minoranza, risulta essenziale garantire che l'amministratore di minoranza sia effettivamente espressione di istanze non riconducibili al gruppo di controllo; in altre parole, è necessario evitare che comportamenti opportunistici del socio di controllo possano impedire la nomina di un amministratore che sia realmente espressione delle preferenze degli azionisti meno rilevanti.

La dottrina che per prima si è occupata della questione ha evidenziato come la mutata formulazione del precetto non sia sufficiente a risolvere le incertezze interpretative che la norma solleva<sup>33</sup>. Peraltro la stessa CONSOB, evidentemente consapevole della delicatezza e della centralità della questione, è intervenuta sul

---

<sup>33</sup> Cfr., in particolare, M. VENTORUZZO, *La composizione del consiglio di amministrazione delle società quotate dopo il d.lgs. n. 303 del 2006: prime osservazioni*, cit., 223 ss..

punto con un'apposita raccomandazione<sup>34</sup>. Con la Comunicazione n. DEM/9017893 del 26 febbraio 2009 la Commissione, infatti, ha innanzitutto chiarito di non aver potuto emendare il Regolamento Emittenti - come fatto invece per l'elezione dell'organo di controllo - stante l'assenza di analogo delega da parte del legislatore; in secondo luogo ha evidenziato come, a seguito dello svolgimento delle prime assemblee aventi all'ordine del giorno la nomina degli organi sociali con applicazione della nuova disciplina, è emersa "la necessità di assicurare anche per l'elezione dell'organo amministrativo la trasparenza su eventuali collegamenti tra liste, rafforzando quanto già previsto dagli statuti di alcune società quotate" e di "garantire una più completa informazione sui rapporti tra coloro che presentano «liste di minoranza» e gli azionisti di controllo o di maggioranza relativa in occasione dell'elezione degli organi di controllo"<sup>35</sup>. Tenuto conto di tutto ciò, la Commissione si è preoccupata di raccomandare ai soci che intendano presentare una lista di minoranza di depositare insieme ad essa anche una dichiarazione che attesti l'assenza di rapporti, anche solo indiretti, di collegamento tra i soci che presentano la lista ed il socio o il gruppo di soci che detengono il controllo o la maggioranza relativa della società, per come individuabili sulla base dell'obbligo di comunicazione delle partecipazioni rilevanti *ex art.* 120 del TUF, ovvero con i soci tenuti alla pubblicazione dei patti parasociali ai sensi dell'art. 122 del TUF. La comunicazione contiene, inoltre, un elenco di fattispecie in cui si presume l'esistenza di un collegamento rilevante ai fini della disciplina in commento; elencazione evidentemente non tassativa e ricomprendente ipotesi aventi un chiaro carattere presuntivo. Tra le relazioni che la CONSOB ritiene necessario prendere in considerazione, "qualora significative", rientrano: (i) i rapporti di parentela; (ii) l'adesione nel recente passato, anche da parte di società dei rispettivi gruppi, ad un patto parasociale previsto dall'art. 122 del TUF avente ad oggetto azioni dell'emittente o di società ricomprese nel stesso gruppo di cui fa parte l'emittente;

---

<sup>34</sup> In generale, per alcune note all'intervento della CONSOB v. F. CLEMENTE, *Le Raccomandazioni della CONSOB in tema di nomina dei componenti gli organi di amministrazione e controllo da parte della minoranza*, in *Rivista di diritto societario*, 2009, 586 ss..

<sup>35</sup> Comunicazione Consob n. DEM/9017893 del 26 febbraio 2009, 2, disponibile sul sito internet della Commissione ([www.consob.it](http://www.consob.it)).

(iii) l'adesione, anche da parte di società dei rispettivi gruppi, ad un medesimo patto parasociale avente ad oggetto azioni di società terze; (iv) l'esistenza di partecipazioni azionarie, dirette o indirette, e l'eventuale presenza di partecipazioni reciproche, dirette o indirette, anche tra società dei rispettivi gruppi; (v) l'aver assunto cariche, anche nel recente passato, negli organi di amministrazione e controllo di società del gruppo del socio (o dei soci) di controllo o di maggioranza relativa, nonché l'esistenza, al momento della presentazione della lista o anche nel recente passato, di un rapporto di lavoro dipendente con una di tali società; (vi) l'aver fatto parte, direttamente o tramite propri rappresentanti, della lista presentata dai soci che detenevano, anche congiuntamente, una partecipazione di controllo o di maggioranza relativa al momento della precedente tornata elettorale degli organi di amministrazione o controllo; (vii) l'aver partecipato, nella precedente elezione degli organi di amministrazione o di controllo, alla presentazione di una lista con i soci che detengono, anche congiuntamente, una partecipazione di controllo o di maggioranza relativa ovvero l'aver votato una lista presentata da questi ultimi; (viii) l'intrattenere o l'aver intrattenuto nel recente passato relazioni commerciali, finanziarie (ove non rientrino nell'attività tipica del finanziatore) o professionali con detti soggetti; (ix) la presenza nella c.d. lista di minoranza di candidati che sono o sono stati nel recente passato amministratori esecutivi ovvero dirigenti con responsabilità strategiche dell'azionista (o degli azionisti) di controllo o di maggioranza relativa o di società facenti parte dei rispettivi gruppi.

Tenuto conto della già cennata natura meramente presuntiva dell'elencazione fornita dalla raccomandazione, nulla impedisce ai soggetti che intendano presentare una lista di candidati di includervi soggetti in relazione ai quali sussista una (o anche più di una) delle relazioni elencate. In tal caso la dichiarazione presentata dai soci di minoranza unitamente alla lista dovrà tuttavia dare atto dell'esistenza di uno o più di questi rapporti ed indicare le motivazioni per le quali tali relazioni non sono state considerate determinanti per l'esistenza dei citati rapporti di collegamento (soluzione riconducibile al principio c.d. *comply or explain* che viene ampiamente riconosciuto, nell'ambito dell'autodisciplina, come una delle principali *best practices* cui conformare il proprio comportamento).

Per quanto sicuramente apprezzabile dal punto di vista dell'impatto sostanziale, l'intervento della Commissione presenta non di meno alcune criticità di natura non solo formale che devono essere evidenziate.

Innanzitutto va segnalata l'imprecisione consistente nel definire "di minoranza" una lista prima ancora dello svolgimento dell'assemblea e della relativa votazione. Come ampiamente dimostrato dalle recenti esperienze assembleari che verranno analizzate più avanti, è solo il risultato della votazione che consente di determinare quale delle liste sia effettivamente espressione della maggioranza e quale della minoranza; ciò considerato, sarebbe stato forse più corretto, quanto meno da un punto di vista terminologico, distinguere fra lista presentata dal o dai soci di controllo o di maggioranza relativa e liste presentate da altri soci.

In secondo luogo occorre evidenziare come le ipotesi formulate nella raccomandazione in oggetto pecchino in alcuni casi di eccessiva vaghezza. Pur nella ben nota difficoltà di individuare fattispecie sufficientemente definite e nella consapevolezza del pericolo che è insito in ogni operazione di questo tipo, in cui formulazioni particolarmente puntuali rischiano di restringere eccessivamente la portata del precetto, mentre per converso l'utilizzo di formule troppo ampie può produrre conseguenze che vanno al di là delle intenzioni e delle finalità della disciplina da applicare, l'utilizzo di espressioni quali "recente passato" o "qualora significative" lascia spazio ad interpretazioni spregiudicate ed in un certo senso elusive. Peraltro il problema sembra perdere almeno in parte rilevanza laddove si tenga conto del già cennato carattere meramente presuntivo dell'elencazione, che consente di far prevalere, per così dire, la sostanza sulla forma.

Di difficile comprensione è anche, infine, il riferimento contenuto in apertura del paragrafo 2 della Comunicazione all'art. 144-*quinquies* del Regolamento Emittenti, ossia a quella disposizione relativa ai rapporti di collegamento rilevanti nel procedimento di elezione dei sindaci. In particolare, nella raccomandazione è dato leggere che, in occasione dell'elezione degli amministratori, la dichiarazione che i soci promotori della lista "di minoranza" sono invitati a presentare deve indicare l'assenza "dei rapporti di collegamento, anche

indiretti, di cui all'art. 147-ter, comma 3, del TUF e all'art. 144-quinquies del Regolamento Emittenti” con i soci di maggioranza. A tal proposito si può rilevare che, se da un lato è chiaro che nell'ambito del procedimento di nomina dei componenti dell'organo amministrativo non sussiste alcun interesse a che sia attestata l'assenza di quei collegamenti rilevanti in sede di nomina del collegio sindacale, il riferimento alla disciplina regolamentare in tema di organo di controllo non sembra potersi interpretare neppure in funzione di rinvio all'elencazione contenuta nella norma in questione; questo perché, come si è detto, è la stessa raccomandazione della CONSOB ad indicare una serie di ipotesi presuntivamente rilevanti ai fini di determinare l'esistenza di un collegamento.

Al di là delle criticità segnalate, si deve ribadire con convinzione che l'intervento della Commissione ha avuto l'indubbio pregio di fornire importanti indicazioni che consentono di colmare in buona parte e con sufficiente sicurezza un vuoto di disciplina suscettibile di creare non poche difficoltà non solo all'interprete ma anche e soprattutto, nel momento del concreto svolgimento delle assemblee dei soci.

### ***7. Il voto di lista nel Codice di autodisciplina delle società quotate***

La crescente attenzione dedicata a livello di autodisciplina al tema della rappresentanza in consiglio delle minoranze azionarie, in generale, e, nello specifico, al voto di lista come strumento idoneo a favorire tale rappresentanza, è paradigmatica della centralità assunta dalla questione nell'ambito del più ampio dibattito sulla *corporate governance*.

Benché la versione originaria del Codice di autodisciplina delle società quotate (il c.d. “Codice Preda”), risalente al 1999, già contenesse alcuni (invero scarni) riferimenti al voto di lista, l'atteggiamento che nel complesso emergeva da

questo primo intervento autoregolamentare era quantomeno agnostico<sup>36</sup>. Il Codice si limitava, infatti, da un lato, a raccomandare l'adozione di procedure trasparenti per la nomina del consiglio di amministrazione e, dall'altro, a prendere atto del fatto che, mentre “in generale, le proposte di nomina degli amministratori sono presentate dagli azionisti di maggioranza o di controllo”, nelle società ad azionariato maggiormente diffuso “i candidati sono presentati, a volte attraverso liste previste statutariamente, anche da azionisti non di maggioranza o di controllo”<sup>37</sup>. Il Comitato autore del Codice esprimeva poi, nel commento all'art. 13 dello stesso, la convinzione secondo cui “gli interessi della maggioranza e della minoranza debbano confrontarsi all'atto della nomina degli organi sociali”, e dunque tanto del collegio sindacale quanto del consiglio di amministrazione, pur sottolineando come, successivamente alla nomina, i componenti di detti organi siano comunque tenuti ad operare esclusivamente nell'interesse della società.

A seguito delle modifiche introdotte prima con la Riforma delle società di capitali del 2003 ed in un secondo momento con la Legge sulla tutela del risparmio e le sue successive modifiche - che, come si è ampiamente detto nei paragrafi che precedono, hanno determinato l'istituzionalizzazione del voto di lista quale unica tecnica adottabile dalle società quotate per l'elezione dell'organo di gestione - il Comitato per la *Corporate Governance* ha provveduto ad una radicale riformulazione del Codice di autodisciplina al fine di adattare le raccomandazioni in esso contenute al mutato panorama normativo. Per la verità, anche in questa sua nuova versione, resa pubblica nel 2006, non emergeva nessun particolare

---

<sup>36</sup> C. MALBERTI, E. SIRONI, *op. cit.*, 732, evidenziano come nella sua prima iterazione “per quanto riguarda il consiglio di amministrazione, il Codice di autodisciplina non assumeva una posizione netta”, concludendo che “[t]uttavia, il dato più significativo che si poteva ricavare era di ordine negativo, ossia l'assenza di qualsiasi riferimento all'opportunità dell'adozione di questa particolare modalità di nomina del consiglio di amministrazione”; con ciò rilevando un “atteggiamento neutrale nei confronti del voto di lista”, se non “un sostanziale disinteresse per questo istituto” da parte del Comitato per la *corporate governance*.

<sup>37</sup> Così si esprimeva il commento all'art. 7 dedicato alla nomina degli amministratori. Il medesimo articolo conteneva, inoltre, un testuale riferimento alla tecnica del voto di lista nella parte in cui, dopo aver stabilito che le proposte di nomina dovessero essere accompagnate da un'esauriente informativa riguardante le caratteristiche personali e professionali dei candidati, precisava che questa informativa dovesse essere presentata “al momento del deposito delle liste, ove previste”.

entusiasmo nei confronti della novità legislativa: nel commento all'art. 6 (che allora conteneva le raccomandazioni relative alla nomina degli amministratori), infatti, ci si limitava a constatare che “[a]nche il voto di lista, ormai obbligatorio per la nomina degli amministratori, può risultare utile allo scopo di assicurare una procedura di nomina trasparente ed una equilibrata composizione del consiglio, che includa anche un adeguato numero di amministratori indipendenti”.

L'opera di affinamento e di revisione del Codice di autodisciplina si è fatta via via più intensa nel corso degli ultimi anni. L'attenzione nei confronti del voto di lista non sembra tuttavia essere particolarmente aumentata, pur potendosi rinvenire nell'attuale versione del Codice importanti indicazioni di *best practice* in tema di amministratori indipendenti, comitato nomine e con riguardo alla possibilità anche per il consiglio di amministrazione uscente di presentare all'assemblea una propria lista.

In particolare, il nuovo art. 5 indica come dovuta la costituzione di un comitato interno all'organo di amministrazione che sia chiamato a svolgere sia una funzione consultiva in merito alla dimensione ed alla composizione del consiglio, con facoltà di esprimere raccomandazioni circa l'opportunità di dotare l'organo amministrativo di profili professionali differenti rispetto a quelli già presenti al suo interno ed idonei a arricchire l'organo stesso di competenze ed esperienze ritenute necessarie od opportune per una più efficace gestione dell'impresa sociale, sia una funzione propositiva in ipotesi di sostituzione di amministratori indipendenti per qualsiasi motivo decaduti o cessati della carica.

Nell'ottica del presente lavoro, l'indicazione più interessante ricavabile dalla versione attualmente in vigore del Codice, sulla quale si tornerà ampiamente più avanti, è quindi quella introdotta con l'aggiornamento del luglio 2015 e contenuta nel commento all'art. 5, ove viene sottolineato che il comitato nomine debba essere coinvolto nel processo di selezione dei candidati alla carica di amministratore che il consiglio uscente eventualmente ritenga di presentare. Viene così implicitamente ma chiaramente riconosciuta la legittimità della presentazione all'assemblea chiamata al rinnovo dell'organo amministrativo di una lista di

candidati proposti dal consiglio di amministrazione in carica. Si tratta di una importante apertura, soprattutto considerato che, specialmente in passato, si è talvolta dubitato dell'ammissibilità di una tale pratica. L'atteggiamento del Comitato è comunque di cautela sul punto, come emerge chiaramente dalla successiva precisazione per cui la scelta del consiglio di amministrazione di presentare una propria lista deve essere in ogni caso adottata "compatibilmente con le disposizioni legislative vigenti".



**CAPITOLO II**

**IL RUOLO DELL'ORGANO AMMINISTRATIVO**

**NELL'AMBITO DELLA *CORPORATE GOVERNANCE***

**DELLE SOCIETÀ PER AZIONI QUOTATE**

***1. Il ruolo dell'organo gestorio nella governance societaria e gli effetti su di esso della delega di funzioni.***

Dopo aver ricostruito la disciplina del voto di lista per l'elezione degli amministratori di società quotate, prima di avventurarsi in un'analisi dei pregi e delle debolezze dell'istituto, si rende necessario dedicare attenzione alla funzione che il consiglio di amministrazione è chiamato oggi a svolgere nel complesso meccanismo di governo delle società con azioni quotate in mercati regolamentati. E' evidente infatti che, per poter formulare un giudizio di merito sulla figura degli amministratori di minoranza, è doveroso prima di tutto chiarire qual è il ruolo che l'organo del quale essi fanno parte è chiamato a svolgere.

Tra le diverse forme per mezzo delle quali il legislatore ha previsto possa essere esercitata l'attività di impresa, la società per azioni è quella in cui viene maggiormente in rilievo la separazione fra titolarità del capitale e gestione dell'impresa, intesa come sommatoria delle funzioni di programmazione ed indirizzo, di amministrazione in senso stretto e di controllo. Da questo punto di vista la società per azioni si pone all'estremo opposto rispetto all'impresa esercitata in forma individuale, nella quale tutti questi momenti si concretizzano nell'attività personalmente svolta dall'imprenditore, che vi provvede in prima persona ovvero

per il tramite di collaboratori ai quali impartisce le proprie direttive. A sua volta, il tipo sociale in questione si presenta come uno strumento particolarmente duttile, in special modo a seguito delle profonde novità introdotte dalla riforma delle società di capitali attuata con il d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, tra i cui principali obiettivi<sup>38</sup> si annoverava, come noto, quello di ampliare lo spazio a disposizione dell'autonomia statutaria. Così, a seconda delle concrete esigenze connesse alle dimensioni ed alle caratteristiche dell'attività che costituisce l'oggetto sociale, i soci di una società per azioni hanno la possibilità di scegliere di affidare l'amministrazione dell'impresa ad un solo soggetto ovvero ad una pluralità di amministratori, i quali vengono in tal caso a costituire un organo che opera con metodo collegiale. Accantonando l'ipotesi in cui la gestione dell'impresa sia affidata ad un amministratore unico, la cui ammissibilità in relazione alla società con azioni quotate in mercati regolamentati è oggi, come già in precedenza rilevato, da escludersi, si tratta in questa sede di individuare quali siano i compiti che il legislatore attribuisce al consiglio di amministrazione.

Il punto di partenza di questa indagine non può che essere l'art. 2380-*bis* c.c., che, nella sua formulazione post-riforma, è categorico nell'affidare *esclusivamente* agli amministratori la gestione della società<sup>39</sup>. Verrebbe pertanto da concludere nel senso che, in estrema sintesi, il consiglio di amministrazione ha il compito di gestire l'impresa sociale. Senonché è ben possibile che, con il consenso dei soci (espresso con apposita deliberazione assembleare ovvero, più frequentemente, *a priori*, con apposita previsione statutaria), all'interno del consiglio di amministrazione si proceda ad una suddivisione dei compiti per effetto della quale ad uno o più amministratori viene conferita una (più o meno ampia)

---

<sup>38</sup> In tal senso, come noto, si esprimeva l'art. 2, lett. d), della legge delega (L. 3 ottobre 2001, n. 366), che poneva quale obiettivo della nuova disciplina quello, tra l'altro, di "ampliare gli spazi dell'autonomia statutaria".

<sup>39</sup> Per M. ZACCHEO, *Le funzioni degli amministratori*, in *La governance delle società di capitali a dieci anni dalla riforma*, direzione di Michele Vietti, Milano, 2013, 29, la norma in questione "oltre a rappresentare la pietra angolare sul quale è costruito il sistema, è anche, da un punto di vista letterale e sistematico, il criterio interpretativo dell'intera disciplina dell'amministrazione e controllo".

delega per la gestione dell'impresa. Infatti, come espressamente previsto dall'art. 2381, comma 2, c.c., “se lo statuto o l'assemblea lo consentono, il consiglio di amministrazione può delegare proprie attribuzioni ad un comitato esecutivo composto da alcuni dei suoi componenti, o ad uno o più dei suoi componenti”.

E' interessante notare, innanzitutto, come già il ricorso alla delega costituisca di per se stesso una scelta gestoria. Infatti, pur essendo indubbiamente vero che, affinché il consiglio di amministrazione possa delegare ad un suo singolo componente attribuzioni altrimenti proprie dell'organo nel suo complesso, è necessario che i soci - come si è detto, attraverso un'apposita decisione assembleare ovvero tramite una previsione di portata generale contenuta nello statuto - gli abbiano riconosciuto tale facoltà, è altrettanto innegabile che il consenso degli azionisti costituisce condizione necessaria<sup>40</sup> ma non anche sufficiente in tal senso; il conferimento della delega resta pur sempre una decisione rimessa alla valutazione discrezionale dell'organo amministrativo il quale, nell'esercitare la propria

---

<sup>40</sup> A conferma di quanto qui evidenziato deve rilevarsi come, in realtà, l'autorizzazione assembleare all'attribuzione di deleghe da parte del consiglio di amministrazione non sia neppure necessaria. E' infatti noto che, anche prima dell'entrata in vigore del d.lgs. 6/2003, la tesi prevalente riconosceva la liceità delle deleghe rilasciate senza il preventivo consenso dei soci: sul punto v., in dottrina, P. ABBADESSA, *La gestione dell'impresa nella società per azioni*, Milano, 1974, 105 ss.; V. ALLEGRI, *Contributo allo studio della responsabilità civile degli amministratori*, Milano 1979, 225 ss.; O. CAGNASSO, *L'amministrazione collegiale e la delega*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 4, Torino, 1991, 290 ss.; in giurisprudenza, cfr. Cass., 4 aprile 1988, n. 3483. L'opinione sembra a maggior ragione fondata oggi, considerato che, a seguito della riforma del 2003, l'art. 2392, comma 1, c.c., nel sancire la responsabilità solidale di tutti i componenti del consiglio di amministrazione per i danni derivanti dalla mancata osservanza dei doveri imposti dalla legge agli amministratori, fa salva l'ipotesi delle “funzioni *in concreto* attribuite ad uno o più amministratori”, così implicitamente riconoscendo la liceità delle cc.dd. deleghe “atipiche”. In questo senso, fra gli altri, P. ABBADESSA, *Profili tipici della nuova disciplina dell'amministrazione delegata*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadesse e G.B. Portale, 2, Torino, 2006, 509; F. BARACHINI, *La gestione delegata della società per azioni*, Torino, 2008, 80 ss.; G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale. 2. Diritto delle società*, a cura di M. Campobasso, Torino, 2006, 371 (in particolare nt. 46); V. DI CATALDO, *Problemi nuovi in tema di responsabilità di amministratori di società per azioni: dal possibile affievolimento della solidarietà all'incerto destino dell'azione di minoranza*, in Aa.Vv., *Contributi alla riforma delle società di capitali*, in *Giur. comm.*, suppl. al n. 3/2004, 647; M. VENTORUZZO, *Responsabilità di amministratori di società per azioni nei confronti della società: le principali novità della riforma*, in *Riv. dott. comm.*, 2004, 371 ss..

funzione *lato sensu* gestoria, è chiamato a valutare quale sia l'assetto organizzativo più idoneo al corretto esercizio dell'attività d'impresa. La considerazione per cui al consiglio di amministrazione spetta la gestione dell'attività d'impresa, sopra formulata in termini assolutamente generici, deve pertanto essere subito precisata nel senso che il consiglio ha il compito di gestire la società valutando a tal fine ed innanzitutto quale sia l'assetto organizzativo della funzione amministrativa che meglio si adatta alle esigenze dell'impresa in concreto esercitata. Ma anche questa precisazione non lascia del tutto soddisfatti poiché non consente in alcun modo di definire il ruolo che i singoli componenti dell'organo amministrativo sono chiamati a svolgere una volta che, collegialmente, abbiano deciso di delegare ad uno o più di essi la gestione di tutta o parte dell'attività svolta dalla società.

Procedendo dunque in questa analisi è interessante notare come, in termini generali, la delega di funzioni dal consiglio ad uno (amministratore delegato) o più amministratori chiamati ad operare collegialmente (comitato esecutivo) ovvero disgiuntamente in settori diversi o anche totalmente o parzialmente coincidenti (amministratori delegati) risponde all'esigenza di garantire quella snellezza operativa necessaria per lo svolgimento e la gestione dell'attività d'impresa corrente<sup>41</sup> (verrebbe da dire dell'ordinaria amministrazione, ma l'espressione sarebbe viziata da eccessiva atecnicità ed approssimazione) e determina una sostanziale modifica del ruolo che il consiglio di amministrazione è chiamato in concreto a svolgere<sup>42</sup>. Più precisamente, l'istituto della delega di funzioni svolge, da un lato, una funzione per così dire organizzativa, nella misura in cui consente di suddividere i compiti gestori fra i diversi componenti del consiglio di

---

<sup>41</sup> Già sotto il vigore del codice del 1942, G. FANELLI, *La delega di potere amministrativo nella società per azioni*, Milano, 1952, 5 ss., evidenziava come l'istituto della delega fosse strettamente connesso ad "insopprimibili esigenze di funzionalità e di efficienza amministrativa".

<sup>42</sup> Cfr. G. GIANNELLI, *Il consiglio di amministrazione*, in *La governance delle società di capitali a dieci anni dalla riforma*, direzione di Michele Vietti, Milano, 2013, 83, che sottolinea come, in presenza di deleghe, mentre gli amministratori delegati "sono direttamente responsabili degli atti di gestione che pongono in essere, l'intero consiglio è responsabile dell'obbligo generale di vigilanza e di intervento, cioè del *duty to monitor*". Sul punto si tornerà più diffusamente *infra*, nel paragrafo 3.

amministrazione, dall'altro consente di valorizzare le competenze dei singoli amministratori nell'ottica di una più efficiente conduzione dell'impresa<sup>43</sup>. Tenuto conto di ciò, si comprende la ragione per la quale, anche a seguito delle scelte adottate con la riforma del 2003, dal dato normativo sembra complessivamente emergere un certo *favor*<sup>44</sup> per l'istituto della delega di funzioni amministrative all'interno del consiglio di amministrazione, che viene individuato come uno strumento essenziale per una più efficiente *governance* societaria<sup>45</sup>. Peraltro, occorre incidentalmente rilevare come questa implicita preferenza non si stia così forte da spingere il legislatore a rendere obbligatorio, neppure per le società di più grandi dimensioni quali quelle sottoposte alla disciplina del testo unico dell'intermediazione finanziaria, il ricorso allo strumento della delega di funzioni, restando ciascuna società assolutamente libera di strutturare la funzione amministrativa nei modi che il proprio organo amministrativo ritiene più opportuni tenuto conto delle caratteristiche proprie della singola impresa.

Ciò rilevato, non sembra un caso che l'art. 2381 c.c., il quale, al comma 3, si occupa di individuare i compiti e le funzioni affidate al consiglio di amministrazione, muova dal presupposto dell'esistenza di una delega di funzioni. Infatti, mentre in assenza di organi delegati al consiglio come collegio spetta la gestione dell'impresa sociale in tutti i suoi aspetti, dall'elaborazione delle strategie imprenditoriali alla loro esecuzione per finire con il controllo della conformità tra singoli atti gestori ed i piani strategici così definiti, al contrario, quando ai fini della migliore gestione dell'impresa sociale l'organo amministrativo ritenga di fare ricorso alla delega di funzioni, la conseguente ripartizione dei poteri fra collegio e

---

<sup>43</sup> Cfr. ancora G. FANELLI, *op. cit.*, 6, per il quale l'istituto in questione rappresenta una "naturale conseguenza" dell'incremento dimensionale delle imprese, sviluppo che determina la necessità di una sempre "maggiore organizzazione dell'organo amministrativo, una più adeguata distribuzione di compiti ed una più precisa individuazione di poteri e responsabilità".

<sup>44</sup> Sul punto cfr., già prima della riforma, O. CAGNASSO, *op. cit.*, 299. Nello stesso senso, con riferimento all'attuale disciplina codicistica, F. BARACHINI, *La gestione delegata*, cit., 80.

<sup>45</sup> Parla di "presa d'atto della ordinarietà del ricorso alle deleghe", G. GIANNELLI, *op. cit.*, 80. Per analoghe considerazioni cfr. G. FERRI Jr., *L'amministrazione delegata nella riforma*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, 629; G.D. MOSCO, *Art. 2380*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di Niccolini e Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, II, 590.

consiglieri esecutivi rende necessario individuare con precisione il ruolo che residua in capo al consiglio di amministrazione che abbia deciso di attribuire ad uno solo o ad alcuni dei suoi componenti una parte (più o meno ampia) delle proprie competenze. In quest'ottica il legislatore della riforma ha avuto l'accortezza di chiarire che, mentre gli organi delegati hanno cura che l'assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società sia adeguato alla natura ed alle dimensioni dell'impresa, al consiglio di amministrazione compete la valutazione delle scelte che in questo ambito sono state prese dei delegati. La stessa contrapposizione di funzioni — esecutive in senso stretto da una parte e di indirizzo, controllo e valutazione dall'altra — si riscontra anche con riferimento alla pianificazione dell'attività d'impresa, posto che è agli organi delegati che compete l'elaborazione dei piani strategici, industriali e finanziari (e ancora prima la scelta circa l'effettiva necessità o meno di predisporre questi piani), mentre l'organo collegiale è chiamato ad esaminarli e, più in generale, a valutare l'andamento della gestione. Il tutto, evidentemente, al fine di poter giudicare la bontà dell'operato degli organi delegati così da costantemente (ri)determinare “il contenuto, i limiti e le eventuali modalità di esercizio della delega”, considerare l'opportunità di “impartire direttive agli organi delegati” o addirittura “avocare a sé operazioni rientranti nella delega” e, nei casi più estremi, revocare la delega stessa eventualmente esercitando anche l'azione sociale di responsabilità nei confronti dell'amministratore cui essa è stata conferita, in conformità a quanto previsto dall'art. 2393 c.c..

La descritta scomposizione logico-giuridica dell'attività gestoria in presenza di una delega di funzioni impone a questo punto di approfondire, al di là delle indicazioni fornite dalla lettera della legge, quale sia il compito che gli amministratori privi di delega che siedono nel consiglio di amministrazione sono chiamati a svolgere ed in particolare il rapporto che sussiste fra il consiglio di amministrazione e gli organi delegati (o, per usare una terminologia di maggiore effetto, ma forse foriera di qualche equivoco, fra amministratori esecutivi ed amministratori non esecutivi). Nell'ottica del presente lavoro la definizione del ruolo del *board* in presenza di una delega di funzioni costituisce, infatti, presupposto ineludibile per valutare l'opportunità o meno della scelta, attuata con

la Legge sulla tutela del risparmio, di consentire la presenza, all'interno dell'organo gestorio delle società per azioni quotate, di amministratori che siano espressione di interessi particolari, non coincidenti con quelli della maggioranza che controlla la società e quindi, in ultima istanza, per formulare un giudizio in merito alla bontà o meno della scelta di imporre il ricorso al voto di lista quale unico sistema a disposizione delle società per azioni quotate per la nomina dei componenti degli organi sociali.

## ***2. La funzione dell'organo di amministrazione delle società per azioni in genere.***

Il ragionamento relativo alla funzione (o alle funzioni) di cui è investito il consiglio di amministrazione delle società per azioni quotate deve prendere le mosse da una considerazione di carattere generale. Se da un lato è evidente che la scelta di affidare l'amministrazione della società ad una pluralità di persone anziché ad un singolo amministratore risponde soprattutto alla volontà di assicurare una più approfondita riflessione sulle scelte gestorie, grazie alla possibilità di far vagliare la singola decisione da una pluralità di soggetti, i quali portano all'interno dell'organo amministrativo esperienze, competenze, conoscenze e punti di vista diversi fra loro, è altrettanto vero dall'altro che la disciplina di diritto comune rimette la scelta in questione alle singole società e quindi, in definitiva, ai soci tutti, al momento della costituzione, ovvero, successivamente, alla maggioranza di essi. E' pertanto necessario, nel valutare la funzione che il consiglio di amministrazione è chiamato a svolgere, partire dal dato della mera eventualità della sua esistenza nelle società per azioni alle quali si applica (esclusivamente) la disciplina codicistica<sup>46</sup>. In queste ipotesi, il legislatore affida infatti all'autonomia statutaria e,

---

<sup>46</sup> Sul punto v., in particolare, M. STELLA RICHTER *Jr.*, *La collegialità del consiglio di amministrazione tra ponderazione dell'interesse sociale e composizione degli interessi sociali*, in *Amministrazione e amministratori di società per azioni*, a cura di B. Libonati, Milano, 1995, 286. Il rilievo interpretativo da riconoscere alla (sola) eventualità della pluripersonalità dell'organo gestorio

quindi, in ultima istanza, alla libera valutazione dei soci, la scelta tra speditezza della gestione (amministratore unico) e maggiore ponderazione delle decisioni dell'organo amministrativo (consiglio di amministrazione). Al contempo, per il caso in cui la volontà dei soci sia quella di affidare l'amministrazione della società ad un organo pluripersonale, è inderogabilmente<sup>47</sup> imposto a quest'ultimo di agire nel rispetto del principio di collegialità, ossia di un metodo che si articola in una serie di fasi tra loro successive che vanno dalla convocazione dei consiglieri, alla discussione e votazione delle materie all'ordine del giorno per concludersi con la deliberazione dell'organo nel suo complesso.

---

è ritenuto centrale anche da V. CALANDRA BUONAURA, *op. cit.*, 11 ss.; G. ZANARONE, *La clausola di amministrazione disgiuntiva nella società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 1979, 136 ss.; nello stesso senso cfr. anche O. CAGNASSO, *op. cit.*, 246-247, il quale, tuttavia, pare indebitamente sovrapporre il profilo della pluripersonalità e quello della collegialità laddove afferma che “occorre tener conto che la collegialità dell'organo amministrativo è puramente eventuale e ciò nel senso che i soci (in sede statutaria) sono liberi di scegliere tra il regime di amministrazione unipersonale ed il regime di amministrazione pluripersonale”.

<sup>47</sup> Benché la gran parte della dottrina, sin da prima della riforma delle società di capitali, si sia espressa nel senso dell'inderogabilità del metodo collegiale, che costituisce pertanto l'unica modalità di funzionamento dell'organo amministrativo pluripersonale della società per azioni (cfr. P. ABBADESSA, *La gestione dell'impresa nella società per azioni*, cit., 100; F. BONELLI, *Gli amministratori di s.p.a. dopo la riforma delle società*, Milano, 2004, 34; A. BORGIOLO, *La responsabilità solidale degli amministratori di società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1978, 1061; O. CAGNASSO, *op. cit.*, 253; A. DE NICOLA, *Art. 2380-bis*, in *Amministratori*, a cura di Federico Ghezzi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Piergaetano Marchetti, Luigi A. Bianchi, Federico Ghezzi, Mario Notari, Milano, 2005, 96; G. MINERVINI, *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, 1956, 387; V. PINTO, *Funzione amministrativa e diritti degli azionisti*, Torino, 2008, 103 ss. ed in particolare nt. 13; ID., *Art. 2380-bis*, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da Pietro Abbadessa e Giuseppe B. Portale, Milano, 2016, Tomo I, 1177; P.M. SANFILIPPO, *Funzione amministrativa e autonomia statutaria nelle società per azioni*, Torino, 2000, 102 ss.), il punto non è del tutto pacifico. In senso contrario v., in particolare, G. FERRI Jr., *Le deleghe interne*, in *Amministrazione e amministratori di società per azioni*, a cura di B. Libonati, Milano, 1995, 229 ss., secondo cui, non potendosi riconoscere alla funzione amministrativa carattere necessariamente congiuntivo, sarebbe da escludere che il metodo collegiale costituisca “una regola «generale», cioè relativa all'intero complesso di funzioni affidata agli amministratori”. Aderisce espressamente a questa lettura, dopo la riforma del 2003, G. GUIZZI, *Riflessioni intorno all'art. 2380-bis c.c.*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber Amicorum Pietro Abbadessa*, diretto da Campobasso, Cariello, Di Cataldo, Guerrero, Sciarrone Alibrandi, Torino, 2014, II, 1058, per il quale “il quadro complessivamente delineato dalla riforma dà invece ragione a [questa] impostazione”.



Dalle considerazioni sin qui svolte emerge la necessità di approfondire due aspetti relativi al tema in questione. Da un lato, le implicazioni che discendono dall'autonomia riconosciuta ai soci in relazione alla scelta relativa alla struttura dell'organo gestorio; dall'altro, le ragioni alla base della imposizione del metodo collegiale in caso di opzione da parte dei soci per un organo amministrativo pluripersonale. Sembra chiaro infatti che gli interessi che vengono in gioco nelle due prospettive sono profondamente diversi: l'inderogabilità del metodo collegiale lascia intendere che lo stesso sia posto a tutela di interessi di rilevanza generale, come tali indisponibili, mentre l'autonomia statutaria in tema di amministrazione monocratica o pluripersonale è sintomo della libera disponibilità degli interessi in gioco.

### ***2.1. Riflessi sul ruolo dell'organo amministrativo del principio di necessaria collegialità...***

Benché nell'ottica del presente lavoro il tema abbia una rilevanza tutto sommato non centrale, può comunque essere utile spendere alcuni brevi cenni per ricostruire il dibattito dottrinale riguardante la funzione da attribuire al metodo collegiale. E' noto come al riguardo vi sia chi ha ritenuto di poter rinvenire una corrispondenza biunivoca tra collegialità e responsabilità solidale dei componenti del consiglio di amministrazione<sup>48</sup>, nel senso che la collegialità sarebbe funzionale

---

<sup>48</sup> Il riferimento è, in particolare, ad A. BORGIOI, *op. cit.*, 1056 ss., secondo cui, considerato che ciò che caratterizza il regime di responsabilità degli amministratori non è solo “una mera responsabilità fra “già responsabili”, quanto piuttosto “uno strumento per estendere l’ambito della responsabilità agli altri coamministratori, anche indipendentemente da una loro colpa specifica”, si può ritenere che “la solidarietà adempie (...) essenzialmente alla funzione di estendere la responsabilità da coloro al cui comportamento il danno è direttamente riferibile (attraverso il nesso di causalità) a coloro nei confronti dei quali tale elemento sarebbe carente”. Analogamente v. anche G. GRIPPO, *Deliberazione e collegialità nella società per azioni*, Milano, 1979, 145 ss.. Per una critica cfr. P.M. SANFILIPPO, *Funzione amministrativa e autonomia statutaria nelle società per azioni*, cit., 126, ed in particolare nt. 119. Riconosce alla necessaria collegialità dell'organo gestorio pluripersonale una funzione di rafforzamento della responsabilità anche O. CAGNASSO, *op. cit.*, 248 ss., secondo il quale,

a consentire l'applicazione del principio di responsabilità solidale, il quale, a sua volta, troverebbe la sua giustificazione nell'adozione del metodo collegiale. E' stato in particolare sostenuto che "la solidarietà nella responsabilità (...) rappresenta il *pendant* della collegialità nell'esercizio della funzione amministrativa"<sup>49</sup>. Secondo questa lettura il principio di collegialità avrebbe quindi la funzione di consentire che la responsabilità degli amministratori sia solidale ed anzi consentirebbe un suo aggravamento<sup>50</sup>. Con riguardo a questa ricostruzione, ci si limita in questa sede a sottolineare che, ad avviso di chi scrive, la funzione del metodo collegiale non sembra poter essere quella di consentire l'applicazione a tutti gli amministratori della società (e dunque non solo a quelli esecutivi) del principio di responsabilità solidale. In questo senso, pare sufficiente ragionare sul fatto che il legislatore, laddove ha ritenuto opportuno imporre la responsabilità solidale degli amministratori, lo ha fatto senza necessità di ricorrere all'imposizione del metodo collegiale. Si è a tal proposito convincentemente rilevato<sup>51</sup> che l'art. 2260 c.c., nel disciplinare i diritti e gli obblighi degli amministratori di società semplice (e quindi di tutte le società di persone in genere, in virtù dei noti rinvii alla disciplina di questo tipo sociale contenuti negli artt. 2293 e 2315 c.c., rispettivamente in tema di società in nome collettivo e di società in accomandita semplice), impone la responsabilità solidale degli amministratori per l'adempimento degli obblighi ad essi imposti dalla legge e dal contratto sociale senza distinguere tra le ipotesi di amministrazione collegiale, disgiunta e congiunta, con la conseguenza che, al netto della possibilità riconosciuta al singolo amministratore di esimersi nel caso concreto da responsabilità (dimostrando di essere esente da colpa), la regola generale nelle società di persone è quella per cui gli amministratori rispondono in solido anche quando a ciascuno di essi sia attribuito un autonomo potere gestorio esercitabile

---

comunque, questa funzione si affianca a quelle di miglior ponderazione delle decisioni e di garanzia dell'unità gestoria.

<sup>49</sup> A. BORGIOLI, *op. cit.*, 1075.

<sup>50</sup> Cfr. nt. 44.

<sup>51</sup> Sul punto v. G. FERRI, *Società*, in *Commentario del codice civile*, a cura di Scialoja e Branca, Bologna-Roma, 1981, 176. L'argomento è successivamente accolto anche da O. CAGNASSO, *op. cit.*, 249.

indipendente dall'operato degli altri<sup>52</sup>. Questa considerazione sembra rafforzare l'idea per cui la scelta legislativa di rendere obbligatoria per le società per azioni l'adozione del metodo collegiale in caso di amministrazione affidata a più soggetti non sia dettata, quantomeno esclusivamente, dalla volontà di imporre una responsabilità solidale tra i vari componenti dell'organo amministrativo, posto che il medesimo risultato sarebbe stato raggiungibile anche senza escludere la possibilità di far ricorso a sistemi di amministrazione congiunta ed addirittura disgiunta.

Da questo punto di vista è quindi probabilmente più corretto rinvenire nella maggior garanzia derivante dal meccanismo della responsabilità solidale degli amministratori una conseguenza del metodo collegiale piuttosto che il suo scopo<sup>53</sup>.

Discorso diverso deve farsi in relazione all'istanza di unitarietà della gestione da intendersi sia nel senso di coerenza dell'attività di amministrazione e dunque in particolare come consequenzialità logica di ogni singolo atto gestorio con le decisioni precedenti<sup>54</sup> (piano oggettivo), sia come partecipazione di tutti gli amministratori alle decisioni gestorie<sup>55</sup> (piano soggettivo). E' ampiamente diffusa

---

<sup>52</sup> In questo senso v. anche V. PINTO, *Art. 2380-bis*, cit., 1178, per il quale la connessione fra metodo collegiale e responsabilità solidale degli amministratori "non pare affatto certa in un sistema in cui il meccanismo collegiale non è regola necessaria (art. 2479 co. 1 c.c.) e neppure rappresenta il modello legale dell'azione degli amministratori (art. 2260 co. 2 c.c.)". Analoghe considerazioni già in F. BARACHINI, *La gestione delegata*, cit., 170 ss. ed in particolare 171, ove si afferma che "la solidarietà rappresenta – nell'ambito del diritto societario – un connotato *trasversale* ai vari tipi di amministrazione pluripersonale, anziché un connotato caratterizzante – e meno che mai esclusivo – dell'amministrazione collegiale o di un qualsivoglia altro modello specifico di amministrazione" (corsivo dell'autore).

<sup>53</sup> Ritiene che la responsabilità solidale dei componenti del consiglio di amministrazione sia conseguenza e non ragione giustificativa dell'inderogabilità del metodo collegiale nella s.p.a., M. STELLA RICHTER *Jr.*, *La collegialità*, cit., 289.

<sup>54</sup> Secondo la definizione di T. AULETTA, *La legittimazione dei coniugi agli atti dell'impresa coniugale*, in *Studi in memoria di Mario Condorelli*, Milano, 1989, II, 113, nt. 31, si può parlare di unità di gestione (in senso oggettivo) quando "ogni atto, da chiunque degli amministratori venga compiuto, tenga conto degli atti precedenti ed influenzi gli atti successivi".

<sup>55</sup> Sul punto cfr. in particolare T. AULETTA, *op. cit.*, 113, secondo cui per realizzare una gestione effettivamente unitaria si rende necessario che "ogni atto venga deciso sfruttando le conoscenze e le competenze (che si traducono in valutazioni) di tutti gli amministratori". Nello stesso senso si

in dottrina l'affermazione secondo cui la funzione del metodo collegiale sarebbe quella di scongiurare tutti quei conflitti che potrebbero facilmente sorgere qualora l'amministrazione della società fosse affidata a più soggetti fra loro autonomi e dotati di uguali poteri ed identica legittimazione ad agire, garantendo così che la volontà dell'organo amministrativo venga determinata in maniera univoca<sup>56</sup>, non solo a vantaggio della società, cui viene consentita una gestione più coerente ed omogenea, ma anche e contemporaneamente a tutela dei terzi che con la società entrano in contatto, sui quali eventuali contrasti fra gli amministratori finirebbero inevitabilmente per avere ricadute negative. Qualora si dovesse rinvenire nella unitarietà (verrebbe quasi da dire nella non contraddittorietà) della gestione un interesse indisponibile per i soci, come pure a chi scrive sembra in una certa misura plausibile, la mera eventualità dell'esistenza di un organo gestorio a struttura pluripersonale non pare in contraddizione con quanto sin qui sostenuto: è, infatti, di

---

esprime anche P.M. SANFILIPPO, *Funzione amministrativa e autonomia statutaria nelle società per azioni*, cit., 124, il quale evidenzia come “la possibilità data a *tutti* gli amministratori di interloquire sull'intera gestione, anche su atti non compiuti personalmente, si pone dunque quale presupposto perché il complessivo esercizio della funzione amministrativa si componga secondo un'azione coerente” (corsivi dell'autore).

<sup>56</sup> O. CAGNASSO, *op. cit.*, 248 ss.; G. ZANARONE, *op. cit.*, 90 ss.; e, recentemente, V. PINTO, *Art. 2380-bis*, cit., 1175 ss., per il quale il fatto che il metodo collegiale costituisca la “modalità *necessaria* di esercizio pluripersonale della funzione amministrativa” consente di collocare la “salvaguardia dell'unità della gestione (...) fra le istanze *tipiche* della sola impresa azionaria”. In senso contrario a questa ricostruzione M. STELLA RICHTER *Jr.*, *La collegialità*, cit., 289, ed in particolare nt. 24: l'autore esclude infatti la possibilità di ricomprendere, tra le finalità che metodo collegiale è teso a realizzare, quello di “garantire l'unità della gestione”. Sotto questo profilo, pur condividendosi la considerazione per cui riconoscere alla collegialità la funzione di garantire una gestione unitaria “da un lato non significa ancora dire in cosa consistano quei conflitti (...) e dall'altro non spiega il perché della pluripersonalità rispetto all'organo monocratico”, non si capisce perché la mera eventualità dell'affidamento dell'amministrazione ad un organo pluripersonale comporti necessariamente l'impossibilità di riconoscere, tra le funzioni che il metodo collegiale è chiamato a svolgere, quella di comporre i conflitti “nascenti dalla compresenza di più persone con eguali poteri”, così garantendo la possibilità di “determinare in modo unitario, non contraddittorio, la volontà dell'organo amministrativo” (le ultime due citazioni sono tratte da G. ZANARONE, *op. cit.*, 136). Anzi, proprio dal fatto che il metodo collegiale viene inderogabilmente imposto in tutti i casi in cui i soci decidano di affidare l'amministrazione della società a più persone, sembrerebbe possibile trarre conferma del fatto che il legislatore abbia inteso garantire quella unità di gestione che una scelta di questo tipo potrebbe altrimenti finire per compromettere.

per sé evidente che la necessità di garantire l'unitarietà della gestione si riscontra solo qualora l'amministrazione della società venga affidata ad una pluralità di soggetti, essendo evidente che la scelta di fare affidamento ad un organo di gestione monocratico esclude in radice la necessità di tutelare un tale interesse.

## **2.2. ... e della solo eventuale pluripersonalità dell'organo.**

Se pertanto sembra possibile sostenere che il principio di collegialità trovi il proprio "nucleo funzionale inderogabile (...) nell'esigenza (...) di imporre in via *eteronoma* un meccanismo idoneo a salvaguardare l'interesse (indisponibile) alla c.d. unità di gestione"<sup>57</sup>, è altrettanto vero che ciò non consente ancora di individuare la funzione di cui il consiglio di amministrazione è investito, rappresentando piuttosto il fondamento teorico dell'inderogabilità del metodo collegiale stabilita dall'art. 2380-*bis*, comma 3, c.c..

In altre parole, individuare (nell'uno o nell'altro senso) il ruolo di quella particolare tecnica organizzativa della funzione amministrativa che è il metodo collegiale non chiarisce ancora quali siano le peculiarità che caratterizzano il consiglio di amministrazione e, quindi, le ragioni per cui il legislatore ha ritenuto di lasciare all'autonomia dei soci la decisione se affidare la gestione dell'impresa sociale ad un organo pluripersonale chiamato ad operare necessariamente secondo tale metodo.

Per fare ciò, come sopra prefigurato, occorre infatti separare il profilo della (necessaria) collegialità dell'organo da quello della sua (solo eventuale) pluralità.

---

<sup>57</sup> Così V. PINTO, *Art. 2380-bis*, cit., 1179. Rinviene nel metodo collegiale uno strumento diretto a garantire l'unità della gestione affidata ad una pluralità di soggetti anche G. ZANARONE, *op.cit.*, 136. Nello stesso senso v. ancora P.M. SANFILIPPO, *Funzione amministrativa e autonomia statutaria nelle società per azioni*, cit., 126, il quale sottolinea che "è, a ben vedere, l'attuazione della solo *unità di gestione* a giustificare gli assetti inderogabili della disciplina". Occorre comunque tenere presente che in questa sede si ha riguardo alla funzione della collegialità nell'ambito dell'organo gestorio della società; tuttavia il discorso può essere replicato, almeno in linea di massima, anche con riguardo al ruolo che il metodo collegiale svolge nell'ambito dell'assemblea dei soci. Sul punto si rimanda a S. ROSSI, *Il voto extrassembleare*, Milano, 1997, 84 ss.; A. MIRONE, *Il procedimento deliberativo nelle società di persone*, Torino, 1998, 59 ss..

Il primo aspetto, che presuppone inevitabilmente il secondo, svolge, come si è visto, una propria specifica funzione. Tuttavia, per comprendere il ruolo del consiglio di amministrazione nel sistema di *governance* delle società per azioni - e per questa via il compito e l'apporto che i consiglieri di minoranza possono o meno svolgere per il miglioramento di essa - non ci si può accontentare di individuare la ragione giustificativa del principio di collegialità ma ci si deve ulteriormente domandare quale sia la funzione (o, piuttosto, le funzioni) della pluripersonalità dell'organo gestorio, tenendo anche in questo caso sempre presente che la scelta sulla composizione monocratica o pluripersonale di questo organo è il frutto di una libera scelta dei soci, ossia dei soggetti interessati al risultato della gestione del patrimonio sociale. Peraltro, per quanto in questa sede rileva, il discorso deve essere svolto ponendo mente al fatto che la prassi evidenzia una profonda distinzione nello stesso ambito tipologico della società per azioni; è cosa nota, infatti, che il consiglio di amministrazione di quel particolare sottotipo di S.p.A. che è la società con azioni quotate presenta caratteristiche profondamente diverse rispetto alla prassi statutaria maggiormente diffusa tra le società c.d. chiuse. Al di là della scelta fra amministratore unico e consiglio di amministrazione, possibile – come si è già visto - solo nelle società chiuse, mentre le società quotate (o con azioni diffuse tra il pubblico in maniera rilevante secondo la definizione di cui all'art. 2-*bis* del Regolamento Emittenti) sono oggi anche formalmente tenute ad affidare la gestione ad un organo pluripersonale, va qui evidenziato il maggior numero di componenti che tradizionalmente caratterizza i consigli delle società quotate rispetto a quelli delle società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio e, ancor più in particolare, il ruolo di assoluto predominio che nelle società aperte è (espressamente o, come più spesso accade, in via di fatto) riconosciuto all'amministratore delegato<sup>58</sup>, figura che al contrario nelle società chiuse alle volte non viene neppure

---

<sup>58</sup> Predominio che è confermato dalla sempre maggiore attenzione rivolta alla creazione di un sistema di contrappesi che consentano di evitare una eccessiva concentrazione di potere nelle mani dell'amministratore delegato; l'esempio più lampante di questa tendenza si rinviene nella previsione statutaria che impone la separazione dei ruoli di amministratore delegato e presidente del consiglio di amministrazione, la cui adozione è sempre più spesso considerata alla stregua di una vera e propria

nominata e, anche quando così non è, spesso ricopre una posizione di minor rilievo, se non rispetto al consiglio complessivamente considerato, quanto meno in rapporto alla figura del presidente del c.d.a.. Questa evoluzione del modello di *corporate*

---

*best practice* per le società quotate, tanto da essere espressamente contemplata dai più evoluti codici di autodisciplina. V. ad esempio il recente *UK Corporate Governance Code* elaborato dal *Financial Reporting Council*, che dall'aprile 2016 sostituisce il *Combined Code*, la cui *Code Provision A.2.1.* stabilisce che “*the roles of chairman and chief executive should not be exercised by the same individual*”.

In Italia, il Principio 2.P.4. del Codice di Autodisciplina delle società quotate raccomanda di “evitare la concentrazione di cariche sociali in una sola persona”, sottolineando nel relativo commento che “la *best practice* internazionale raccomanda (...) la separazione dei ruoli di presidente e di *chief executive officer (CEO)*” e come “anche in Italia, la separazione dei predetti ruoli possa rafforzare le caratteristiche di imparzialità ed equilibrio che si richiedono al presidente del consiglio di amministrazione”. Anche nei principi di *corporate governance* emanati dall'OECD si legge che “*in countries with single tier board systems, the objectivity of the board and its independence from management may be strengthened by the separation of the role of chief executive and Chair*”, a conferma del fatto che la “*separation of the two posts is generally regarded as good practice*” (cfr. OECD, *G20/OECD Principles of Corporate Governance*, 2015, 51). E' interessante invece notare come negli Stati Uniti, ove peraltro è in corso un dibattito sull'opportunità dell'adozione di un codice di *corporate governance*, la separazione delle due cariche non è considerata di per sé *best practice*: sul punto, ad esempio, la guida sulla *corporate governance* predisposta dal *New York Stock Exchange* (la società che gestisce il principale mercato regolamentato) non contiene alcuna raccomandazione, limitandosi ad osservare che, nel decidere se separare o meno il ruolo di *CEO* da quello di *chairman*, “*in the end, boards need to feel comfortable they are doing the right thing for the company — and for the right reasons. The separation of the two positions is unwise if it leads to board micromanagement; many also argue that separation is essential in order to establish that the board has the right and responsibility to be certain that the company's business strategy is given a tough and challenging review*”. Anche nei recenti *Commonsense principles of corporate governance*, elaborati e proposti da alcuni tra i più importanti esponenti del mondo finanziario e degli investitori istituzionali statunitensi (tra i quali, solo per citare il nome senza dubbio di maggior richiamo, Warren Buffett) e consultabili all'indirizzo <http://www.governanceprinciples.org>, la separazione del ruolo di amministratore delegato e di quello di presidente del consiglio di amministrazione viene rimessa alla valutazione degli amministratori indipendenti in base alla considerazione per cui “[t]he board's independent directors should decide, based upon the circumstances at the time, whether it is appropriate for the company to have separate or combined chair and CEO roles”, pur precisandosi al contempo che “[i]f a board decides to combine the chair and CEO roles, it is critical that the board has in place a strong designated lead independent director and governance structure”.

Per analoghe considerazioni v. anche EUROPEAN COMPANY LAW EXPERTS, *Response to the European Commission's Green Paper “The EU Corporate Governance Framework”*, 22 July 2011, 5 ss., reperibile all'indirizzo [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/2011/corporate-governance-framework/individual-replies/eclen.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2011/corporate-governance-framework/individual-replies/eclen.pdf).

*governance* concretamente adottato dalle società aperte deve essere considerata con particolare attenzione al fine di individuare non solo le ragioni in base alle quali, come si vedrà meglio nei paragrafi successivi, i compiti affidati all'organo amministrativo vengono in misura via via crescente incentrati sul controllo dell'operato degli amministratori esecutivi anziché esclusivamente sul loro supporto, ma anche ed innanzitutto quali funzioni il *plenum* sia chiamato oggi a svolgere.

Sia a livello di teoria generale che in relazione a quel particolare organo pluripersonale che è il consiglio di amministrazione, la tassonomia dei collegi sulla base della funzione si riduce, pur nella varietà di sfumature possibili<sup>59</sup>, a due categorie principali. Si distingue infatti fra collegi con funzione c.d. ponderatoria e collegi con funzione c.d. compositoria.

Nei primi (collegi con funzione ponderatoria) la pluralità di componenti si giustifica nell'ottica di consentire una maggiore riflessione sulle decisioni che l'organo è chiamato ad adottare: in estrema sintesi, l'assunto di base è che affidare una scelta a più soggetti, che non siano portatori di interessi particolari, preferibilmente dotati di capacità tecniche, *background* culturale, formazione, esperienze e competenze variegate, consente di sviluppare una visione più completa delle questioni di volta in volta poste all'attenzione del consiglio, così garantendo la realizzazione dell'interesse comune alla maggiore oculatezza delle decisioni attraverso "quel confronto di opinioni che favorisce l'assunzione di decisioni ponderate"<sup>60</sup>.

Per quanta riguarda, invece, i collegi di tipo compositorio, la ragione per cui una particolare attività è affidata ad un organo pluripersonale anziché ad una singola persona fisica viene individuata nell'esigenza di favorire una contrapposizione dialettica fra le diverse componenti del collegio, ciascuna portatrice di un proprio

---

<sup>59</sup> Sul tema cfr., in particolare, A. PIZZORUSSO, *op.cit.*, Torino, 1993, 36.

<sup>60</sup> V. CALANDRA BUONAURA, *Amministrazione disgiuntiva e società di capitali*, Milano, 1985, 31 ss..



interesse particolare e non necessariamente coincidente con quello delle altre, al fine di superare la inevitabile contrapposizione fra essi.

I confini fra le due fattispecie possono in molti casi apparire evanescenti e poco definiti<sup>61</sup>, specialmente in tutti i casi in cui esistono situazioni di più o meno fisiologico e persistente contrasto fra i diversi componenti dell'organo collegiale. Occorre tuttavia fin d'ora precisare che un determinato organo operante secondo il metodo collegiale è chiamato a svolgere una funzione ponderatoria non significa negare la possibilità che al suo interno si generino contrasti. In effetti, il criterio da porre alla base della distinzione (e facendo applicazione del quale è possibile ricondurre un determinato collegio nell'una piuttosto che nell'altra delle due macrocategorie) deve essere individuato nella omogeneità o meno degli interessi di cui ciascun componente del collegio è portatore e delle istanze che i singoli membri dell'organo sono chiamati a rappresentare<sup>62</sup>; e così, indipendentemente dai conflitti che in esso possano sorgere, avrà funzione ponderatoria ogni collegio in cui le varie componenti siano tutte tenute a realizzare un *unico interesse comune*, pur potendovi legittimamente essere diversità di vedute sulle modalità attraverso cui detto interesse debba essere perseguito. Viceversa, nei collegi a funzione compositoria, ciascun membro (o gruppo di membri) è chiamato a dare voce ad un *interesse particolare* ed è pienamente legittimato al suo perseguimento ed alla sua difesa nell'ambito dell'attività del collegio.

---

<sup>61</sup> Paradigmatico in questo senso il pensiero di V. CALANDRA BUONAURA, *op.cit.*, 16 ss., che considera sintomo dell'esistenza di una funzione compositoria il fatto che il consiglio di amministrazione rappresenti uno strumento di superamento di possibili contrasti fra singoli consiglieri. Tuttavia, in base al criterio distintivo *infra* accolto, anche in questo caso si ricadrebbe nella fattispecie ponderatoria, almeno nella misura in cui tali contrasti siano dovuti a differenti vedute ovvero al diverso "sapere" o alla diversa estrazione professionale dei singoli membri e non invece alle differenti istanze che ciascuno di essi è chiamato a rappresentare all'interno del collegio. In questo senso P.M. SANFILIPPO, *Funzione amministrativa e autonomia statutaria nelle società per azioni*, cit., 94, ed in particolare nt. 6.

<sup>62</sup> Pone l'assenza o la presenza di un interesse secondario in capo ai singoli membri del collegio quale criterio di distinzione fra collegi di ponderazione e collegi di composizione (o meglio, con la terminologia usata dall'autore, collegi con funzione dialettica) anche P.M. SANFILIPPO, *ivi*, a cui si rimanda in particolare per copiosi riferimenti bibliografici alla dottrina pubblicistica.

Rapportando quanto sin qui esposto in termini generali a quel particolare organo pluripersonale che è il consiglio di amministrazione di una società per azioni, si può innanzitutto notare come sia opinione diffusa in dottrina quella per cui il consiglio di amministrazione della società per azioni, in considerazione soprattutto delle esigenze di efficienza della gestione, non possa rappresentare il luogo di risoluzione dei contrasti fra i soci e, più in generale, fra le varie categorie di soggetti che hanno un interesse più o meno forte in relazione all'attività imprenditoriale svolta dalla società (i cc.dd. *stakeholders*, per usare la nota terminologia diffusa nel mondo anglosassone)<sup>63</sup>. Si ritiene infatti che i contrasti fra

---

<sup>63</sup> Particolarmente noto sul punto è il pensiero di G. OPPO, *In tema di "invalidità" delle delibere del consiglio di amministrazione delle società per azioni (a proposito di un libro recente)*, in *Rivista delle società*, 1967, 924, per il quale si deve escludere che si possa trasporre "in sede di consiglio di amministrazione la contrapposizione tra (interessi della) maggioranza e (della) minoranza azionarie".

All'affermazione sembra tuttavia potersi riconoscere una portata minore, meno *tranchant*, rispetto a quella attribuita in epoca successiva da una parte della dottrina (in particolare, O. CAGNASSO, *op. cit.*, 246 ss.; V. PINTO, *Art. 2380-bis*, cit., 1178; M. STELLA RICHTER *Jr.*, *La collegialità*, cit., 296). Infatti, al di là della notazione per cui, al momento in cui questa considerazione veniva formulata, non esistevano nel nostro ordinamento disposizioni di legge che legittimassero la presenza nel consiglio di amministrazione di esponenti nominati dalla minoranza (pur essendo invero già conosciute e generalmente ammesse clausole statutarie a ciò rivolte, compreso il voto di lista), a chi scrive non sembra che l'autore abbia inteso in quella sede rilevare l'esistenza di un principio di portata generale ma, più semplicemente ed in critica ad un diverso orientamento, individuare un argomento che consentisse di negare la legittimità dell'esercizio dell'azione di responsabilità da parte di un singolo socio per il caso di assunzione, da parte dell'organo amministrativo, di una deliberazione contraria alla legge o allo statuto. Non pare quindi che si sia voluta escludere l'esistenza di ipotesi in cui, per legge o in forza di particolari previsioni statutarie, il consiglio di amministrazione può essere investito di una funzione compositoria, quanto piuttosto evidenziare l'erroneità di una "aprioristica attribuzione agli amministratori dissenzienti (e addirittura agli amministratori assenti!) della veste di portatori dell'interesse" della minoranza (G. OPPO, *ivi*). In giurisprudenza si segnala Cass., 26 novembre 1998, n. 12012, in *Le società*, 1999, 674, con nota di M. CUPIDO, in *Riv. dir. comm.*, 1999, II, 243, con nota di M. IRRERA, ed in *Giur. it.*, 1999, 1436, con nota di P. REVIGLIONE, ove si sostiene che rispetto al consiglio di amministrazione "è normalmente estranea la dialettica tra maggioranza e minoranza - propria invece della assemblea - e che" il principio di collegialità nell'ipotesi di amministrazione pluripersonale "risponde ad esigenze di tutela dell'interesse sociale alla ponderazione delle decisioni attraverso il ricorso a plurime esperienze di amministrazione e competenze professionali". In termini generali, riconosce al consiglio di amministrazione solamente una funzione di ponderazione, escludendo dunque ogni possibile profilo compositorio, F. GALGANO, *Le società di capitali e le cooperative*, in *Diritto civile e commerciale*, a cura di F. Galgano, Padova, 1990, 3, II, 227 ss.

soci portatori di interessi non coincidenti trovino il proprio naturale luogo di emersione e composizione nell'ambito dell'assemblea generale, ove i soci medesimi sono chiamati periodicamente a riunirsi ed a discutere delle principali questioni relative alla vita della società<sup>64</sup>.

L'affermazione per cui la pluripersonalità dell'organo amministrativo svolge la funzione di consentire una più ponderata assunzione delle scelte gestorie è senza dubbio condivisibile; pare infatti di per sé evidente che coinvolgere più soggetti in una medesima attività, al contempo imponendo loro di operare tramite il metodo collegiale e quindi rendendo obbligatoria una seppur minima discussione sugli argomenti sottoposti all'attenzione del consiglio, determina una più approfondita ponderazione dei vantaggi, degli svantaggi e delle possibili conseguenze derivanti dal compimento o meno di una determinata operazione. Proprio in quest'ottica assume particolare significato il disposto dell'art. 2387 c.c. che legittima gli statuti delle società per azioni a "subordinare l'assunzione della carica di amministratore al possesso di speciali requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza", e più in generale tutte quelle previsioni, sia di fonte

---

<sup>64</sup> Pur occupandosi nello specifico di un tema diverso da quello qui in esame, è interessante in questa sede richiamare l'opinione di C. MOSCA, *Attivismo degli azionisti voto di lista e «azione di concerto»*, in *Riv. soc.*, 2013, 155-156, la quale sembra favorevole a riconoscere al consiglio una funzione essenzialmente di ponderazione qualora la composizione dello stesso rappresenti il frutto di un accordo intervenuto fra una pluralità di soci che agiscono in concerto per "acquisire, mantenere o rafforzare il controllo dell'emittente" (art. 101-bis, comma 4, TUF), avendo questi convenuto "un preciso rapporto di scambio tra la promessa di appoggiare la lista e l'opportunità di iscriversi il nominativo di un candidato di fiducia". Pur condividendo la conclusione raggiunta in relazione all'applicabilità a questa ipotesi della disciplina in tema di azione di concerto, non sembra si possa accogliere la ricostruzione della natura ponderatoria del collegio che viene a formarsi nella fattispecie esaminata: infatti, nella misura in cui si riconosce che l'accordo tra soci viene realizzato "affinché il soggetto che partecipa alla coalizione possa vedere rappresentato nel consiglio il suo interesse particolare", risulta contraddittorio ritenere che il consiglio di amministrazione espressione di detto accordo non svolga alcuna funzione di composizione degli interessi particolari dei soci che hanno partecipato alla coalizione.

legale<sup>65</sup> che di c.d. *soft law*<sup>66</sup>, che impongono ovvero caldeggiavano non solo il possesso di particolari caratteristiche da parte dei membri del consiglio di amministrazione, ma anche, più in generale, una composizione sufficientemente diversificata (per competenze, genere, età, formazione, ecc.) dell'organo di gestione medesimo<sup>67</sup>.

---

<sup>65</sup> Si pensi, ad esempio, all'art. 26, d.lgs. 1 settembre 1993, n. 385 (Testo Unico Bancario) che, nella versione da ultimo modificata a seguito del d.lgs. 12 maggio 2015, n. 72, dopo aver previsto in termini generali che “I soggetti che svolgono funzioni di amministrazione (...) presso banche devono essere idonei allo svolgimento dell'incarico”, statuisce che “il Ministro dell'economia e delle finanze, con decreto adottato sentita la Banca d'Italia, individua: a) i requisiti di onorabilità omogenei per tutti gli esponenti; b) i requisiti di professionalità e indipendenza (...)”.

<sup>66</sup> Sintomatico del ruolo di ponderazione di cui è investito il consiglio di amministrazione è il principio 2.P.2. del Codice di Autodisciplina di Borsa Italiana secondo cui “Gli amministratori non esecutivi apportano le loro specifiche competenze alle discussioni consiliari, contribuendo all'assunzione di decisioni consapevoli e prestando particolare cura alle aree in cui possono manifestarsi conflitti di interesse”. Nel commento a corredo della disposizione autoregolamentare citata viene ulteriormente evidenziata la funzione ponderatoria del consiglio di amministrazione ed, in particolare, al suo interno, degli amministratori non esecutivi, i quali “arricchiscono la decisione consiliare” grazie alle loro competenze “di carattere strategico generale o tecnico particolare”, le quali “permettono di analizzare i diversi argomenti in discussione da prospettive diverse e, perciò, contribuiscono ad alimentare la dialettica che è il presupposto distintivo di una decisione collegiale, meditata e consapevole”.

<sup>67</sup> Il riferimento qui non può che essere, innanzitutto, al comma 1-ter dell'art. 147-ter del TUF, introdotto con la L. 12 luglio 2011, n. 120, che impone alle società quotate di dotarsi di una disciplina statutaria in grado di garantire una composizione del consiglio di amministrazione rispettosa dell'equilibrio tra generi, tale che il genere meno rappresentato ottenga almeno un terzo dei posti in consiglio. Ma in quest'ottica possono essere interpretate anche alcune recenti prescrizioni di matrice comunitaria come, ad esempio, l'art. 88 della Direttiva 2013/36/UE (c.d. CRD IV) che per le banche e gli enti creditizi in genere prevede che il comitato nomine costituito in seno al consiglio di amministrazione, nel selezionare i candidati da sottoporre all'approvazione dell'assemblea dei soci, valuti “l'equilibrio di competenze, conoscenze, diversità ed esperienze dell'organo di gestione”, incaricando inoltre il medesimo comitato, successivamente alla nomina dei componenti dell'organo amministrativo, di valutare “periodicamente e almeno una volta l'anno, le conoscenze, le competenze e l'esperienza di ogni singolo membro dell'organo di gestione e dell'organo di gestione nel suo insieme”. Per un quadro aggiornato sul grado di diversificazione nella composizione degli organi amministrativi delle società italiane quotate si può fare riferimento al Rapporto 2016 sulla *corporate governance* delle società quotate italiane, redatto dalla CONSOB e disponibile all'indirizzo <http://www.consob.it/web/area-pubblica/rcg2016>, dal quale emerge in particolare che “A fine giugno 2016, la presenza femminile ha oltrepassato la soglia del 30% del totale degli incarichi di amministratore, in continuo aumento anche grazie al criterio di riparto tra generi nella composizione degli organi sociali imposto per tre mandati dalla Legge 120/2011”.

Il tema della diversità di genere nella composizione del *board* delle società quotate e dei suoi effetti sulla *corporate governance* delle stesse società ha ricevuto negli ultimi anni particolare attenzione

Tuttavia, a parere di chi scrive, riconoscere al consiglio di amministrazione la natura di collegio “reale”<sup>68</sup> non significa necessariamente e per ciò solo escludere che, quantomeno in presenza di determinate condizioni, il medesimo organo possa al tempo stesso venire a configurarsi come luogo deputato al confronto fra interessi contrastanti<sup>69</sup>.

In particolare, alla funzione ponderatoria si affianca quella di composizione ogni qual volta, per imposizione di legge o per libera decisione dei soci, il consiglio di amministrazione risulti composto da consiglieri che siano espressione di istanze ulteriori e diverse rispetto a quelle riferibili agli azionisti di maggioranza<sup>70</sup>.

---

anche da parte della dottrina internazionale: tra i tanti, v. R.B. ADAMS, D. FERREIRA, *Women in the Boardroom and Their Impact on Governance and Performance*, in *Journal of Financial Economics*, 2009, 94(2), 291; D. RHODE, A.K. PACKEL, *Diversity on Corporate Boards: How Much Difference Does Difference Make?*, in *Del. J. Corp. L.*, 2014, 39, 2, 377 ss., e la dottrina ivi citata. Per una panoramica della situazione in alcuni importanti ordinamenti stranieri cfr. M. LUCKERATH-ROVERS, *A Comparison of Gender Diversity in the Corporate Governance Codes of France, Germany, Spain, the Netherlands and the United Kingdom*, 2010, disponibile all’indirizzo [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1585280](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1585280). Più in generale, sul tema della c.d. *diversity* e sul suo effettivo ruolo nell’ottica del miglioramento della *corporate governance* e, quindi, dei risultati economici della società, cfr., in termini dubitativi, S. BHAGAT, B. BLACK, *The Uncertain Relationship between Board Composition and Firm Performance*, in *Business Lawyer*, 54, 1999, 921 ss..

<sup>68</sup> Così si è soliti indicare negli studi di teoria generale i collegi con funzione ponderatoria; sul punto v. S. VALENTINI, *La collegialità nella teoria dell’organizzazione*, Milano, 1965, 255, in particolare nt. 58.

<sup>69</sup> Che l’organo amministrativo pluripersonale possa essere chiamato a svolgere una pluralità di funzioni e non una sola è affermazione diffusa in dottrina: al riguardo cfr. O. CAGNASSO, *op. cit.*, 250; V. CALANDRA BUONAURA, *op. cit.*, 15 ss.; V. PINTO, *Funzione amministrativa*, cit., 117; M. STELLA RICHTER Jr., *La collegialità*, cit., 300, per il quale “affermare che la prima funzione del consiglio sia la migliore ponderazione delle scelte gestorie ed amministrative non esclude la possibilità di identificare altra funzione, ulteriore o alternativa, propria di quel collegio”; P.M. SANFILIPPO, *Funzione amministrativa e autonomia statutaria nelle società per azioni*, cit., 125, secondo cui “le forme collegiali previste nelle società azionarie per l’amministrazione unipersonale possono assolvere ad una pluralità di funzioni”.

<sup>70</sup> Nel senso per cui alla funzione tipicamente ponderatoria del consiglio di amministrazione si può affiancare quella di composizione v. C. ANGELICI, *Società per azioni ed in accomandita per azioni*, in *Enciclopedia del diritto*, XLII, Milano, 1990, 1004, secondo cui, pur non avendo il consiglio, nella normalità dei casi, la funzione “di consentire la composizione di una pluralità di interessi”, tuttavia non è escluso “che nel caso concreto, quando vi sia la possibilità di amministratori che rappresentano la minoranza azionaria, esso sia in grado di assolvere la prima funzione”; A.

Tanto il riconoscimento a livello normativo della possibilità (quando non dell'obbligo) di attribuire a soggetti esterni rispetto al gruppo di controllo una presenza all'interno del consiglio di amministrazione quanto considerazioni di carattere sistematico consentono dunque di ricomprendere, tra le funzioni tipiche di cui è investito l'organo di controllo, anche quella di composizione di interessi diversi<sup>71</sup>.

---

BORGIOI, *op. cit.*, 1067, che, nella misura in cui afferma che "l'adozione del metodo collegiale (...) ha essenzialmente funzione ponderatoria" mentre "sembra, viceversa, estranea, *per lo meno alla tipica previsione legislativa*, la funzione di comporre interessi confliggenti" (corsivo aggiunto), pare implicitamente riconoscere la configurabilità di ipotesi in cui all'organo amministrativo sia attribuita anche una funzione compositoria; M. STELLA RICHTER *Jr.*, *op. loc. ult. cit.*; R. WEIGMANN, *Responsabilità e potere legittimo degli amministratori*, Torino, 1974, 93 ss., ed in particolare nt. 21, ove, dopo aver osservato che il consiglio di amministrazione "è espressione della maggioranza da cui è eletto" e "di conseguenza la pluralità degli amministratori non si giustifica con la tutela delle minoranze, ma con l'intento di distribuire l'impegnativa conduzione della società su più persone", si riconosce tuttavia che "gli statuti possono riservare alle minoranze dei seggi nel consiglio di amministrazione. Talvolta (...) il consiglio rispecchia le diverse componenti che si uniscono a formare la maggioranza, o magari il sindacato di controllo. Allora la collegialità può servire ad equilibrare il peso dei più forti azionisti e a dar spazio alla dialettica interna alla stessa maggioranza". Cfr. inoltre P.M. SANFILIPPO, *Funzione amministrativa e autonomia statutaria nelle società per azioni*, cit., 96, che sembra limitare il rilievo dell'istanza compositoria ad un profilo meramente fattuale e non giuridico laddove, dopo aver evidenziato che "la funzione della collegialità del consiglio di amministrazione sia destinata ad arricchirsi di compiti *compositori* in presenza di dati presupposti da cui deriva una composizione "eterogenea" del consiglio per fonte elettiva", precisa come ad una tale ricostruzione si possa aderire sulla base della constatazione di come "gli amministratori siano, in fatto, portatori di eterogenei interessi *secondari*, per conto proprio o di terzi, ed in specie dei soci che li hanno eletti, senza che ciò si ponga *di per sé* in contrasto con la disciplina della funzione amministrativa" (corsivi dell'autore), ed ancora 125, ove parla di "*composizione (in fatto, o meglio di dialettica)*".

Resta invece isolata l'opinione di chi (N. SALANITRO, *L'invalidità delle deliberazioni del consiglio di amministrazione di società per azioni*, Milano, 1965, 177 ss.) sostiene che quella di comporre interessi contrastanti sia in realtà l'unica funzione che deve essere riconosciuta al consiglio di amministrazione, escludendo quindi completamente il profilo ponderatorio.

<sup>71</sup> Secondo M. STELLA RICHTER *Jr.*, *Appunti sulla evoluzione della disciplina della amministrazione delle società quotate e sulle sue prospettive di riforma*, in *Atti dei seminari celebrativi per i 40 anni dall'istituzione della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa*, a cura di G. Mollo, Quaderno giuridico della Consob n. 9, Roma, 2015, 71, in particolare nt. 6), e 75, "le tante regole relative alla *composizione* dell'organo o degli organi amministrativi" sono sintomo di una "decisa tendenza dell'ordinamento a rendere il consiglio di amministrazione di una società quotata anzitutto il luogo di *composizione* se non di vari interessi quanto meno delle tantissime ed egualmente possibili visioni dell'interesse sociale" (corsivi dell'autore), con l'ulteriore precisazione per cui "[l]a accresciuta

Per quanto riguarda il primo aspetto, occorre anzitutto notare come la riforma del 2003 abbia confermato l'impostazione già in precedenza adottata dal codice civile, riconoscendo la possibilità che lo statuto di quelle società per azioni nelle quali lo Stato o un ente pubblico detengono una partecipazione al capitale attribuisca a questi particolari soci il diritto di nominare, indipendentemente dal numero di azioni possedute, uno o più consiglieri (o componenti dell'organo di controllo). Lo stesso significato sembra doversi attribuire alla scelta di imporre il voto di lista quale unico legittimo metodo di nomina dei membri dei consigli di amministrazione delle società con azioni quotate in mercati regolamentati. In entrambi i casi la *ratio* dell'intervento legislativo sembra infatti da ricondurre ad una scelta di fondo che valuta positivamente la presenza di consiglieri espressione diretta di particolari categorie di soci non coincidenti con il gruppo di controllo nell'ottica di "aprire le porte" dell'organo amministrativo a consiglieri nominati da soggetti esterni rispetto agli azionisti di maggioranza, di modo da consentire una effettiva rappresentazione all'interno del consiglio di interessi ulteriori rispetto a quelli riferibili a questi ultimi, di fatto creando le condizioni necessarie affinché possa realizzarsi, all'interno dell'organo amministrativo, quella funzione di composizione di interessi eterogenei di cui qui si sta qui discorrendo.

Ci si è tuttavia domandati se, nei casi in cui un certo consigliere sia espressione di un centro di interessi non coincidente con quello della maggioranza dei soci, l'amministratore così nominato sia effettivamente tenuto ad operare nel consiglio di amministrazione per la realizzazione degli interessi riferibili al gruppo di soci di cui è espressione. In senso contrario sembrerebbero infatti deporre, da un lato, la considerazione della natura giuridica del rapporto che lega l'amministratore alla società, dall'altro, almeno per quanto riguarda i consiglieri di nomina pubblica, il fatto che per legge "essi hanno gli stessi diritti ed obblighi dei membri nominati dall'assemblea" (art. 2449, comma 2, c.c.).

---

rilevanza della dimensione dialettica all'interno dell'organo amministrativo (...) pare anche essere conseguenza della presenza in consiglio di amministratori espressione di diverse componenti della compagine sociale".

In relazione al primo aspetto si può tuttavia notare come il superamento di quella ricostruzione secondo cui fra gli amministratori e l'assemblea che li ha nominati sussisterebbe un rapporto riconducibile alla figura del mandato<sup>72</sup> non può di per sé solo portare a concludere che sia contrario al dovere di agire con la diligenza richiesta dalla natura dell'incarico il comportamento dell'amministratore che, nell'esecuzione del proprio incarico, tenga in considerazione le istanze e le aspirazioni di quella parte della compagine sociale che l'ha nominato. Al contrario, maggiormente censurabile sembra essere il comportamento dell'amministratore che, entrato in consiglio grazie alla lista ed ai voti di una minoranza di soci, finisca poi con l'aderire supinamente ed in maniera acritica a quelle scelte del *board* che siano suscettibili di incidere negativamente sulle legittime aspettative dei soci di minoranza.

D'altronde, al di là della intuitiva considerazione per cui avrebbe ben poco significato riconoscere a determinati soci, identificati in base alle loro caratteristiche soggettive (Stato ed enti pubblici) ovvero in base a criteri quantitativi (come avviene per i soci di minoranza nel sistema del voto di lista), il diritto di nominare un certo numero di consiglieri per poi negare che gli stessi abbiano il particolare compito di sviluppare in sede consiliare le posizioni e le istanze dei soggetti che li hanno nominati, neppure il secondo degli argomenti sopra riferiti sembra avere carattere decisivo. In particolare, per quanto attiene al rinvio agli obblighi che gravano sui consiglieri di nomina assembleare previsto dall'art. 2449 c.c. con riguardo agli amministratori di nomina pubblica, occorre subito evidenziare come esso non impedisca di ritenere che questi consiglieri siano sottoposti ad una sorta di "statuto speciale", come confermato, ad esempio, dalla particolare disciplina in tema di revoca prevista dall'art. 2449 c.c..

---

<sup>72</sup> Si tratta di conclusione ormai stabilmente acquisita: in questo senso depongono in particolare non solo la modifica, ad opera della novella del 2003, dell'art. 2392 c.c., che oggi non contiene più alcuna assimilazione tra responsabilità degli amministratori e quella del mandatario, ma anche "le ampie ed articolate funzioni di cui gli amministratori sono per legge investiti, il carattere in larga parte inderogabile delle stesse, la posizione di formale autonomia rispetto all'assemblea" (G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*<sup>7</sup>, 2, Torino, 2009, 360).



Dopo tutto, anche qualora il riferimento alla sottoposizione agli obblighi comuni a tutti gli amministratori dovesse intendersi come dovere di agire (non solo con la diligenza richiesta dalla natura dell'incarico e dalle proprie specifiche competenze<sup>73</sup>, ma anche) per il perseguimento dell'interesse sociale, resterebbe ancora da stabilire in cosa questo interesse consista.

Il tema è, evidentemente, troppo ampio e complesso per poter formare oggetto di una compiuta indagine in questa sede<sup>74</sup>. Tuttavia, non sembra del tutto fuori luogo nutrire dubbi circa il fatto che la classica (se così si può dire) nozione di interesse sociale come interesse (o interessi) comune ai soci in quanto tali sia applicabile anche nel contesto qui in esame. Senza cadere in suggestioni di tipo istituzionalista<sup>75</sup> - che pure sembrano riacquistare negli ultimi tempi un certo

---

<sup>73</sup> Come richiesto dall'art. 2392 c.c. per il quale, come noto, “[g]li amministratori devono adempiere i doveri ad essi imposti dalla legge e dallo statuto con la diligenza richiesta dalla natura dell'incarico e dalle loro specifiche competenze”.

<sup>74</sup> La letteratura sul punto è, come ben noto, sterminata. Imprescindibile il riferimento innanzitutto a P.G. JAEGER, *L'interesse sociale*, Milano, 1964; ID., *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)*, in *Giur. comm.*, 2000, I, 795 ss.. Ma v. anche, fra i tanti, G. COTTINO, *Contrattualismo e istituzionalismo (variazioni sul tema da uno spunto di Giorgio Oppo)*, in *Riv. soc.*, 2006, 693 ss.; A. MIGNOLI, *L'interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 1958, 725 ss.; G. MINERVINI, *Sulla tutela dell'“interesse sociale” nella disciplina delle delibere assembleari e di consiglio*, in *Riv. dir. civ.*, 1956, 332 ss.; G. OPPO, *Le grandi opzioni della riforma e le società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 2003, 477; D. PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nella società per azioni*, in *Trattato della società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Torino, 1993, 3 ss.; più di recente, per interessanti spunti di riflessione, v. C. ANGELICI, *La società per azioni*, I, *Principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da Cicu e Messineo, Milano, 2012, 345 ss.; ID., *Note minime sull'“interesse sociale”*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 2014, I, 255 ss.; F. DENOZZA, *Logica dello scambio e “contrattualità”: la società per azioni di fronte alla crisi*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 5 ss.; M.S. SPOLIDORO, *“Principi e problemi” delle società per azioni nel libro di Carlo Angelici*, in *Riv. soc.*, 2014, 159.

<sup>75</sup> Ed anzi ricordando come da più parti sia in corso un tentativo di superamento, o se non altro affievolimento, della distinzione fra teorie istituzionaliste e teorie contrattualistiche dell'interesse sociale. Cfr. in particolare P.G. JAEGER, *L'interesse sociale rivisitato*, cit., 812, secondo cui “è più semplice e accettabile, però, prendere atto del superamento di entrambe le teorie che si sono contese il campo per tanti anni e che hanno suscitato tante polemiche” posto che “la trionfante teoria dello *Shareholder Value*, a ben vedere, recepisce argomenti da entrambe”. Questa lettura è stata poi abbracciata da G. OPPO, *op. cit.*, 477-478, a sua volta ripreso da G. COTTINO, *op. cit.*, 693. Recentemente si segnalano i contributi di E. GINEVRA, *Premesse a uno studio sulla rilevanza non contrattuale della società per azioni*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro*

vigore<sup>76</sup> - occorre rilevare come il fatto che il legislatore imponga, in determinate ipotesi, il ricorso a tecniche di elezione degli organi sociali che legittimano la nomina di componenti del consiglio di amministrazione da parte di soggetti che, qualora trovasse rigida applicazione la regola maggioritaria, non avrebbero nessuna possibilità di conseguire un tale risultato, pare essere indice dell'attribuzione all'organo amministrativo di una funzione diversa ed ulteriore rispetto a quella ad esso spettante nel tipo legale di società per azioni delineato nell'ambito del diritto comune. Da questo punto di vista non è forse un caso che la possibilità di nomina

---

*Abbadessa*, Torino, 2014, 273 ss.; C. ANGELICI, *La società per azioni*, cit., 387 ss., per una critica del cui pensiero v. F. DENOZZA, *Quattro variazioni sul tema: "contratto, impresa e società nel pensiero di Carlo Angelici"*, in *Giur. comm.*, 2013, I, 480 ss.; M.S. SPOLIDORO, *"Principi e problemi" della società per azioni*, cit., 184 ss.. Per alcune considerazioni relative al superamento della dicotomia tra concezioni contrattualistiche e istituzionalistiche dell'interesse sociale v. ancora F. DENOZZA, *Logica dello scambio e "contrattualità": la società per azioni di fronte alla crisi*, cit., 11, ed in particolare nt. 21.

<sup>76</sup> Ci si limita in questa sede a riportare il pensiero, ad avviso di chi scrive in larga parte condivisibile, di G. COTTINO, *op. cit.*, 706-707, per il quale "[s]e a un'impresa sono sottese, sotto il profilo organizzativo, norme che prevedono la consultazione dei lavoratori in tema di orari, ferie, salute in fabbrica (...) o, a livello di proprietà capitalistica, la loro partecipazione alla gestione (...); se la disciplina del rapporto di lavoro incide profondamente sulla libertà contrattuale dell'imprenditore in virtù di uno statuto per il quale il lavoratore è garantito anche quale portatore, nell'impresa, di diritti della persona oltre che patrimoniali (...); se si consente ad organi deputati alla tutela di interessi generali, quali il Pubblico Ministero, di intervenire nel caso di irregolarità dell'amministrazione (...) se si sancisce nei gruppi, nel nome di un interesse superiore, di gruppo, l'assoggettamento delle società controllate al suo perseguimento cercando sul terreno dei cosiddetti vantaggi compensativi la giustificazione della cancellazione del conflitto di interessi e la palingenesi dei pregiudizi subiti da azionisti di minoranza e dai terzi; se è vero che molto si favella (...) delle nuove frontiere dell'impresa etica, responsabile, aperta ai problemi ambientali e sociali (...); se ciò accade (...) non credo basti trincerarsi dietro le nuove parole d'ordine dell'autonomia contrattuale e di un contrattualismo tanto vociferato a parole quanto smentito nei fatti, per negare la presenza, più o meno strisciante, di *virus* istituzionalistici, e nell'impresa quale organismo produttivo e nella società quale «ente» proprietario (...). Questa «nefasta» presenza è naturalmente destinata ad ulteriormente accentuarsi ogni qualvolta si profilino pregnanti interventi pubblici di controllo e limitazione del potere di autodeterminazione delle imprese: dall'ambiente, appunto, alla trasparenza, alla difesa dei consumatori e dei contraenti deboli, alla politica industriale".

La stessa tendenza sembra riscontrarsi anche in ambito internazionale: sul punto cfr P. MONTALENTI, *Interesse sociale: una sintesi*, in *Riv. soc.*, 2018, 311, il quale evidenzia che "il quadro comparatistico conferma che vi è una precisa convergenza neo-istituzionalistica nei principali ordinamenti angloamericani, dal *Companies Act* nel Regno Unito ai *non-shareholders constituency statutes* negli Stati Uniti".

di amministratori di minoranza sia stata istituzionalizzata proprio nell'ambito di quelle società in cui, stante la maggiore diffusione dell'azionariato, l'assemblea generale dei soci ha ormai in larga parte perso quella funzione di centro di composizione degli interessi dei singoli soci e di conseguente emersione dell'interesse sociale che tradizionalmente le veniva riconosciuta. Detto in altri termini, sembra che il legislatore, preso atto di come, in determinati "tipi reali" di società per azioni, l'assemblea dei soci svolga un ruolo ormai del tutto marginale nell'ottica del confronto fra le diverse istanze riferibili agli azionisti<sup>77</sup>, abbia ritenuto di affidare al consiglio di amministrazione il compito di far emergere l'interesse della società, imponendo (o, più correttamente, consentendo) che la composizione dell'organo gestorio rifletta, almeno in parte, i rapporti di forza esistenti all'interno della compagine sociale.

Se si concorda con quanto fin qui sostenuto, viene a perdere definitivamente consistenza l'argomento già prima criticato secondo cui, considerato che gli amministratori non possono essere qualificati come mandatari dei soci che li hanno nominati, non è dato rinvenire alcun obbligo degli stessi di orientare il proprio operato alla realizzazione degli interessi particolari dei soci cui la loro nomina è riconducibile; da questo punto di vista, infatti, indipendentemente dalla natura giuridica del rapporto che intercorre fra amministratori e soci, la ridefinizione dell'interesse sociale come quello emergente dalla composizione *in seno all'organo amministrativo* degli interessi riferibili a differenti gruppi di soci<sup>78</sup>, legittima ed anzi

---

<sup>77</sup> Sul punto cfr. B. LIBONATI, *Il ruolo dell'assemblea nel rapporto tra azionisti e società quotate*, in *Riv. soc.*, 2001, 102. In considerazione di ciò, sono state avanzate alcune proposte di riforma dell'istituto dell'assemblea: il riferimento è in particolare a M. NOTARI, *Diritti di voice degli azionisti e tutela delle minoranze*, intervento al convegno intitolato "A quindici anni dal T.U.F. – Bilanci e prospettive", tenutosi all'Università commerciale Luigi Bocconi il 13-14 giugno 2013, in *Il testo unico della finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, a cura di F. Annunziata, 247 ss., ed in particolare 268, ripreso poi da P. MONTALENTI, *Mercati finanziari, investitori istituzionali e società quotate: analisi e proposte*, in *Riv. soc.*, 2015, 957 ss.; ID., *Il diritto societario a dieci anni dalla riforma: bilanci, prospettive, proposte di restyling*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 1085 ss.. Per una raffinata critica v., tuttavia, M.S. SPOLIDORO, *Tersite in assemblea*, in *Riv. soc.*, 2016, 171 ss..

<sup>78</sup> Nota di recente P. MONTALENTI, *Interesse sociale: una sintesi*, cit., 304 ss., che oggi è "improponibile una concezione dell'interesse sociale come mero interesse dei soci attuali alla

impone ai singoli componenti del consiglio di amministrazione di rendersi portatori, all'interno dell'organo di gestione, delle istanze e degli interessi di coloro, soci o meno, che li hanno rispettivamente nominati<sup>79</sup>.

A livello sistematico, l'opinione secondo cui gli amministratori espressione di una minoranza qualificata di soci sono legittimati a rappresentare, all'interno dell'organo amministrativo, le istanze di quella parte che li ha eletti, sembra trovare conferma in un raffronto fra la disciplina degli artt. 2449 c.c. e 147-ter TUF, da una parte, e l'art. 2351 c.c., dall'altra. Tale ultima norma, nel riconoscere che gli strumenti finanziari (forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi) previsti dall'art. 2346, comma 6, c.c., e gli strumenti finanziari riservati ai prestatori di lavoro ex art. 2349 c.c., “possono essere dotati del diritto di voto su argomenti specificamente indicati e in particolare può essere ad essi riservata (...) la nomina di un componente *indipendente* del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza e di un sindaco”, si preoccupa di specificare che l'amministratore nominato dai titolari di strumenti finanziari partecipativi deve possedere i requisiti per potere essere qualificato come indipendente. Partendo dalla considerazione che indipendenza significa mancanza di collegamento con soggetti portatori di interessi

---

divisione degli utili” in quanto, tra l'altro, “è sempre più netto sul piano normativo (...) il rapporto di interconnessione tra interessi diversi, e tra disciplina dell'impresa e disciplina del contratto (di società azionaria), per cui gli interessi plurali ed eterogenei, cioè gli interessi degli *stakeholders*, reagiscono direttamente sulla configurazione dell'interesse degli azionisti”.

<sup>79</sup> Particolarmente interessante è sul punto il pensiero di C. ANGELICI, *La società per azioni*, cit., 388, nt. 96, secondo cui “la circostanza che è preclusa agli azionisti la possibilità di intervenire in modo vincolante per gli amministratori sulla gestione dell'impresa evidenzia non soltanto le esigenze di divisione del lavoro (...) ma anche che, pur se si volesse porre al centro dell'azione degli amministratori il perseguimento dell'«interesse dei soci», a questi è preclusa la possibilità di determinare come in concreto si attegga. Sicché (...) compito dell'amministratore diviene quello di *ricercarlo* e la questione, dato il contesto pluralistico in cui tale ricerca deve avvenire, si sposta su quella dei *criteri* in proposito utilizzabili (...) forse anche in ciò si spiega la plausibilità di soluzioni le quali consentono o addirittura impongono tecniche di scelta degli amministratori funzionali a caratterizzarli per la loro diversa provenienza: come può avvenire con il «voto di lista» e la conseguente nomina di amministratori di «minoranza», o nelle ipotesi previste (...) dagli artt. 2351, ultimo comma, e 2449 c.c., o ancora, in forma estrema, ove vigono sistemi di *Mitbestimmung*. In quanto si realizza così anche un pluralismo dell'organo amministrativo collegiale e si rende più agevole, anche al suo interno, quel processo di ricerca (...)” (corsivi dell'autore).

estranei rispetto a quello alla corretta amministrazione della società, e quindi indifferenza rispetto agli interessi particolari non solamente della maggioranza ma anche delle minoranze e, più in generale, rispetto ad *ogni altra istanza esterna alla società*, comprese quelle che fanno capo a chi l'amministratore indipendente lo ha designato e nominato<sup>80</sup> (o, come chi scrive è maggiormente propenso a ritenere nel caso di specie, fatto nominare dall'assemblea), emerge da questo punto di vista in maniera vistosa la differenza di impostazione tanto rispetto alle norme in tema di amministratori "di minoranza", quanto rispetto a quelle relative agli amministratori di nomina pubblica, le quali non impongono in nessun caso per tali amministratori il requisito dell'indipendenza. Anzi, lo stesso dato normativo fornisce una conferma del fatto che l'amministratore di minoranza, diversamente da quanto previsto dall'art. 2351 c.c. per il consigliere nominato dai titolari di strumenti finanziari, non deve necessariamente essere qualificabile come indipendente: in questo senso depone in particolare l'art. 147-ter del TUF, nella parte in cui stabilisce che le liste presentate all'assemblea "indicano quali sono gli amministratori in possesso dei requisiti di indipendenza stabiliti dalla legge e dallo statuto"; dal che si ricava, per converso, che solo alcuni o perfino nessuno degli amministratori della lista (che si rivelerà) di minoranza potrebbero essere qualificati come indipendenti.

Ulteriore conferma del compito di trasposizione in seno dal consiglio delle istanze dei soci che li hanno eletti che gli amministratori di minoranza sono istituzionalmente chiamati a svolgere e, per questa via, della funzione compositoria che deve essere riconosciuta all'organo amministrativo si ricava dalle *Disposizioni di vigilanza per le banche* emanate dalla Banca d'Italia in attuazione della delega conferitale dall'art. 53 del d.lgs. 1 settembre 1993 n. 385 (Testo Unico Bancario)<sup>81</sup>.

---

<sup>80</sup> Con ciò ponendosi nel solco della nota definizione di P. FERRO-LUZZI, *Indipendente... da chi; da cosa?*, in *Riv. soc.*, 2008, 207-208, secondo cui "indipendente è l'amministratore che ha un valore di reputazione proprio superiore al valore della carica", con la conseguenza che "funzione specifica dell'amministratore indipendente [è] la tutela dell'interesse della società (...), senza i condizionamenti dei vari, molteplici interessi che l'esercizio dell'impresa coinvolge, anzi cercandone una mediazione".

<sup>81</sup> L'attuale formulazione della norma citata, a seguito delle modifiche apportate dall'art. 22, comma 2, lett. a), n. 1, l. 15 dicembre 2011, n. 217, autorizza infatti la nostra banca centrale ad emanare

Nella circolare n. 285 del 17 dicembre 2013<sup>82</sup> troviamo infatti un chiaro riconoscimento del ruolo degli amministratori di minoranza che non sembra in alcun modo dettato esclusivamente dalle caratteristiche tipiche delle imprese bancarie bensì di portata generale e riferibile a qualsiasi società che, per imposizione di legge o per libera scelta statutaria, riconosca ai soci estranei al gruppo di comando la possibilità di candidare ed eventualmente eleggere uno o più componenti dell'organo gestorio: viene in particolare prescritto che “[l]e modalità di nomina e di revoca degli organi aziendali devono essere trasparenti e disciplinate a livello statutario” in modo da assicurare comunque “un’adeguata rappresentanza negli organi aziendali delle diverse componenti della base sociale (investitori istituzionali, minoranze qualificate); specie quando questa sia particolarmente frazionata (come, ad esempio, nelle banche popolari) vanno previsti meccanismi che agevolino una significativa partecipazione dei soci all’assemblea”.

Dalle considerazioni sin qui svolte può trarsi spunto in favore dell’idea che, mentre per quanto riguarda il componente del consiglio di amministrazione nominato da soggetti estranei alla cerchia dei soci il legislatore ha ritenuto opportuno recidere, almeno sul piano strettamente giuridico (non potendo escludersi tuttavia che, sul piano pratico, l’amministratore sia portato a tenere in particolare considerazione gli interessi di chi ne ha consentito la nomina), qualsiasi collegamento fra eletto e suoi elettori, non altrettanto è stato considerato necessario per il caso in cui il potere di nomina sia stato attribuito a chi, per quanto di minoranza, sia comunque socio della società.

Dunque, tentando di trarre dalle considerazioni sin qui sviluppate alcune considerazioni di chiusura, si può concludere distinguendo due differenti realtà consiliari. Da un lato, l’ipotesi in cui, come previsto dalla disciplina legale di diritto

---

“disposizioni di carattere generale aventi ad oggetto: (...) il governo societario, l’organizzazione amministrativa e contabile, nonché i controlli interni e i sistemi di remunerazione e di incentivazione”.

<sup>82</sup> Il testo integrale del provvedimento può essere consultato all’indirizzo internet [https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/circolari/c285/Circ\\_285\\_I\\_Aggiornamento.pdf](https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/circolari/c285/Circ_285_I_Aggiornamento.pdf).

comune, i membri del consiglio di amministrazione sono nominati dall'assemblea dei soci in base ad un metodo puramente maggioritario e pertanto sono tutti espressione di uno socio o di un gruppo di soci che detiene la maggioranza delle azioni (o comunque ricopre una posizione di controllo della società, sia esso da qualificarsi, secondo il disposto dell'art. 2359, comma 1, numeri 1) e 2), del codice civile, come controllo interno di diritto ovvero di fatto). In relazione a questa prima fattispecie si può affermare che, dovendosi ricondurre la scelta dei consiglieri ad un unico e (più o meno) omogeneo centro di interessi, la scelta di affidare l'amministrazione ad un organo pluripersonale è dettata esclusivamente dalla volontà di "distribuire l'impegnativa conduzione della società su più persone, magari sfruttandone le diverse competenze e specializzazioni professionali"<sup>83</sup>, con la conseguenza che deve riconoscersi al consiglio così formato la sola funzione di favorire la migliore realizzazione dell'unico interesse di cui *tutti* i componenti dell'organo di amministrazione sono espressione<sup>84</sup>.

Tuttavia, come si è visto, è possibile rinvenire una serie di ulteriori ipotesi in cui, vuoi per imposizione di legge, vuoi per libera scelta dei soci, il consiglio di amministrazione, essendo in parte composto da membri nominati da soggetti estranei alla maggioranza assembleare, vede rappresentati al proprio interno una serie più o meno variegata di interessi particolari che sono destinati a confliggere l'uno con l'altro in seno all'organo amministrativo stesso, il quale

---

<sup>83</sup> R. WEIGMANN, *op. cit.*, 93, il quale, sulla base della considerazione per cui il consiglio di amministrazione "è espressione della maggioranza, da cui è eletto, a prescindere dal fatto che possa talvolta riscuotere l'unanimità dei consensi", trae la conclusione che "la pluralità degli amministratori non si giustifica con la tutela delle minoranze". Per quanto detto nel presente paragrafo, la conclusione dell'autore può essere condivisa esclusivamente ove venga intesa in termini generali, nel senso che, se è vero che l'affidamento della gestione della società ad un organo pluripersonale non può essere interpretata *di per sé* come necessariamente dettata dalla volontà di realizzare una certa tutela degli interessi di minoranze azionarie, è altrettanto vero che una scelta di questo tipo rappresenta un passaggio necessario (per quanto non sufficiente) a tal fine.

<sup>84</sup> Da questo punto di vista, usando le parole di P.M. SANFILIPPO, *Funzione amministrativa e autonomia statutaria nelle società per azioni*, cit., 94, si può convenire che "in tal caso lo strumento collegiale suole spiegarsi nel soddisfacimento dell'istanza di miglior risultato possibile nella cura dell'unico interesse acquisito nel procedimento collegiale, rispetto a quanto conseguibile con un organo monocratico oppure pluripersonale e non collegiale".

conseguentemente svolge anche una funzione di composizione di tali, variegati, interessi *secondari* nell'unico interesse *sociale* come emergente dal procedimento consiliare. Imponendo alle società con azioni quotate in mercati regolamentati di consentire la presenza di almeno un amministratore espressione dei soci di minoranza all'interno dell'organo amministrativo, il legislatore sembra pertanto aver voluto riconoscere al consiglio di amministrazione quella funzione compositoria che l'assemblea dei soci delle società quotate, per i noti problemi di *free riding* e di apatia razionale dei soci, fatica a svolgere<sup>85</sup>.

### ***3. Il passaggio dal managing board al monitoring board: spunti dall'esperienza statunitense***

Le considerazioni svolte nel paragrafo precedente, in cui si è evidenziato come il consiglio di amministrazione delle società quotate sia investito (anche) del compito di (tentare di) ricondurre ad unità le istanze riferibili ai diversi interessi di cui la compagine dei soci è portatrice, devono essere sviluppate tenendo conto del

---

<sup>85</sup> L'emersione della funzione compositoria dell'organo amministrativo delle società per azioni quotate porta con sé una serie di considerazioni sul ruolo e sul valore del dissenso all'interno del consiglio di amministrazione medesimo. L'opportunità di dare pubblicità alle opinioni ed alle critiche degli amministratori dissenzienti rispetto all'operato del consiglio si scontra, infatti, con la necessaria riservatezza sull'operato dell'organo gestorio. Sul punto cfr. M. STELLA RICHTER *Jr.*, *Appunti sulla evoluzione della disciplina della amministrazione delle società quotate e sulle sue prospettive di riforma*, cit., 50, nt. 6, che dopo aver precisato che “La accresciuta rilevanza della dimensione dialettica all'interno dell'organo amministrativo - che pare anche essere conseguenza della presenza in consiglio di amministratori espressione di diverse componenti della compagine sociale (...) - pone il problema del regime di pubblicità delle opinioni dei dissenzienti”, rileva come “il principio generale del nostro sistema (...) sia quello per cui non vi è spazio alla *pubblicità* delle opinioni dei dissenzienti, salvo che nei casi espressamente previsti dalla normativa secondaria” e conclude che “una indiscriminata affermazione della possibilità di dare pubblicità alle opinioni dei singoli consiglieri e delle relative motivazioni al di fuori del consiglio costituisca un pericoloso *vulnus* al riserbo che dovrebbe rigorosamente coprire l'operato e le decisioni del consiglio e degli amministratori”. Per ulteriori e più sviluppate considerazioni sul tema del dissenso, accompagnate da una approfondita analisi empirica, si v. P. MARCHETTI, G. SICILIANO, M. VENTORUZZO, *Dissenting directors*, ECGI Law Working Paper n. 332/2016, disponibile all'indirizzo [http://ssrn.com/abstract\\_id=2854768](http://ssrn.com/abstract_id=2854768).



fatto che il modello di *corporate governance* di gran lunga prevalente tra le società quotate prevede che la gestione (in senso stretto) dell'attività d'impresa sia affidata dal consiglio di amministrazione ad un apposito organo delegato<sup>86</sup>. Dopo aver analizzato, in apertura del presente capitolo, gli effetti che la delega di funzioni ha sui compiti di cui è investito il collegio, si tratta ora di ricostruire il rapporto che viene ad instaurarsi fra l'organo amministrativo e le sue componenti esecutive (da intendersi in questa sede nel senso di titolari, collettivamente o individualmente, di funzioni gestorie delegate<sup>87</sup>) ed in particolare il ruolo di cui l'organo collegiale è insignito in relazione a questi ultimi.

Come si è già avuto modo di sottolineare, a seguito della riforma delle società di capitali del 2003, il dato normativo portato dall'art. 2381, comma 3, c.c., si è fatto più esplicito nel delineare la ripartizione di funzioni tra organo delegante e consiglieri delegati. Sul presupposto dell'esistenza di un'ampia delega in favore di singoli amministratori, la norma in questione configura un consiglio di amministrazione al quale spettano principalmente compiti di controllo sull'attività degli organi delegati. Infatti, mentre questi ultimi “curano che l'assetto organizzativo, amministrativo e contabile sia adeguato alla natura ed alle dimensioni dell'impresa” (art. 2381, comma 5, c.c.), il consiglio è chiamato a *valutare* l'adeguatezza dell'assetto così predisposto dai delegati, ad *esaminare* i

---

<sup>86</sup> Cfr. F. BARACHINI, *Art. 2381*, cit., 1181, secondo il quale nella vigente disciplina delle società quotate “la delega sembra addirittura connotarsi come un tratto obbligatorio del relativo regime di *governance*”.

<sup>87</sup> Per una definizione più puntuale ed articolata di amministratore esecutivo cfr. l'art. 2.C.1. del Codice di Autodisciplina di Borsa Italiana ai sensi del quale “sono qualificati amministratori esecutivi dell'emittente: - gli amministratori delegati dell'emittente o di una società controllata avente rilevanza strategica, ivi compresi i relativi presidenti quando ad essi vengano attribuite deleghe individuali di gestione o quando essi abbiano uno specifico ruolo nell'elaborazione delle strategie aziendali; - gli amministratori che ricoprono incarichi direttivi nell'emittente o in una società controllata avente rilevanza strategica, ovvero nella società controllante quando l'incarico riguarda anche l'emittente; - gli amministratori che fanno parte del comitato esecutivo dell'emittente, quando manchi l'identificazione di un amministratore delegato o quando la partecipazione al comitato esecutivo, tenuto conto della frequenza delle riunioni e dell'oggetto delle relative delibere, comporti, di fatto, il coinvolgimento sistematico dei suoi componenti nella gestione corrente dell'emittente”.

piani strategici, industriali e finanziari della società, la cui predisposizione è comunque rimessa alla libera determinazione dei delegati, nonché, ulteriormente, a *valutare* il generale andamento della gestione. Al riguardo non sembra doversi attribuire eccessivo peso al fatto che la disciplina codicistica si sia limitata a riconoscere in via espressa agli amministratori delegati esclusivamente il compito di dotare la società di un (adeguato) assetto organizzativo, amministrativo e contabile, nulla prevedendo invece per quanto concerne la definizione dei piani strategici, industriali e finanziari<sup>88</sup>. Il dato normativo consente comunque di concludere nel senso che la predisposizione di questi piani non rientra tra le competenze del consiglio, che è chiamato ad esaminarli solamente “quando predisposti” (art. 2381, comma 3, c.c.); non si vede, infatti, che senso avrebbe rimettere la valutazione degli stessi al medesimo organo chiamato a predisporli.

L'impressione che emerge dalla norma in commento è quindi quella per cui, in presenza di una delega avente porta generale o comunque sufficientemente ampia, il ruolo del consiglio di amministrazione finisce per spostarsi da un piano *stricto sensu* gestorio a quello più generale del controllo e della valutazione dell'operato degli organi delegati<sup>89</sup>.

Da questo punto di vista la riforma mostra di aver coerentemente recepito i risultati emersi dal dibattito in tema di *corporate governance* che, sin dalla fine degli anni '60, e poi con particolare enfasi a seguito dei sempre più gravi scandali

---

<sup>88</sup> L'osservazione è svolta da F. BARACHINI, *La gestione delegata*, cit., 137. Lo stesso autore sembra tuttavia riconoscere la limitata rilevanza di tale “asimmetria”, dal momento che ne fa discendere semplicemente la necessità di valutare se, in relazione all'esame dei piani predisposti dei delegati, “l'organo delegante sia titolare di un potere di controllo «debole», in quanto si tratti di adempimenti rimessi alla cura degli organi delegati e relativamente ai quali allora l'intervento consiliare risulterebbe funzionale alla sola attivazione dei poteri reattivi e/o correttivi tipici dell'organo (...); o se invece il consiglio disponga in materia di un potere di controllo «forte», tale cioè da richiedere una vera [e] propria approvazione in sede collegiale (...);” si rimane quindi pur sempre nell'ambito di un'attività di controllo, anche quando il consiglio abbia il potere di respingere i piani formulati dagli organi delegati.

<sup>89</sup> Secondo G. FERRI *Jr.*, *L'amministrazione delegata*, cit., 630, il ricorso alla delega di funzioni, nel sistema delineato dal nuovo art. 2381, comma 3, c.c., determina un “«arretramento» delle funzioni di gestione del consiglio di amministrazione, che, da operative che sarebbero state, si configurano, in via di principio, come meramente «valutative»”.

finanziari che - a partire dagli anni '90 fino alla più recente crisi economica - hanno coinvolto numerose ed importanti società quotate in alcuni dei più rilevanti mercati finanziari a livello globale, ha portato alla luce la necessità di un rafforzamento del sistema di supervisione sull'operato del *management*, da attuare in particolar modo agendo sul sistema dei controlli interni all'organo amministrativo medesimo.

Oltre a rappresentare un aspetto indispensabile al fine di delineare i compiti attribuiti agli amministratori non esecutivi, e quindi anche per la definizione del ruolo che i consiglieri di minoranza sono chiamati a svolgere nell'ambito della *governance* delle società quotate, il tema è particolarmente interessante in quanto costituisce uno dei rari esempi di convergenza tra le soluzioni adottate da ordinamenti pur tra loro profondamente differenti sia per tradizione giuridica che per caratteristiche del mercato dei capitali e struttura degli assetti proprietari delle società che al tale mercato fanno ricorso (il riferimento è, in particolare, alla figura degli amministratori indipendenti ed alla diffusione delle previsioni che raccomandano o impongono la costituzione, all'interno dell'organo amministrativo, di comitati cui vengono attribuite specifiche funzioni).

Così, nonostante le non trascurabili differenze che in concreto caratterizzano il sistema italiano e quello statunitense, è di sicura utilità ed interesse in questa sede ripercorrere a grandi linee l'evoluzione del ruolo del *board of directors* nelle *listed companies* americane. Il punto di partenza di questa analisi non può che essere la *Delaware General Corporation Law* (di seguito anche "DGCL"), ossia il codice delle società di quello fra gli Stati di cui si compongono gli Stati Uniti d'America in cui risultano costituite la gran parte delle *public companies*<sup>90</sup>. Il §141(a) detta

---

<sup>90</sup> Nonostante una recente tendenza alla federalizzazione del diritto societario (cfr. S. BAINBRIDGE, *Corporate Governance After the Financial Crisis*, Oxford, 2012, 21 ss.), negli Stati Uniti l'attività legislativa in materia delle società di capitali rimane tutt'ora in larga parte di competenza dei singoli Stati membri. Ogni Stato ha dunque una propria legislazione societaria, che si applica alle società in esso costituite (si parla in particolare di *internal affair doctrine* per descrivere il principio per il quale le questioni "interne" alla società sono regolate dalla legge dello stato di "incorporazione"). Sin dai primi anni del secolo scorso, il Delaware si è imposto come lo Stato con la disciplina maggiormente adatta alle esigenze delle grandi società di capitali. I motivi di questo successo sono innumerevoli e possono essere sommariamente indicati: (i) nella particolare rapidità con cui la normativa viene

infatti un principio non troppo dissimile da quello previsto dal nostro art. 2380-*bis* c.c., stabilendo che “*the business and affairs of every corporation organized under this chapter shall be managed by or under the direction of a board of directors*”. Proprio come nel nostro ordinamento, in base ad una lettura di quest’unico dato normativo si potrebbe quindi ritenere che al *board of directors* spettino innanzitutto ed in massima parte funzioni di tipo gestorio: anzi, nella misura in cui la legge del Delaware stabilisce che la gestione dell’impresa sociale spetti direttamente al consiglio oppure debba essere svolta “*under the direction of the board of directors*”, sembrerebbe addirittura che all’organo amministrativo sia da riconoscere una posizione di preminenza sul *management* ancora maggiore rispetto a quella delineata dal nostro codice civile, che, come si è detto, in caso di delega, si limita a riconoscere al consiglio di amministrazione un ruolo valutativo e di controllo.

In realtà, fermo restando il ruolo centrale che il consiglio di amministrazione ricopre nell’articolato sistema di pesi e contrappesi finalizzato a garantire un certo equilibrio di poteri fra le varie componenti incaricate della gestione dell’impresa, la prassi d’oltreoceano mostra una netta tendenza ad “invertire” i rapporti di forza

---

adeguata al mutato contesto non solo economico ma anche tecnologico; (ii) nell’efficienza del sistema giudiziario che nel corso degli anni si è specializzato nel diritto societario e, conseguentemente, (iii) nell’esistenza di una folta casistica (*jurisprudence*) che, in un sistema di *common law*, rappresenta un importante fattore ai fini della certezza del diritto; (iv) nella particolare preparazione della classe forense e dei giuristi in genere in materia di diritto d’impresa; infine, (v) le ridotte dimensioni del Delaware fanno sì che gli introiti derivanti dai diritti camerali e più in generale connessi all’attività svolta dalle o per le società ivi incorporate abbiano una particolare importanza per il bilancio statale, con la conseguenza che la legislazione non può essere mutata a cuor leggero per favorire istanze particolari, dovendosi mantenere il più possibile flessibile ed adatta alle più svariate esigenze, con ciò garantendosi una certa stabilità e neutralità della legislazione societaria. Per approfondimenti v. anche, in aggiunta all’opera citata all’inizio della nota, A.R. PALMITER, *Le caratteristiche fondamentali dell’ordinamento statunitense delle società commerciali* (“Corporations”) e *il futuro dell’amministrazione e del controllo societario* (“Corporate Governance”) *dopo il caso «Enron»*, in *Corporate Governance e nuovo diritto societario. Atti della prolusione all’Anno Accademico 2003-2004. Scuola di Notariato della Lombardia, Milano, 4 ottobre 2003*, Milano, 2003, 17 ss.. Sul tema della competizione fra ordinamenti all’interno degli Stati Uniti d’America v. O. BAR-GILL, M. BARZUZA, L.A. BEBCHUK, *The Market for Corporate Law*, in *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 162, 2006, 134 ss.. Sul rapporto fra legislazione statale e federale negli Stati Uniti si segnala, infine, L.A. BEBCHUK, A. HAMDANI, *Federal Corporate Law: Lessons from History*, in *Columbia Law Review*, 106, 2006, 1793 ss..

fra organo delegante ed organi delegati; se, in teoria, il consiglio di amministrazione, in quanto titolare del potere di gestione dell'impresa sociale, è l'organo di più alto livello gerarchico nell'organigramma societario, con l'amministratore delegato in posizione di subordinazione rispetto ad esso, potendo in ogni tempo essere privato dei propri poteri e residuando comunque in capo al delegante un potere concorrente rispetto a quello del delegato, nella pratica, il consigliere delegato (o, per usare la terminologia anglosassone, *Chief Executive Officer* ovvero, in abbreviato, "*CEO*"), per l'ampiezza dei poteri di cui è investito, assurge a massima autorità dell'organigramma societario e riesce di fatto molto spesso a dominare il consiglio di amministrazione. Questo fenomeno è particolarmente evidente nella realtà statunitense delle *public companies*, ove l'estrema frammentazione dell'azionariato e la scarsa partecipazione dei soci alla vita delle società (conseguenza del noto fenomeno della c.d. *apatia razionale*) consentono al *CEO* di far valere la propria autorità sul consiglio di amministrazione<sup>91</sup>, il quale peraltro molto spesso è composto da soggetti scelti dall'amministratore delegato o comunque dal *board* stesso, considerato che per i soci è molto complicato riuscire a proporre all'assemblea chiamata a rinnovare il consiglio i propri candidati<sup>92</sup>.

---

<sup>91</sup> Sul punto v. in particolare BAINBRIDGE, *Corporate governance*, cit., 43, secondo cui "*while the corporation statute envisions a board-centered governance structure, the statutory theory long failed to translate into real world practice. Accordingly, informed observers long have believed that corporations are run neither by the board nor, for that matter, the shareholders, but rather by imperial CEOs or, at best, top management teams*".

<sup>92</sup> Per quanto attiene alle dinamiche di nomina degli amministratori esistono profonde differenze tra l'ordinamento italiano e quello statunitense. Si tratta di una conseguenza direttamente riconducibile alle diverse caratteristiche degli assetti proprietari dei due sistemi: mentre in Italia la concentrazione della proprietà in mano ad un socio di controllo comporta l'insorgere di un problema di agenzia fra soci di maggioranza e soci di minoranza, per cui il legislatore ha ritenuto necessario tentare di tutelare la posizione delle minoranze azionarie riconoscendo loro la possibilità di nominare propri "rappresentanti" sia all'interno dell'organo di controllo che in quello di amministrazione, al contrario, negli USA, in presenza di assetti proprietari diffusi, esiste un problema di *agency* che vede contrapporsi da una parte i soci e dall'altra il *management*, conflitto al quale si tenta di porre rimedio (anche) consentendo agli azionisti di svolgere più agevolmente un ruolo attivo nell'elezione dei membri del *board* (cfr. M. BIANCO, G. PALUMBO, *Il CdA: quale funzione e quando è efficiente*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2003, 16).

Benché in misura meno evidente e con sfumature diverse, anche la realtà italiana è caratterizzata da un certo squilibrio di potere fra amministratore delegato e consiglio delegante. La differenza principale rispetto a quanto accade oltreoceano è diretta conseguenza dalla diversa struttura degli assetti proprietari delle società quotate. Negli Stati Uniti la generale assenza, nelle società quotate, di azionisti di riferimento “svincola” di fatto l’organo amministrativo, ed in particolare la sua componente esecutiva, dal controllo dei soci, con ciò determinando l’emersione di un problema di agenzia che vede gli amministratori nella posizione di potere agevolmente perseguire i propri personali interessi a discapito di quelli dei soci che li hanno nominati e nei confronti dei quali devono rispondere del proprio operato. Tuttavia, il fatto che in un sistema a proprietà particolarmente concentrata come quello italiano esista un problema di agenzia fra soci di maggioranza e soci di minoranza (anziché fra soci in generale ed amministratori) non significa che nel nostro ordinamento la preponderanza dell’amministratore delegato rispetto al consiglio perda di rilievo. Anzi, alla luce del fatto che l’amministratore delegato, benché formalmente nominato dal consiglio, sia in concreto individuato dall’azionista di controllo (quando addirittura non coincida con esso o con un suo familiare), si rende necessario prestare particolare attenzione ai rapporti che si instaurano tra i consiglieri muniti di delega e l’organo collegiale. L’esperienza statunitense potrebbe inoltre assumere un certo rilievo anche in ottica prospettica, considerato come negli ultimi anni in Italia il peso degli investitori istituzionali (specialmente stranieri) nell’ambito del mercato dei capitali sia andato via via crescendo, il che potrebbe rappresentare un primo passo verso una futura maggiore dispersione dell’azionariato<sup>93</sup>.

---

Una dettagliata descrizione delle caratteristiche del modello statunitense di nomina dei componenti del *board of directors*, fondato sulla particolare tecnica del c.d. voto cumulativo, v. S. LUONI, *Il cumulative voting nell’esperienza nordamericana (con uno sguardo all’Italia)*, in *Giurisprudenza italiana*, 1999, 1114 ss.

<sup>93</sup> Sul punto cfr. C. MARCHETTI, *L’interpretazione degli statuti societari: la giurisprudenza italiana nel quadro del diritto comparato*, in *Riv. soc.*, 2016, 833, per cui “l’osservazione della prassi italiana (...) sempre di più testimonia un sia pur lento passaggio dal modello tradizionale basato sulla presenza di un socio stabile di controllo ad un modello per così dire spurio caratterizzato, da un lato,

Proprio la presa d'atto del ruolo preponderante assunto dall'amministratore delegato è alla base dell'evoluzione della concezione del ruolo che il consiglio di amministrazione è principalmente chiamato a svolgere nell'ambito del sistema di *corporate governance* delle società quotate.

Pur prendendo atto del mantenimento in capo al consiglio di alcune competenze di natura strettamente gestoria quali, ad esempio, l'approvazione del progetto di fusione<sup>94</sup> o la scelta in ordine al compimento di operazioni con cui si dispone, nella sostanza, dell'intera azienda sociale (*sell, lease or exchange all or substantially all of its property and assets, including its goodwill and its corporate franchises*<sup>95</sup>), in considerazione del fatto che le dimensioni e la complessità dell'attività svolta dalle moderne *public companies* non consentono al *board* di occuparsi della gestione *day-by-day* della società, anche alla luce del fatto che la maggior parte dei consiglieri non svolgono incarichi esecutivi all'interno della società (cc.dd. *outsiders*) e, avendo il principale centro dei propri interessi professionali all'esterno della società, possono dedicare un tempo limitato alla

---

dalla persistente presenza di un socio «forte», ma, dall'altro lato, da una crescente presenza e partecipazione dell'azionariato tipico delle *public companies* anglosassoni il cui peso, in termini di voto, sempre più spesso si avvicina, o addirittura supera, quello del socio di riferimento (o supposto tale)”. La sensazione è corroborata dai dati empirici contenuti nel *Rapporto CONSOB sulla corporate governance delle società quotate italiane* relativo all'anno 2016 (disponibile sul sito istituzionale della Commissione: <http://www.consob.it/web/area-pubblica/rapporto-sulla-corporate-governance>), ove si evidenzia come nel quinquennio 2010-2015 sia “cresciuto il numero (da 11 a 15) e il peso sulla capitalizzazione (dal 20 al 27% circa) delle società a proprietà dispersa. In parallelo, è proseguito l'incremento della quota media detenuta dal mercato, nel complesso in aumento di circa due punti percentuali (dal 36,1 nel 2010 al 38,3% nel 2015), mentre si è ridotta la quota di controllo (dal 49,6 al 48,5%; la riduzione è più marcata rispetto al 1998 quando si attestava al 51,7%)”.

<sup>94</sup> Il § 251(b) *DGCL* stabilisce infatti che “*the board of directors of each corporation which desires to merge or consolidate shall adopt a resolution approving an agreement of merger or consolidation and declaring its advisability*”.

<sup>95</sup> Cfr. §271(a) *DGCL*.

stessa<sup>96</sup>, sia la dottrina<sup>97</sup> che la giurisprudenza sono giunte a riconoscere che il principale compito di cui l'organo amministrativo è oggi investito consiste nella supervisione e nel controllo dell'attività gestoria che viene affidata in concreto al *management*. Si tratta di un'impostazione che, a livello giurisprudenziale, viene fatta risalire già al 1922 ed in particolare ad una celebre decisione con cui la *Delaware Chancery Court* riconosceva come legittima (in quanto non comportante una violazione dei doveri fiduciari degli amministratori) la delega della gestione corrente della società da parte dell'organo amministrativo ad alcuni dipendenti della società<sup>98</sup>. Riflesso di questo mutamento di prospettiva è il cambiamento che la *American Bar Association* nel 1974 - quindi praticamente in concomitanza all'analoga modifica del §141(a) disposta dal legislatore del Delaware, che ha adottato la formulazione sopra riportata - ha apportato alla *Section 8.01(b)* del *Model Business Corporation Act (MBCA)*, ossia a quella sorta di statuto tipo che in alcuni Stati americani assurge a vera e propria fonte normativa in virtù del rinvio ad esso effettuato dalla legislazione statale. In particolare, nel testo emendato si

---

<sup>96</sup> Cfr., ad esempio, *Chapin v. Benwood Foundation*, Del. Ch., 402 A.2d 1205, 1211 (1979), con cui la Corte prende atto che i moderni *boards* sono composti principalmente “*of persons dedicating less than all of their attention to that role*”, con la conseguenza che è possibile ritenere che i consiglieri “*satisfy their obligations by thoughtfully appointing officers, establishing or approving goals and plans and monitoring performance*”.

<sup>97</sup> Per tutti cfr. B. MANNING, *The Business Judgment Rule and the Director's Duty of Attention: Time for Reality*, 39 Bus. Law. 1477, 1494 (1984), che sottolinea come l'attività principale degli amministratori di una *public company* “*does not consist of taking affirmative action on individual matters; it is instead a continuing flow of supervisory process, punctuated only occasionally by a discrete transactional decision*”.

<sup>98</sup> *Cahall v. Lofland*, Del. Ch., 114 A. 224, 229 (1921), ove si legge che “[*t*]he details of the business [*may be*] delegated to inferior officers, agents and employees”. Si tratta di un principio poi riaffermato dalla *Delaware Supreme Court* in *Roseblatt v. Getty Oil Co.*, 493 A. 2d, 929 (1985) in cui, dopo aver statuito che “*an informed decision to delegate a task is as much an exercise of business judgement as any other*”, la Corte evidenzia che “*the realities of modern corporate life are such that directors cannot be expected to manage the day-to-day activities of the company*”. V. anche *Canal Capital Corp. v. French*, Del. Ch., C.A. No. 11764 (1992).

Per un commento sul ruolo del *Model Business Corporation Act* nell'evoluzione del diritto societario statunitense e in particolare sulla descritta evoluzione della disciplina concernente il ruolo del consiglio di amministrazione v. J.F. OLSON, A.K. BRIGGS, *The Model Business Corporation Act and Corporate Governance: An Enabling Statute Moves toward Normative Standards*, 74 Law & Contemp. Probs., 31 (2011), disponibile anche sul sito <http://www.law.duke.edu/journals/lep>.



precisava che “[a]ll corporate powers shall be exercised by or under the authority of the board of directors of the corporation, and the business and affairs of the corporation shall be managed by or under the direction, and subject to the oversight, of its board of directors”<sup>99</sup>.

Analisi empiriche hanno confermato che negli Stati Uniti, a partire dagli anni '70, si sia effettivamente assistito ad una modifica del ruolo principalmente attribuito al *board of directors* delle *public companies*<sup>100</sup>.

Questo processo modificativo, all’esito del quale, tra le tradizionali funzioni di cui è investito il consiglio di amministrazione, ossia quelle di gestione dell’impresa, assistenza e consiglio alle componenti esecutive e controllo delle stesse, quest’ultima ha finito per assumere una posizione di assoluta preminenza rispetto alle prime due, è strettamente connesso alle tumultuose vicende verificatesi ciclicamente sui mercati finanziari (non solo) statunitensi<sup>101</sup>.

---

<sup>99</sup> Nel *Report of the Committee on Corporate Laws: Changes in the Model Business Corporation Act*, 30 Bus. Law. 501, 504–05 (1975), il comitato incaricato di redigere ed aggiornare il *MBCA* ha espressamente sottolineato come, quanto meno per le *public companies*, la precedente formulazione fornisse una descrizione poco accurata del ruolo dell’organo amministrativo, tanto da spingere lo stesso comitato a ricordare che “*many commentators had recently voiced concern that [the prior] language may be interpreted to mean that directors must become involved in the detailed administration of the corporation’s affairs*”, ragione per cui ha ritenuto di adottare la formulazione sopra riportata “*to adapt to current corporation life*” ed al dichiarato fine di “*eliminate any ambiguity as to the director’s role in formulating major management policy as opposed to direct involvement in day-to-day management in publicly-held corporations*” (per quest’ultima citazione v. *Model Business Corporation Act Ann.*, § 8.01 hist. background, 8–10, 2008).

<sup>100</sup> V. in particolare i dati riportati nello studio di R.B. ADAMS ET AL., *The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey*, in *Journal of Economic Literature*, vol. 48, 2010, 58 ss..

<sup>101</sup> Per una interessante ricostruzione storica delle connessioni esistenti tra scandali finanziari ed interventi legislativi “per molti versi fuori bersaglio” v. l’insegnamento di G. ROSSI, *Dalla Compagnia delle Indie al Sarbane-Oxley Act*, in *Riv. soc.*, 2006, 894, il quale pone in particolar modo l’accento sulle “tante leggi cucite in fretta e sulla scorta dell’emotività popolare emanate negli ultimi cinque anni in Europa e negli Stati Uniti”, evidenziando come “la disciplina imperativa di fonte legislativa giunge sempre a cercare di rimediare ai fallimenti del mercato” attraverso riforme che “comportano frequentemente un fenomeno di *regulatory overshooting*, restringendo al massimo l’autonomia contrattuale in materia societaria”. Trattando dell’intervento legislativo che ha imposto alle società quotate italiane il ricorso al voto di lista, lo stesso autore ne rileva il carattere di reazione ad alcuni fallimenti del sistema, sottolineando come le “recenti convulse esperienze legislative

La ragione di questa profonda connessione fra scandali finanziari che coinvolgono società di grandi dimensioni ed attenzione dottrinale e legislativa per il tema della *corporate governare* è facilmente intuibile: infatti, è nel momento in cui un certo sistema mostra i propri difetti che si interviene per modificarlo<sup>102</sup>.

---

italiane confermano ancora una volta la schizofrenia che induce i *policy makers* a oscillare tra norme derogabili e imperative” e concludendo che “il confronto tra la nuova disciplina societaria del 2003, ispirata alla libertà contrattuale, all'autonomia statutaria e al mercato delle regole, e le norme della legge n. 262 del 2005, che prevedendo una serie di nuove regole non derogabili sulla composizione degli organi di amministrazione e controllo delle società quotate si segnalano per l'ingenua - o forse gattopardescamente maliziosa - convinzione che la nomina di qualche amministratore indipendente o votato da una lista di minoranza possa davvero evitare comportamenti illeciti”.

<sup>102</sup> Il che, se da un lato è assolutamente comprensibile, dall'altro può determinare, a livello legislativo, l'assunzione di provvedimenti raffazzonati ed impulsivi, che mal si coordinano con l'esistente contesto normativo, dettati più dalla necessità politica di non mostrarsi impreparati che da una effettiva ponderazione delle soluzioni adottate, salvo poi, quando gli animi vengono a calmarsi e la sensazione di emergenza scema, disinteressarsi di quelle medesime questioni che fino a poco tempo prima erano ritenute così impellenti (per considerazioni analoghe, svolte all'indomani della crisi finanziaria del 2007-2008 ma aventi anche portata generale, v. R. POSNER, *The Crisis of Capitalist Democracy*, Cambridge, 2010, pubblicato in Italia nel 2014 con traduzione a cura di Cupellaro, ove si legge che “la pressione affinché il governo «faccia qualcosa» per evitare il ripetersi del crollo finanziario è irresistibile, anche se quel «qualcosa» è come chiudere la stalla dopo che i buoi sono scappati, e chiuderla con tanta violenza da farla crollare”). In questo senso si comprendono le non infondate critiche mosse da una parte della nostra dottrina nei confronti della Legge sulla tutela del risparmio (cfr. *supra*, in particolare quanto detto nel primo capitolo). Il tema è di grande attualità anche negli Stati Uniti ove, a poco più di dieci anni di distanza dalla crisi del 2007, è in atto un tentativo di smantellamento della disciplina adottata negli anni immediatamente successivi (per una cronaca v. J. PUZZANGHERA, *House votes along party lines to repeal Dodd-Frank financial reform*, in *Los Angeles Times*, 8 giugno 2017, reperibile sul sito <http://www.latimes.com/business/la-fi-dodd-frank-repeal-20170608-story.html>), sulla base dell'assunto di una sua eccessiva onerosità per le imprese. Il dibattito sul punto (e, in termini più ampi, sul valore della legislazione di reazione alle crisi) è particolarmente vivace nella dottrina (e tra l'opinione pubblica) statunitense. Per differenti punti di vista cfr.: R. ROMANO, *Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance*, in *Yale Law Journal*, 114, 2005, 1521 ss. (ed in particolare 1528, ove si legge che “*the corporate governance provisions were not a focus of careful deliberation by Congress. Sarbanes-Oxley was emergency legislation, enacted under conditions of limited legislative debate, during a media frenzy involving several high-profile corporate fraud and insolvency cases. These occurred in conjunction with an economic downturn, what appeared to be a free-falling stock market, and a looming election campaign in which corporate scandals would be an issue. The healthy ventilation of issues that occurs in the usual give-and-take negotiations over competing policy positions, which works to improve the quality of decision making, did not occur in the case of Sarbanes-Oxley*”); S. BAINBRIDGE, *House Financial Choice Bill will change the shareholder proposal rule for better*, sul sito

La letteratura americana è solita individuare nello crollo della *Penn Central Railroad* il momento che per primo ha dato impulso a questo processo. Si tratta di una vicenda che, per l'importanza della società coinvolta, l'eco avuto a livello mediatico e per il fatto di essere stata la prima di una serie di altri fallimenti, può essere accostata al più recente scandalo Enron. Il collasso di quella che era considerata “*the bluest of the blue chips*”<sup>103</sup> portò alla luce l'inefficienza di un sistema di *governance* in cui il consiglio di amministrazione è incaricato della gestione della società ed è composto da amministratori strettamente legati al *management*. Per quanto in questa sede interessa, ci si può limitare a ricordare come paradigmatico il fatto che nei due esercizi precedenti il fallimento della società, il consiglio di amministrazione deliberò la distribuzione di utili ai soci per circa 100 milioni di dollari nonostante il crescente indebitamento e il deterioramento del patrimonio della società<sup>104</sup>. La totale inconsapevolezza dello stato di salute della società mostrata dai suoi amministratori rese evidente l'inadeguatezza del consiglio di amministrazione nello svolgimento di un ruolo strettamente gestorio; la soluzione individuata a livello legislativo per scongiurare il ripetersi di eventi di tale clamorosa portata fu quella di abbandonare il modello del *managing and advisory board* in favore di quello del *monitoring board*<sup>105</sup>. Negli anni successivi

---

<http://www.professorbainbridge.com/professorbainbridge.com/2017/05/house-financial-choice-bill-will-change-the-shareholder-proposal-rule-for-the-better.html>; ID., *Corporate Governance*, cit., *passim* (ad esempio, 270, ove l'autore conclude affermando che “[l]ike their predecessors in Sarbanes-Oxley, the six key corporate governance provisions of Dodd-Frank satisfy the key criteria of quack corporate governance”); J.A. HALL, *The Financial CHOICE Act and the Debate Over Shareholder Proposals*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, 28 giugno 2017, disponibile all'indirizzo <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/06/28/the-financial-choice-act-and-the-debate-over-shareholder-proposals/>; M. MARRIAGE, *Financial Choice Act is a blatant attack on shareholder rights*, in *Financial Times*, 24 giugno 2017, disponibile all'indirizzo <https://www.ft.com/content/1f55e9a6-569d-11e7-9fed-c19e2700005f?mhq5j=e1>.

<sup>103</sup> Per riferimenti cfr. J.N. GORDON, *The Rise of Independent Directors in the United States*, cit., 1465 ss..

<sup>104</sup> V.J.R. DAUGHEN, P. BINZEN, *The wreck of the Penn Central*, Boston, 1971, 336.

<sup>105</sup> Per J.N. GORDON, *The Rise of Independent Directors in the United States*, cit., 1515, “*the decline of insiders on the board and the rise of independents began then; so did the regularization of the audit committees*”. L'autore individua una ulteriore concausa alla base del passaggio dal modello

la dottrina, rilevata la sostanziale passività del *board*, le cui funzioni sono in gran parte delegate (anche solo di fatto) agli alti dirigenti della società (*senior executives*), si è occupata di individuare le caratteristiche che un consiglio di amministrazione dovrebbe possedere per svolgere in maniera efficace la propria funzione di monitoraggio dell'attività dell'amministratore delegato e del suo team dirigenziale<sup>106</sup>. Il modello del *monitoring board*, caratterizzato tra le altre cose dalla presenza di tre comitati interni al consiglio composti da amministratori indipendenti ed incaricati uno di determinare la composizione ideale del consiglio medesimo e di proporre le relative candidature al momento delle elezioni degli amministratori (*nomination committee*), un altro di scegliere il soggetto cui affidare la revisione dei conti della società e valutare i risultati di esercizio sulla base delle indicazioni da questo fornite (*audit committee*) ed il terzo di determinare la *policy* societaria in tema di remunerazione degli amministrati (*remuneration committee*), è stato recepito, benché in una versione sotto certi aspetti "ammorbida"<sup>107</sup>, nei *Principles of Corporate Governance* redatti dall'*American Law Institute* e si è gradualmente tramutato da mera raccomandazione di *best practice*<sup>108</sup> a vero e proprio modello

---

dell'*advisory* a quello del *monitoring board* nel movimento che teorizzava la c.d. *corporate social responsibility*, affermatosi nel medesimo periodo temporale, evidenziando che "*the social responsibility movement and the «monitoring board» movement found common ground on the importance of the independent director*".

Il percorso che ha portato all'affermazione del *monitoring board model* e le ragioni che lo hanno determinato sono sinteticamente ma efficacemente ricostruite in G. PRESTI, F.M. MACCABRUNI, *Gli amministratori indipendenti: mito e realtà nelle esperienze anglosassoni*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2003, 98 ss..

<sup>106</sup> Fra tutti v. in particolare M.A. EISENBERG, *The Structure of the Corporation*, Boston, 1976, il cui ruolo fondamentale è riconosciuto da S. BAINBRIDGE, *Corporate Governance*, cit., 53; J.N. GORDON, *op. ult. cit.*, 1518; nella dottrina italiana v. soprattutto G. FERRARINI, *Funzione del consiglio di amministrazione, ruolo degli indipendenti e doveri fiduciari*, in *I controlli societari. Molte regole, nessun sistema*, Bianchini-Di Noia (a cura di), Milano, 2010, 51 ss..

<sup>107</sup> Si v. in particolare la puntuale ricostruzione effettuata da S. BAINBRIDGE, *Corporate Governance*, cit., 53 ss..

<sup>108</sup> Nella seconda metà degli anni '70 il modello organizzativo in commento ha ricevuto un discreto sostegno (anche se a volte solo di facciata, come sottolineato in S. BAINBRIDGE, *op. loc. ult. cit.*) anche da parte del mondo istituzionale. Ad esempio, in un'audizione di fronte ad una commissione del Congresso degli Stati Uniti l'allora Presidente della *Securities Exchange Commission* Roderick Hills riconobbe che "*what is missing on too many boards is a truly independent character that has*

legale. Nel 1977, la società di gestione della principale borsa americana (*New York Stock Exchange*, in breve *NYSE*), su impulso della *Securities Exchange Commission* (“*SEC*”), ossia l’autorità che vigila sui mercati finanziari negli Stati Uniti, modificò i propri *listing standards*, sancendo l’obbligatorietà per le società quotate di prevedere la costituzione all’interno del *boards* di un *audit committee* composto interamente da amministratori indipendenti. Si trattava in realtà di una presa d’atto di ciò che già si era andato affermando nella realtà delle *public companies*, considerato che all’epoca dell’entrata in vigore di detta disciplina già il 95% di tali società prevedeva la costituzione di un comitato di questo tipo<sup>109</sup>.

Successivamente all’intervento della *SEC*, mentre a livello dottrinale il dibattito sull’utilità e sulle caratteristiche ideali di un consiglio di amministrazione con funzione prevalentemente di vigilanza è proseguito senza soluzione di continuità, a livello legislativo invece non si riscontrano interventi di rilievo per circa 25 anni, ossia fino a quando l’argomento torna al centro dell’attenzione dell’opinione pubblica a seguito dello scandalo *Enron*<sup>110</sup> e delle conseguente esplosione della c.d. bolla delle *dotcom*. E’ infatti in risposta alla susseguente crisi finanziaria che il Congresso degli Stati Uniti vara lo *Sarbane-Oxley Act*, un provvedimento legislativo contenente, tra l’altro, una notevole quantità di

---

*the practical capacity to monitor and to change management”* (cfr. *Corporate Rights and Responsibilities: Hearings Before the S. Comm. on Commerce*, 94th Cong. 303-04, 1976). Persino la *Business Roundtable*, ossia l’associazione di categoria dei più importanti *CEO* statunitensi, con una mossa dettata molto probabilmente da considerazione più politiche e di immagine che tecniche, riconobbe la rilevanza del ruolo di controllo da attribuire al consiglio di amministrazione, pur facendo comunque salve le ulteriori funzioni di supervisione strategica e di *advisory* ed al contempo sottolineando l’importanza del ruolo degli *insiders* (v. BUSINESS ROUNDTABLE, *The Role and Composition of the Board of Directors of the Large Publicly Owned Corporation*, in *The Business Lawyer*, 33-4, 1978, 2083 ss.). Per ulteriori approfondimenti cfr. J.N. GORDON, *The Rise of Independent Directors in the United States*, cit., 1518.

<sup>109</sup> J. SELIGMAN, *A Sheep in Wolf’s Clothing: The American Law Institute Principles of Corporate Governance Project*, in *George Washington Law Review*, 55, 1987, 338.

<sup>110</sup> Per una piuttosto esaustiva ricostruzione della vicenda *Enron* si segnala, nel panorama della dottrina italiana, M. TONELLO, *Corporate governance e risparmio gestito. Convergenza internazionale e competizione tra modelli regolamentari*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell’economia*, diretto da Francesco Galgano, XXXV, Padova, 2006, 19 ss.

disposizioni in tema di *governance* societaria, finalizzate, in estrema sintesi, a rafforzare la posizione del *board* ed in particolare degli amministratori indipendenti nei confronti del *management*, espressione che qui si intende riferita tanto agli amministratori esecutivi quanto ai dirigenti apicali. Il comitato speciale costituito dalla stessa *Enron* al fine di indagare le cause che avevano permesso il verificarsi di quella clamorosa serie di irregolarità contabili e finanziarie che erano alla base del dissesto della società aveva infatti rinvenuto nel consiglio di amministrazione uno dei principali responsabili della mancanza di controllo sull'operato dei dirigenti della società e delle sue controllate<sup>111</sup> (come di molte altre società che nei mesi successivi furono travolte dall'ondata di fallimenti scatenati in seguito al crollo del gigante tecnologico-finanziario), concludendo che “*the Board of Directors failed (...) in its oversight duties*”. Anche il di poco successivo rapporto dell'*Accounting and Listing Standard Committee* del *NYSE* ha evidenziato la correlazione fra il crollo di numerose delle società coinvolte nello scoppio della bolla finanziaria ed il fallimento del sistema di controlli la cui predisposizione è di competenza del consiglio di amministrazione, suggerendo alcune misure utili per il rafforzamento della funzione di monitoraggio affidata al *board*<sup>112</sup>. Sulla scorta di tali considerazioni, lo *Sarbane-Oxley Act* ha imposto alle *public companies* statunitensi di dotarsi di un consiglio di amministrazione composto da una maggioranza di amministratori indipendenti e di costituire all'interno di questo un *audit committee* composto interamente di indipendenti, di cui almeno uno dotato di specifiche

---

<sup>111</sup> Ad esempio, nel rapporto conclusivo dell'indagine pubblicato nel febbraio 2002 (C. POWERS Jr., R.S. TROUBH, H.S. WINOKUR, *Report of Investigation by the Special Investigative Committee of the Board of Directors of Enron Corp.*, February 1, 2002) si riconosce che “*no one accepted primary responsibility for oversight, the controls were not executed properly, and there were apparent structural defects in the controls that no one undertook to remedy or to bring to the Board's attention. In short, no one was minding the store*”.

<sup>112</sup> Tra le misure indicate nel *Report of the NYSE Corporate Accountability and Listing Standards Committee* sottoposto all'attenzione del *NYSE's Board of Directors* il 6 giugno 2002 rientrano, tra l'altro: (i) il rafforzamento del ruolo e dell'autorità degli amministratori indipendenti, con la previsione dell'obbligatorietà di una loro presenza maggioritaria in consiglio; (ii) la precisazione della definizione di amministratori indipendenti, rimettendo al *board* il compito di “*determine that the director has no material relationship with the listed company*”; (iii) il riconoscimento agli azionisti di maggiori opportunità di vigilare sulla e partecipare alla *governance* della società.

competenze e conoscenze in campo finanziario; il tutto al dichiarato scopo di rafforzare la posizione degli amministratori indipendenti, dotandoli di poteri e prerogative che gli consentano di svolgere un ruolo maggiormente attivo nell'attività di supervisione del *management*<sup>113</sup>.

Considerazioni molto simili potrebbero essere svolte con riguardo alla più recente crisi finanziaria ed agli interventi legislativi adottati in risposta ad essa<sup>114</sup>. Il *Dodd-Frank Act* viene infatti ritenuto un ulteriore passo nella direzione del rafforzamento del sistema dei controlli interni e del riconoscimento al consiglio di amministrazione di un ruolo sempre meno incentrato su di un'attività *stricto sensu* gestoria a fronte dell'incremento dei suoi doveri di vigilanza sull'operato degli amministratori esecutivi<sup>115</sup>. Basti citare la previsione secondo la quale anche il comitato remunerazioni deve essere composto esclusivamente da amministratori indipendenti, chiaramente ispirata al modello di *monitoring board* delineato da Eisenberg oltre quarant'anni prima.

---

<sup>113</sup> Cfr. S. BAINBRIDGE, *Corporate Governance*, cit., 60, che, considerato il chiaro intento del Congresso di “*change the dynamics that allegedly allowed independent board members to be mere management cuckold*”, conclude che “[*t*]he monitoring model thus lies at the heart of the Sarbanes-Oxley Act”. Cfr. anche J. WINTER, E. VAN DE LOO, *The Board on Task; developing a comprehensive understanding of the performance of boards*, in *Boards and Shareholders in European Listed Companies*, Belcredi-Ferrarini (edited by), Cambridge, 2013, 230, per cui “[*a*]s the governance crisis was triggered by massive frauds through misleading financial statements, the focus of the monitoring role of non-executives became the audit of financial statements and the internal controls on which they are based”.

<sup>114</sup> Per una illuminante analisi della crisi attraverso gli strumenti dell'analisi economica del diritto si segnala R. POSNER, *A Failure of Capitalism. The Crisis of '08 and the Descent into Depression*, Cambridge, 2009.

<sup>115</sup> Cfr. ancora S. BAINBRIDGE, *op. ult. cit.*, 61. Per una critica del modello di *board* in esame v. J.R. MACEY, *Corporate governance. Promises kept, promises broken*, Princeton, 2008, 51 ss., che, considerando come nel sistema statunitense la responsabilità della nomina e soprattutto del mancato licenziamento del *CEO* faccia capo, nella sostanza, agli amministratori e che quindi “*directors are being asked to evaluate their own decisions when they evaluate the decisions of the managers*”, conclude ritenendo irragionevole attendersi che gli amministratori possano svolgere simultaneamente le funzioni di *monitoring* e di *managing/advising* in quanto “*there is a fundamental and irreconcilable conflict between the monitoring function and the management function*”.

#### ***4. Il monitoring board in Italia: tracce di una convergenza internazionale dei modelli di corporate governance***

Definito il modello del *monitoring board* come quello caratterizzato dalla presenza di una elevata percentuale di amministratori indipendenti e dalla previsione di un trittico di comitati (*audit*, nomine e remunerazione) a loro volta composti principalmente o addirittura interamente da consiglieri dotati dei requisiti di indipendenza ed incaricati di vigilare su quei “momenti” della vita della società durante i quali con più forza emergono i rischi insiti nell’esistenza di un conflitto di interessi fra soci e *management* ovvero fra soci di maggioranza e di minoranza, si può affermare che anche il nostro ordinamento ha gradualmente recepito questo modello, riconoscendo al consiglio di amministrazione della società per azioni quotate un compito essenzialmente di controllo sull’operato degli amministratori esecutivi<sup>116</sup>.

Un ruolo fondamentale in questo senso è stato svolto dalla riforma del 2003 ed in particolare dal già analizzato art. 2381 c.c. che, come si è visto, delinea in termini principalmente di vigilanza i compiti attribuiti agli amministratori deleganti<sup>117</sup>.

---

<sup>116</sup> In questo senso si esprimeva già prima della riforma O. CAGNASSO, *op. cit.*, 286, evidenziando che “il consiglio di amministrazione, almeno nelle società di medio-grandi dimensioni, tende ad assumere una posizione in certo senso di secondo piano, divenendo un organo «di controllo» sull’operato dei delegati”. Sul punto, in aggiunta alla dottrina già in precedenza citata, v. anche F. CHIAPPETTA, *Gli amministratori indipendenti e gli amministratori di minoranza*, cit., 852, per cui “nei sistemi a proprietà azionaria concentrata, vi è per le società quotate l’esigenza di una forte e qualificata presenza nei CdA di amministratori non esecutivi *indipendenti*, di guisa (...) di assicurare un monitoraggio effettivo sull’azione degli amministratori esecutivi e, più in generale, sull’andamento della gestione” (corsivo dell’autore); F. BARACHINI, *La gestione delegata*, cit., 61; ID., *Art. 2381*, cit., 1196 ss.; M. REBOA, *Il monitoring board e gli amministratori indipendenti*, in *Giur. comm.*, 2010, I, 657 ss..

<sup>117</sup> La centralità della riforma attuata con il d.lgs. 6/2003 anche nell’ottica qui in esame è sottolineata da G. FERRARINI, *op. cit.*, 52, per cui “Il nostro diritto societario, con la riforma del 2003, ha recepito la concezione del *monitoring board*, che si ritrova nell’art. 2381 del Codice Civile”. Nello stesso



Non meno importanza ha ricoperto, soprattutto in tempi relativamente recenti, la disciplina autoregolamentare.

Sin dalla sua prima versione (risalente al 1999) il Codice di Autodisciplina ha infatti riconosciuto come *best practice* la presenza di “un numero adeguato” di amministratori non esecutivi indipendenti<sup>118</sup>. Inoltre, nonostante il legislatore non si sia spinto fino a richiedere espressamente che gli amministratori indipendenti rappresentino la maggioranza di componenti dell’organo gestorio (come invece avviene negli Stati Uniti), i dati empirici mostrano come, in media, all’interno dell’organo amministrativo la componente indipendente sia solo di poco inferiore rispetto a quella non qualificabile come tale: in particolare, il peso degli amministratori indipendenti è mediamente pari al 46,6%, ossia a poco meno di 5 membri indipendenti a fronte di consigli che (sempre in media) sono composti da

---

senso M. REBOA, *op. cit.*, 661, secondo cui “la riforma del diritto societario del 2003 ha inciso profondamente sugli ambiti di manovra dei principali organi societari (...) ha riconosciuto una volta per tutte la netta e sostanziale differenza riscontrabile, anche dal punto giuridico, tra poteri-doveri degli amministratori esecutivi e poteri-doveri degli amministratori non esecutivi”, con la conseguenza che “il potere decisionale ruota in misura crescente attorno al capo-azienda e alla sua squadra” mentre la “funzione primaria” del consiglio di amministrazione “assume quindi prevalente connotazione di supervisione e di monitoraggio sull’attività degli amministratori esecutivi, o meglio sulla qualità della loro attività di conduzione d’impresa”.

<sup>118</sup> Dal commento all’art. 3 del c.d. Codice Preda emerge in maniera esplicita la particolare considerazione che il comitato ha riservato alle esperienze straniere (e quindi, inevitabilmente, alla discussione sul ruolo che il consiglio di amministrazione svolge nella *governance* societaria svoltasi negli Stati Uniti e culminata, come si è visto, nell’elaborazione degli *ALI’s Principles of Corporate Law* pubblicati nella loro versione definitiva alcuni anni prima del codice di autodisciplina italiano), in particolare laddove viene auspicato “che, *in conformità alla prassi internazionale*, nei consigli di amministrazione delle società quotate sia eletto un numero di amministratori «indipendenti» che sia adeguato in relazione al numero degli amministratori non esecutivi componenti il consiglio e significativo per la sua rappresentatività” (enfasi aggiunta). Nella stesso senso, la previsione per cui “l’indipendenza degli amministratori è valutata dal consiglio di amministrazione”, introdotta a seguito della revisione del Codice del luglio 2002, segue le orme di quanto previsto alcuni anni prima nel §303A.02(a)(i) dei *NYSE Listing Standard* per cui “*no director qualifies as «independent» unless the board of directors affirmatively determines that the director has no material relationship with the listed company (either directly or as a partner, shareholder or officer of an organization that has a relationship with the company)*”.

9.8 amministratori complessivamente<sup>119</sup>. Il ruolo centrale dell'autodisciplina ai fini della ricezione del modello del *monitoring board* emerge con ancora maggiore evidenza analizzando il numero dei comitati interni all'organo di amministrazione che gli statuti delle società quotate prevedono nonché la loro composizione e le funzioni ad esse attribuite. Nulla è infatti previsto sul punto a livello di legislazione primaria o secondaria; al contrario, il Codice di Autodisciplina raccomanda agli emittenti quotati di costituire sia un comitato controllo e rischi (che nella prima versione del Codice era chiamato comitato per il controllo interno), interamente composto da amministratori indipendenti<sup>120</sup> e nella sostanza assimilabile all'*audit committee* d'oltreoceano<sup>121</sup>, sia, dal 2011, un comitato nomine composto in maggioranza da amministratori indipendenti<sup>122</sup> e, dal 2002, un comitato remunerazione, per il quale è richiesto non solo che la maggioranza dei componenti siano indipendenti ma anche che “almeno un componente del comitato possied[a]

---

<sup>119</sup> I dati sono tratti dal già citato *Rapporto 2016 sulla corporate governance delle società italiane quotate* a cura della CONSOB.

<sup>120</sup> Ma “in alternativa, il comitato può essere composto da amministratori non esecutivi, in maggioranza indipendenti; in tal caso, il presidente del comitato è scelto tra gli amministratori indipendenti”; cfr. *Principio 7.P.4.* del Codice di Autodisciplina.

<sup>121</sup> In particolare, al comitato controllo e rischi il Codice (criterio applicativo 7.C.1.) assegna il compito di: (i) valutare il corretto utilizzo dei principi contabili e, nel caso di gruppi, la loro omogeneità ai fini della redazione del bilancio consolidato; (ii) esprimere pareri su specifici aspetti inerenti alla identificazione dei principali rischi aziendali; (iii) esaminare le relazioni periodiche aventi per oggetto la valutazione del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi; (iv) monitorare l'autonomia, l'adeguatezza, l'efficacia e l'efficienza della funzione di *internal audit*; (v) qualora ne ravvisi la necessità, chiedere alla funzione di *internal audit* lo svolgimento di verifiche su specifiche aree operative; (vi) riferire al consiglio, con cadenza almeno semestrale, in occasione dell'approvazione della relazione finanziaria annuale e semestrale, sull'attività svolta nonché sull'adeguatezza del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi; (vii) supportare le valutazioni e le decisioni del consiglio di amministrazione relative alla gestione di rischi derivanti da fatti pregiudizievoli di cui il consiglio di amministrazione sia venuto a conoscenza.

<sup>122</sup> Mentre la prima versione del Codice non imponeva la costituzione di un tale comitato, limitandosi a stabile, per il caso in cui il consiglio di amministrazione volontariamente provvedesse a costituirlo, che lo stesso fosse composto in maggioranza da “amministratori non esecutivi” (con ciò peraltro mostrando, in questa sede come già con riferimento all'allora comitato per il controllo interno, una certa confusione quantomeno terminologica fra amministratori esecutivi ed amministratori indipendenti), a partire dal 2011 il principio 5.P.1. prevede che “il consiglio di amministrazione costituisce al proprio interno un comitato per le nomine, composto, in maggioranza, da amministratori indipendenti”.

una adeguata conoscenza ed esperienza in materia finanziaria o di politiche retributive, da valutarsi dal consiglio di amministrazione al momento della nomina<sup>123</sup>.

Sulla base delle considerazioni sin qui svolte emerge come, nell'ambito qui esaminato, nonostante il permanere di notevoli differenze riguardanti la struttura degli assetti proprietari delle società quotate, la globalizzazione dei mercati finanziari abbia prodotto un effetto di tendenziale convergenza tra le regole in tema di *corporate governance* delle società di maggiori dimensioni adottate nei principali ordinamenti giuridici<sup>124</sup>. Tuttavia, nonostante l'evoluzione del diritto e della prassi

---

<sup>123</sup> Principio 6.P.3. del Codice di Autodisciplina.

<sup>124</sup> Cfr. G. FERRARINI, *op. cit.*, 52; F. BARACHINI, *La gestione delegata*, cit., 61, per cui l'esigenza di rafforzamento del sistema dei controlli è stata "avvertita in tutti gli ordinamenti: sia in quelli caratterizzati dalla presenza di sistemi di amministrazione di tipo unitario (*one-tier board system*), sia in quelli che invece recepiscono modelli a carattere binario (*two-tier board system*)" (corsivi dell'autore). Per una più approfondita trattazione del tema della convergenza dei sistemi di *corporate governance* si rinvia a M. TONELLO, *op. cit.*, 51 ss.. Nella dottrina straniera v., in particolare, K.J. HOPT, P.C. LEYENS, *Board Models in Europe. Recent Developement of Internal Corporate Governance Structures in Germany, the United Kingdom, France and Italy*, ECGI Law Working Paper n. 18/2004, disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=487944>, ove, in conclusione di una interessante analisi comparatistica, si rileva che "*the growing awareness of the distinction between management and control embodies a functional adherence of the internal functions regardless of board structures*". In ottica comparatistica v., per tutti, AA.VV., *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*<sup>2</sup>, New York, 2009, *passim* ed in particolare 69, ove, analizzando gli ordinamenti di Francia, Giappone, Germania, Italia, Stati Uniti e U.K., si evidenzia che "*Japan aside, the canon of best practice in corporate governance is remarkably similar across our jurisdictions, whether it is embodied in hard law or semi-voluntary codes. One example is international convergence on the standard U.S. triptych of an audit, nomination, and compensation committee within the board, to be staffed — entirely or in part — by independent directors. Here the motivation is clearly to keep control over these crucial functions out of the hands of corporate insiders*".

Nell'ambito di questa tendenza occorre segnalare, per la sua particolare rilevanza, l'iniziativa assunta dalla *Organization for Economic Co-operation and Development (OECD)* che, a partire dal 1999, ha provveduto ad emanare delle indicazioni in tema di *corporate governance (Principles of Corporate Governance)* che sono state in un secondo momento recepite dal *Financial Stability Board* che ne ha fatto uno degli standard di riferimento per l'implementazione di un adeguato sistema finanziario e che hanno funto da modello anche per le *Guidelines on Corporate Governance of Bank* elaborate dal Comitato di Basilea. In questi principi si trova conferma dell'ormai definitiva adozione del modello del *monitoring board*, in particolare ove si afferma che "*the board is chiefly responsible for monitoring managerial performance and achieving an adequate return for*

statunitense abbia rappresentato un evidente punto di riferimento (anche) in Italia<sup>125</sup>, il grado ancora elevato di concentrazione proprietaria che caratterizza le società quotate nel nostro ordinamento ha determinato uno sviluppo in parte originale delle regole di *corporate governance*, in considerazione della necessità di fornire risposte ad un conflitto di interessi diverso rispetto a quello tipico dei sistemi ad azionariato diffuso, come dimostra in maniera paradigmatica proprio l'adozione di un sistema elettorale incentrato sulla tecnica del voto di lista.

L'analisi del ruolo attribuito al consiglio di amministrazione delle società quotate in Italia svolta nel presente capitolo fa in definitiva emergere come anche il legislatore italiano, sulla scorta in particolare dell'esperienza statunitense, abbia individuato nel rafforzamento del sistema dei controlli interni, ed in particolare degli obblighi di monitoraggio che fanno capo agli amministratori non esecutivi, lo strumento attraverso cui realizzare un rafforzamento della *corporate governance* delle società quotate. La ricezione del modello straniero non è comunque avvenuta in maniera acritica, trattandosi di tutelare istanze ed interessi parzialmente diversi.

---

*shareholders, while preventing conflicts of interest and balancing competing demands on the corporation*" (OECD, *G20/OECD Principles of Corporate Governance*, 2015, 45, reperibile all'indirizzo [http://www.oecd-ilibrary.org/governance/g20-oecd-principles-of-corporate-governance-2015\\_9789264236882-en](http://www.oecd-ilibrary.org/governance/g20-oecd-principles-of-corporate-governance-2015_9789264236882-en)).

<sup>125</sup> Esempio lampante in questo senso è la disciplina sull'informazione finanziaria (con la previsione dell'obbligo di nominare un dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari) di cui agli artt. 154-*bis* e 154-*ter* del TUF., in larga parte mutuata dalla *Sec. 302 dello Sarbane-Oxley Act*. In questa sede è inoltre interessante ricordare le conclusioni raggiunte dalla Commissione di Studio sulla Trasparenza delle Società Quotate, istituita pochi mesi dopo la dichiarazione di bancarotta di *Enron* con decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze datato 9 aprile 2002 e presieduta dal Prof. Galgano, incaricata di valutare l'idoneità o meno del nostro ordinamento a fornire al mercato una rappresentazione veritiera della situazione economica, finanziaria e patrimoniale delle imprese quotate. Nella sua relazione finale la Commissione, pur muovendo dal rilievo per cui "i contesti italiano (ma anche europeo nel suo complesso) e statunitense presentano fra loro rilevanti differenze relative sia alla tradizione normativa sia alla struttura del mercato, che rendono difficili paragoni e confronti", raccomanda l'adozione di tutta una serie di previsioni (prevalentemente di natura regolamentare), espressamente ispirate alle misure adottate negli Stati Uniti all'indomani degli scandali finanziari dei primi anni duemila (cfr. COMMISSIONE DI STUDIO SULLA TRASPARENZA DELLE SOCIETÀ QUOTATE, *Relazione finale*, 27 settembre 2002, *passim*, ad esempio 15-16, disponibile all'indirizzo [http://www.dircomm.it/2003/n.1.03/Commissione\\_Galgano.pdf](http://www.dircomm.it/2003/n.1.03/Commissione_Galgano.pdf)).

Proprio in quest'ottica si spiega, tra l'altro, come mai si sia deciso di realizzare il necessario potenziamento della funzione di monitoraggio del consiglio facendo ricorso non solo alla figura degli amministratori indipendenti ma anche a quella dell'amministratore espressione della minoranza, giustificandosi così il ricorso ad un istituto in buona parte originale qual è il voto di lista, che deve essere in definitiva inteso come strumento volto a favorire una più pregnante vigilanza sul funzionamento dell'organo amministrativo e più in particolare sull'operato degli amministratori esecutivi, espressione diretta dell'azionista di maggioranza<sup>126</sup>.

---

<sup>126</sup> L'esistenza di uno stretto legame tra struttura degli assetti proprietari e strumenti finalizzati a ripartire il potere di nomina degli amministratori è riconosciuta anche da N. CIOCCA, *op.cit.*, 104 ss., la quale evidenzia come mentre “[n]el sistema italiano, la centralità dell’assemblea nella scelta degli amministratori e, in ragione della tendenziale concentrazione degli assetti societari, il ruolo dominante dei soci di maggioranza richiedono che la ripartizione del potere sia articolata nei confronti di tali soci”, diversamente nel sistema statunitense, ove il ruolo dell’assemblea è marginale a causa della polverizzazione dell’azionariato, il dibattito ruota essenzialmente attorno all’utilità di strumenti finalizzati a “permettere ai soci di contrapporsi agli amministratori nel rinnovare le cariche sociali”, per poi concludere affermando che “il confronto fra voto di lista e *proxy access* mette in luce che le tensioni sul riparto di potere all’interno della società si muovono tra poli diversi: la dialettica tra soci nel primo caso; quella tra amministratori e soci nel secondo”.



## **CAPITOLO TERZO**

### **I “FALLIMENTI” DEL VOTO DI LISTA: PRINCIPIO MAGGIORITARIO, INVERSIONE DI MAGGIORANZA E MINORANZA, PROSPETTIVE EVOLUTIVE**

Ricostruita nei termini di cui al capitolo precedente la funzione che nei moderni sistemi di *corporate governance* è affidata al consiglio di amministrazione, si tratta ora di valutare se ed eventualmente in quale misura la tecnica del voto di lista introdotta con la Legge sulla tutela del risparmio sia effettivamente in grado di realizzare una composizione dell'organo gestorio adatta ad adempiere il compito ad esso attribuito. Più precisamente, occorre indagare se una figura come quella dell'amministratore “di minoranza” presenti peculiarità tali da giustificarne l'esistenza in un sistema come quello italiano in cui, sulla scorta della *best practice* internazionale, viene prescritta anche la presenza nel consiglio di amministrazione di componenti dotati di particolari requisiti di indipendenza.

Se, come si cercherà di dimostrare nel primo paragrafo di questo capitolo, gli amministratori tratti dalla lista risultata seconda per numero di voti svolgono una funzione diversa e peculiare (rispetto a quella degli indipendenti) che ne giustifica l'esistenza, occorre poi domandarsi se il voto di lista costituisca effettivamente lo strumento più efficiente per la realizzazione del risultato desiderato, giustificando in tal modo una previsione legale di carattere imperativo che ne impone l'adozione a tutte le società quotate, ovvero se esistano strumenti parimenti o maggiormente idonei allo scopo e tali da rendere desiderabile una evoluzione del dettato normativo nel senso di riconoscere ai singoli emittenti una maggiore flessibilità statutaria.

Prima di poter azzardare una risposta a quest'ultimo interrogativo, occorre tuttavia analizzare le ragioni che hanno portato in tempi recenti al verificarsi di

situazioni di “fallimento” del voto di lista causate da quelle che vengono ormai diffusamente definite come ipotesi di inversione della maggioranza e della minoranza nelle assemblee chiamate ad eleggere i componenti degli organi sociali. Questi episodi, certamente non diffusi anche se in aumento, sono sintomatici dell’esistenza di una imperfezione dell’attuale sistema elettorale e rendono necessario interrogarsi, da un lato, sulla possibilità per le singole società di adottare, a livello statutario, accorgimenti che consentano di far fronte al verificarsi di episodi di questo tipo e, dall’altro, in una prospettiva *de iure condendo*, sulla desiderabilità di correttivi che potrebbero essere adottati a livello normativo per fronteggiare le mutate condizioni del mercato dei capitali ed attribuire al voto di lista una maggiore efficienza ed un più elevato grado di adattabilità alle caratteristiche delle diverse società.

### ***1. Amministratori di minoranza ed amministratori indipendenti***

Si è visto nel capitolo precedente come il modello del *monitoring board* che si è andato nel corso degli anni affermando tanto all’estero quanto in Italia sia caratterizzato per la presenza nell’organo gestorio di una massiccia percentuale di amministratori indipendenti e dalla necessaria previsione di comitati incaricati di svolgere specifiche funzioni, a loro volta composti in maggior parte o interamente da amministratori indipendenti. Non è questa la sede per un’analisi approfondita dei requisiti e delle caratteristiche degli amministratori indipendenti, temi sui quali peraltro la dottrina, non solo italiana, ha dato vita ad un ampio e proficuo dibattito<sup>127</sup>. Ciò che preme a questo punto della trattazione è richiamare il compito che viene affidato dal legislatore alla figura dell’amministratore indipendente nel sistema di *corporate governance* delle società quotate (anche) italiane, al fine di verificare se esso coincida con quello degli amministratori nominati dalla minoranza, cosa che renderebbe questi ultimi un difficilmente giustificabile

---

<sup>127</sup> Si vedano le indicazioni bibliografiche fornite nel capitolo precedente ed in particolare alla nt. 27.



doppione dei primi, ovvero se sussistano tra le due figure differenze funzionali tali da attribuire all'amministratore nominato dalla minoranza una posizione particolare all'interno del consiglio di amministrazione e, più in generale, nell'ambito del sistema di *governance* delle società quotate, che legittimi l'imposizione normativa, per tutte queste società, di un sistema elettorale incentrato sul voto di lista.

Una prima, intuitiva, indicazione della non coincidenza del ruolo riconosciuto alle due tipologie di amministratori viene dalla considerazione per cui il legislatore storico ha sentito la necessità di istituzionalizzare la figura dell'amministratore eletto dalla minoranza in un momento in cui il ruolo degli amministratori indipendenti era già conosciuto e consolidato<sup>128</sup>. All'epoca dell'entrata in vigore della Legge sulla tutela del risparmio, infatti, gli amministratori indipendenti erano già presenti nel 97% delle società quotate (241 società su un totale di 248) con un peso, in media, all'interno del consiglio di amministrazione pari al 42%<sup>129</sup>.

---

<sup>128</sup> C. MARCHETTI, *Composizione e nomina degli organi sociali: ovvero, la missione dei consigli di gestione e di sorveglianza*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2007, II, 315, definisce l'amministratore di minoranza una "variante «nobile» degli amministratori indipendenti". Da notare come nel testo si parli di istituzionalizzazione dell'amministratore di minoranza, posto che la "nascita" di questa figura è decisamente anteriore rispetto a quella dell'amministratore indipendente, tanto al livello di autonomia statutaria nelle società chiuse (come dimostrato dal già citato approfondito studio di G. SCALFI, *Clausole particolari per la nomina degli amministratori di società per azioni (art. 2368, comma 1, c.c.)*, in *Rivista delle società*, 1971, I, 41 ss., risalente appunto ai primi anni settanta), quanto a livello normativo, dove, come si è potuto notare nel capitolo precedente, la figura è stata introdotta (ma solo nel limitato ambito delle società privatizzate) con il d.l. 31 maggio 1994, n. 332, convertito in legge 30 luglio 1994, n. 474. E' tuttavia evidente che l'istituto dell'amministratore di minoranza abbia ottenuto la sua consacrazione normativa solo con la Legge sulla tutela del risparmio, che ne ha ampliato notevolmente il campo di applicazione.

<sup>129</sup> I dati sono tratti dall'edizione 2006 dell'*Analisi dello stato di attuazione del codice di autodisciplina delle società quotate* ad opera del Comitato *Corporate Governance*, reperibile sul sito <http://www.assonime.it/sezioni/corporate/Pagine/Corporate-governance.aspx>.

Peraltro, è interessante notare come il peso degli amministrazioni indipendenti all'interno del c.d.a. si sia mantenuto tendenzialmente stabile nel corso degli anni, se è vero che, con riferimento al 2017, il *Report on corporate governance of Italian listed companies* a cura della CONSOB (presentato al convegno su "La corporate governance delle società italiane", tenutosi a Milano il 12 febbraio 2018, e pubblicato sul sito della Commissione) certifica che "on average, almost 5 directors, accounting for 47.6% of boards, are independent by Corporate Governance Code and/or by Consolidated Law on Finance - Tuf"; diversamente, nel corso degli anni è sistematicamente cresciuto l'interesse

Conferma di ciò si ricava anche dalla relazione di accompagnamento alla Legge sulla tutela del risparmio, nella quale, dopo aver evidenziato come “anche l’adesione volontaria delle imprese quotate alle migliori prassi internazionali dei codici di disciplina, se non è sorretta da un’adeguata trasparenza della catena informativa societaria, da puntuali obblighi giuridici di pubblicità e da conseguenti poteri sanzionatori dell’autorità di vigilanza, possa addirittura ingigantire le asimmetrie informative del mercato”, si prende esplicitamente atto di come “l’esistenza di un articolato sistema di controlli interni, fondati sulla presenza maggioritaria di amministratori indipendenti, come previsto in esistenti codici di autodisciplina, non è parsa sufficiente a garantire la dialettica societaria indispensabile al buon andamento dell’impresa”<sup>130</sup>.

D’altronde lo stesso dettato normativo è chiaro nel distinguere le due tipologie di amministratori. Se, infatti, il comma 3 dell’art. 147-ter del Testo Unico della Finanza pone l’obbligo di dare accesso all’organo amministrativo ad almeno uno dei candidati indicati dalla lista di minoranza che abbia ottenuto il maggior numero di voti, il successivo comma 4, stabilendo che “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”, è estremamente esplicito nell’indicare che la nomina di un numero minimo di amministratori indipendenti viene prevista “in aggiunta a quanto disposto dal comma 3”. La formulazione della norma consente agevolmente di concludere che, da un lato, l’amministratore tratto dalla lista di minoranza non debba necessariamente essere qualificabile come indipendente, pur potendo in concreto

---

mostrato dagli investitori istituzionali nei riguardi della figura dell’amministratore (e del sindaco) di minoranza ed al contempo il successo riscosso in assemblea dalle relative liste, come dimostrato dal fatto che, mentre nel 2015 i componenti del Comitato dei gestori hanno depositato 39 liste per l’elezione o la cooptazione dei candidati di minoranza in 30 società quotate, per un totale di 53 candidati risultati eletti, solo tre anni dopo, nel 2018, le liste depositate sono state ben 77 per 91 candidati eletti (i dati sono tratti dal riassunto della stagione assembleare pubblicato dal Comitato dei gestori sul sito di Assogestioni).

<sup>130</sup> Entrambi i virgolettati sono tratti dal testo della Relazione delle commissioni permanenti VI (Finanze) e X (Attività produttive, commercio e turismo) presentata in data 18 febbraio 2005 e consultabile sul sito internet istituzionale della Camera dei Deputati.

possedere i requisiti di indipendenza richiesti dal TUF ovvero, se lo statuto lo prevede, quegli ulteriori requisiti previsti dal Codice di Autodisciplina delle società quotate, e, dall'altro, che l'amministratore di minoranza che possa essere qualificato indipendente ai sensi di legge non può fare numero ai fini del calcolo del numero di amministratori indipendenti richiesti dalla norma citata.

In pratica, nel valutare i candidati da inserire nella propria lista, i soci che verosimilmente verranno a costituire, all'esito del procedimento elettorale, il gruppo di minoranza, saranno liberi di selezionare quei profili che ritengono più adeguati a rappresentare all'interno dell'organo amministrativo le proprie particolari istanze, senza essere in alcun modo vincolati dalla necessità che questi soddisfino i requisiti di indipendenza stabiliti dalla legge<sup>131</sup>, dovendo tenere in considerazione esclusivamente eventuali previsioni statutarie ai sensi dell'art. 2382 c.c.<sup>132</sup>. Peraltro, una ulteriore limitazione deriva dalla necessità di evitare, affinché un determinato candidato possa effettivamente considerarsi espressione della

---

<sup>131</sup> Sul punto, tra i tanti contributi, cfr. in particolare G. FERRARINI, P. GIUDICI, *op. cit.*, 589, per i quali “[i]l nuovo art. 147-ter, comma 4, prende atto della non necessaria coincidenza tra amministratori di minoranza e amministratori indipendenti”.

<sup>132</sup> Con ciò tuttavia si finisce, nei fatti, per garantire comunque una certa indipendenza (da intendersi qui in senso generale e non nel significato tecnico del termine per come stabilito dal legislatore) degli amministratori di nomina minoritaria. In questo senso v. L.A. BEBCHUK, J. FRIED, *Pay without Performance. The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Cambridge - London, 2004, 207, i quali, dopo aver evidenziato come l'indipendenza degli amministratori non esecutivi risulti di fatto rafforzata qualora se ne aumenti la “dipendenza” dai soci (“*Making directors dependent on shareholders could counter some of the factors that incline directors to pursue their own interests or those of executives rather than serve shareholders*”), vista la situazione che caratterizza il mercato societario negli Stati Uniti, ove il controllo della società è normalmente nelle mani del *management*, concludono ritenendo auspicabile, al fine di realizzare una maggiore indipendenza dei consiglieri non esecutivi, l'adozione di strumenti che “leghino” i primi agli azionisti ed in particolare, considerata l'estrema frammentazione dell'azionariato in quel sistema, agli *institutional investors*. Il ragionamento sembra in una certa misura replicabile, con i necessari aggiustamenti, anche in mercati come quello italiano caratterizzati da una maggiore concentrazione dell'azionariato, ove il conflitto di interesse esiste (non tra amministratori e soci bensì) tra socio di controllo e soci di minoranza. Considerazioni analoghe si rinvencono ad esempio in G. FERRARINI, P. GIUDICI, *ibidem*, ove viene evidenziato che “specialmente quando una parte consistente dell'azionariato sia costituita da investitori istituzionali, che poi si attivino nelle elezioni degli amministratori, il voto di lista può assicurare una salutare «dipendenza» di alcuni amministratori dalle minoranze, tale da indurli a monitorare efficacemente i problemi di agenzia che affliggono il rapporto maggioranza-minoranza”.

minoranza dei soci, che lo stesso sia in qualsiasi modo riferibile al socio o al gruppo di soci di maggioranza; se così non fosse, infatti, risulterebbe probabilmente violata la prescrizione secondo cui l'amministratore di minoranza deve essere scelto da una lista che "non sia collegata in alcun modo, neppure indirettamente, con i soci che hanno presentato o votato la lista risultata prima per numero di voti".

Entro tali limiti, tuttavia, la libertà dei soci minoritari nella selezione delle candidature da presentare all'assemblea è massima. Chi presenta una lista (presumibilmente) "di minoranza" è quindi libero di indicare uno o più candidati che sono *lato sensu* espressione degli interessi della minoranza medesima<sup>133</sup>.

I differenti presupposti che portano a qualificare un certo candidato, una volta eletto, come amministratore di minoranza ovvero indipendente, non sono altro che la conseguenza della diversa funzione che il legislatore ha inteso riconoscere ed affidare alle due figure. Per definizione, all'amministratore indipendente devono essere infatti indifferenti gli interessi delle diverse anime di cui è composta la compagine sociale, di modo da realizzare una gestione nei limiti del possibile prudente e non esposta a rischi eccessivi. L'assenza di legami con la società ed i suoi azionisti garantisce (o quantomeno dovrebbe garantire) dunque ai consiglieri indipendenti quell'autonomia di giudizio (rispetto a chi indipendente non è) necessaria ai fini di un "attento e sereno esame della gestione alla luce delle regole del settore"<sup>134</sup>.

Per converso, dal fatto che gli amministratori nominati dalla minoranza non debbano necessariamente essere indipendenti è possibile desumere che la funzione

---

<sup>133</sup> Interessanti in quest'ottica le considerazioni di G. GALATERI DI GENOLA, *Il consiglio di amministrazione tra legge ed autodisciplina. Sei personaggi in cerca d'autore*, in *Atti dei seminari celebrativi per i 40 anni dall'istituzione delle Commissioni Nazionali per le Società e la Borsa*, a cura di G. Mollo, 2015, 12, ad avviso del quale, pur dovendosi riconoscere "che, in taluni casi, gli amministratori designati da soci di minoranza possano essere, di fatto, più liberi da condizionamenti rispetto quelli designati dal socio di maggioranza", non è tuttavia corretto "pensare che l'amministratore di minoranza sia tipologicamente connotato di una maggiore autonomia rispetto all'amministratore indipendente; è vero, anzi, il contrario: infatti nessun requisito di indipendenza è chiesto dalla legge agli amministratori tratti dalle liste di minoranza".

<sup>134</sup> M. PERASSI, *Consiglieri indipendenti e di minoranza*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2007, 347.

loro attribuita non trovi nel controllo dell'operato del *management* il suo dato caratterizzante ed esclusivo. La supervisione sull'attività svolta dal consiglio di amministrazione in generale e dalle sue componenti esecutive in particolare è solamente uno degli aspetti in cui si articola la funzione che il consigliere di minoranza è chiamato complessivamente a svolgere, la quale, in termini più ampi ed ancora generici, consiste nel rappresentare in consiglio le istanze e gli interessi della minoranza che lo ha eletto, di modo da consentire, attraverso lo svolgersi di un procedimento tipicamente dialettico, l'emersione di quell'unitario interesse sociale i cui caratteri si è tentato di delineare nel capitolo precedente.

Proprio alla luce di queste considerazioni, anche dal punto di vista dell'attività più propriamente di controllo, il ruolo dell'amministratore di minoranza dovrebbe presentare delle differenze rispetto a quello di quei consiglieri che siano qualificati come indipendenti<sup>135</sup>: mentre a questi ultimi sembra infatti richiesto l'esercizio di un'attività di vigilanza che abbia principalmente ad oggetto l'applicazione da parte del *management* dei principi di corretta gestione dell'impresa sociale<sup>136</sup> (con limiti verosimilmente assimilabili a quelli che la *business judgment rule* impone all'autorità giudiziaria), colui che è stato incaricato di rappresentare la minoranza (*rectius*, una certa minoranza) dei soci non pare potersi limitare a questo tipo di controllo, potendo e dovendo, invece, verificare dall'interno che l'operato dell'organo amministrativo non sia diretto a favorire

---

<sup>135</sup> Secondo C. MARCHETTI, *op. cit.*, 315, il principale elemento che vale a distinguere le due figure deve essere individuato nel fatto che gli amministratori di minoranza “rappresentano per solito una «variante» degli amministratori indipendenti *tout court*, caratterizzati dalla loro minore propensione, in quanto appunto espressione della minoranza, al rischio di «catture» da parte del gruppo di comando”.

<sup>136</sup> Sono peraltro note le difficoltà che ha incontrato - ed in certa misura ancora oggi incontra - la dottrina nell'individuare con precisione il compito degli indipendenti, che rischia di “appiattirsi” su quello dei non esecutivi, da una parte, e dell'organo di controllo, dall'altra: a tal proposito cfr., tra i tanti, F.A. GRASSINI, *C'è un ruolo per gli amministratori indipendenti?*, in *Mercato, Concorrenza, Regole*, 2004, 427 ss.; D. REGOLI, *Gli amministratori indipendenti*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum G.F. Campobasso*, 2, Torino, 2006, 385 ss.; R. RORDORE, *Gli amministratori indipendenti*, in *Giur. Comm.*, 2007, I, 143 ss.; G. OLIVIERI, *I controlli «interni» nelle società quotate dopo la legge sulla tutela del risparmio*, in *Giur. Comm.*, 2007, I, 409 ss.; M. PERASSI, *op. cit.*, 347.

l'estrazione di benefici privati del controllo che possano determinare il conseguimento di indebiti vantaggi da parte degli azionisti di riferimento, a discapito degli interessi della compagine sociale nel suo complesso<sup>137</sup>.

## ***2. Quando il voto di lista si inceppa: il paradosso del consiglio di amministrazione nominato dalla minoranza***

Chiarito il compito di cui sono investiti gli amministratori di minoranza - e per questa via la loro importanza nell'assicurare il coerente funzionamento di un sistema di *governance* in cui la risposta al conflitto di interessi esistente tra maggioranza e minoranza azionaria viene individuata, tra l'altro, nella funzione compositoria affidata al consiglio di amministrazione - si tratta ora di indagare se l'attuale sistema di nomina dei componenti degli organi sociali ed in particolar modo dell'organo gestorio, imperniato sull'istituto del voto di lista come sviluppatosi a seguito della lenta evoluzione descritta nel primo capitolo, sia effettivamente in grado di svolgere il compito affidatogli dal legislatore, garantendo una equilibrata rappresentazione in seno agli organi sociali delle istanze riferibili alle diverse anime di cui la compagine sociale si compone.

Prima di procedere oltre nell'analisi si rende tuttavia necessario volgere l'attenzione su alcune vicende assembleari verificatesi in tempi recenti e nelle quali il meccanismo di nomina basato sul voto di lista ha mostrato tutti i propri limiti,

---

<sup>137</sup> Specialmente nel periodo immediatamente successivo all'introduzione della Legge sulla tutela del risparmio non pochi sono stati gli autori che hanno espresso critiche, anche aspre, nei confronti della figura dell'amministratore di minoranza: cfr. F. BONELLI, *Ecco perché non può funzionare l'amministratore di minoranza*, in *Milano Finanza*, 13 aprile 2005, 13; M. BELCREDI, S. MICOSI, *Una poltrona per la minoranza*, sul sito *lavoce.info*, 11 aprile 2005; G. FERRARINI, P. GIUDICI, *op. cit.*, 585 ss.; AA.VV., *La nuova legge sulla tutela del risparmio*, Milano, 2007, 19 ss.. Si tratta di perplessità non condivise da una parte consistente della dottrina e che nel corso del tempo sembrano essere state superate, anche se in tempi recenti sono state avanzate ulteriori critiche in relazione alla presenza di amministratori di minoranza nell'organo di supervisione strategica delle banche da M. CERA, *Il buon governo delle banche tra autonomia privata e vigilanze pubbliche*, in *Riv. soc.*, 2015, 947 ss..

dando origine ad un fenomeno in precedenza sconosciuto (almeno dalla dottrina) consistente nella inversione della maggioranza con la minoranza o, per usare un'efficace espressione di sintesi diffusasi tra gli studiosi che se ne sono occupati, il fenomeno delle "maggiominoranze"<sup>138</sup>.

Come già in precedenza si è avuto modo di accennare, queste espressioni, pur avendo una notevole capacità descrittiva, sono in realtà tecnicamente imprecise, posto che maggioranza e minoranza sono realtà dinamiche che non preesistono all'assemblea ma sono il risultato del concreto esercizio in essa del diritto di voto da parte dei soci, ragione per la quale sarebbe a rigore più corretto parlare di fattispecie in cui la maggioranza formatasi in assemblea esprime solamente una componente minoritaria dell'organo da nominare, mentre dalla lista risultata seconda per numero di voti viene tratta la maggioranza degli componenti dell'organo amministrativo<sup>139</sup>.

Svolta questa doverosa premessa terminologica, è possibile rilevare come, a partire soprattutto dal 2014<sup>140</sup>, le cronache finanziarie raccontino di un numero

---

<sup>138</sup> M. STELLA RICHTER *Jr.*, *Il quadro legislativo italiano in materia di nomina ed elezione del consiglio: un modello o un'anomalia?*, Relazione al seminario Assonime-OECD dal titolo "Nomina ed elezione dei CdA in Italia: nuovi trend e prospettive future", tenutosi a Milano il 13 luglio 2016 ed i cui atti sono pubblicati in Assonime, Note e studi, 11/2016, 6 ss., parla di "problema delle maggioranze che diventano minoranze e delle minoranze che non vogliono (e solo in limitati casi non possono) «crescere»" (corsivi dell'autore).

<sup>139</sup> Il punto è correttamente evidenziato da M. STELLA RICHTER *Jr.*, *Il quadro legislativo italiano in materia di nomina ed elezione del consiglio*, cit., 7. Nello stesso senso v. 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 *Quaderni giuridici CONSOB*, 1/2012, 9, che precisano che "maggioranza e minoranze (...) devono sempre essere qualificate come tali in relazione alle singole delibere cui si fa riferimento e che, quindi, non necessariamente corrispondono a quelle che nella vita della società si sono rivelate essere nel tempo le maggioranze e le minoranze «consolidate»".

<sup>140</sup> A quanto risulta, la prima volta in cui si è verificata una fattispecie di inversione di maggioranza e minoranza nel contesto dell'elezione dell'organo gestorio è stata l'assemblea dei soci di Telecom Italia S.p.A. svoltasi nell'aprile del 2014 (in realtà preceduta da una analoga fattispecie verificatasi durante un'assemblea dei soci di Azimut S.p.A., con riferimento tuttavia all'elezione del collegio sindacale), in cui la lista presentata dall'allora socio di maggioranza Telco S.p.A. si è fermata al 45,50% delle preferenze, la lista presentata dal socio di minoranza Findim ha ottenuto il 3,49% dei voti, mentre la lista presentata dagli investitori istituzionali è risultata quella vincente con il 50,28%

(certamente non allarmante ma comunque significativo e tendenzialmente crescente) di assemblee in cui la lista presentata dal socio che fino ad allora aveva sempre - più o meno agevolmente - esercitato la maggioranza dei voti ha dovuto cedere il passo alla lista presentata da soci che sono stati capaci di convogliare sui loro candidati un consenso tale da determinarne la vittoria. Se questi eventi non risultano in sé e per sé sorprendenti, considerata la fisiologica variabilità degli equilibri di potere all'interno della compagine azionaria, ciò non di meno essi hanno

---

dei voti. Le ragioni per cui il fenomeno è emerso solo in tempi relativamente recenti sono principalmente da individuare nell'incremento dell'attivismo degli investitori istituzionali e nella introduzione anche nel nostro ordinamento dell'istituto della *record date*. Quanto al primo aspetto, dal più recente *Report on corporate governance of Italian listed companies* curato della Consob emerge che, mentre il peso degli investitori istituzionali italiani resta pari a circa l'1% del capitale “[n]el 2017, la presenza degli investitori istituzionali ha raggiunto il valore medio del 19,4% del capitale, dato più elevato nel periodo considerato che riflette la continua crescita nella partecipazione degli investitori istituzionali esteri (dal 10,4% al 18,3% del capitale sociale)”. Quanto alla *record date*, introdotta nel nostro ordinamento per effetto del d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27, in attuazione della direttiva comunitaria 2007/36/CE (*Shareholders' Right Directive*), secondo M. NOTARI, *Diritti di voce degli azionisti e tutela delle minoranze*, cit., 256, la partecipazione in assemblea è addirittura raddoppiata grazie ad essa. Considerazioni analoghe sono state espresse dalla CONSOB nella Comunicazione n. 0106341 del 13 settembre 2017, ove si legge che “negli ultimi anni la partecipazione alle assemblee delle società quotate, ed in particolare di quelle a medio-alta capitalizzazione, è molto aumentata soprattutto a partire dal 2011, primo anno d'introduzione del meccanismo della c.d. *record date*”. Sul tema dell'attivismo degli investitori istituzionali cfr. A. GUACCERO, *L'attivismo azionario: verso una riscoperta del ruolo dell'assemblea (?)*, in *Riv. soc.*, 2016, I, 409 ss.; AA. VV., *Governo delle società quotate ed attivismo degli investitori istituzionali*, a cura di M. Maugeri, Milano, 2015.

Rinviene nelle cause sopra individuate le ragioni alla base del fenomeno delle maggiominoranze anche N. CIOCCA, *Il voto di lista nella società per azioni*, cit., 219, per la quale in particolare “la crescente presenza di fondi di investimento, nazionali e internazionali, in termini di partecipazione al capitale e all'assemblea fa sì che il socio gestore che non è in posizione di controllo indiscussa rischi di arrivare secondo, magari per una manciata di voti”; nello stesso senso v. anche M. BIANCHI, *L'attivismo degli investitori istituzionali nel governo delle società quotate: una analisi empirica*, in *Governo delle società quotate ed attivismo degli investitori istituzionali*, a cura di M. Maugeri, Milano, 2016, 5 ss.; M. BELCREDI, L. CAPRIO, *Amministratori indipendenti ed amministratori di minoranza: stato dell'arte e proposte evolutive*, in *Atti dei seminari celebrativi per i 40 anni dall'istituzione della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa*, a cura di G. Mollo, Quaderno giuridico della Consob n. 9, Roma, 2015, 24 ss.; M. STELLA RICHTER Jr., *Il quadro legislativo italiano in materia di nomina ed elezione del consiglio: un modello o un'anomalia?*, cit., 6; ID, *Appunti sulla evoluzione della disciplina della amministrazione delle società quotate e sulle sue prospettive di riforma*, cit., 74, nt. 13.



determinato una sorta di cortocircuito del sistema elettorale dovuto al fatto che nella lista maggiormente votata non era stato indicato un numero di candidati sufficiente a “coprire” tutti i posti ad essa riservati dalla legge (o dallo statuto, in caso di deroga in aumento rispetto al regime legale che garantisce la possibilità di nominare un minimo di un solo amministratore di minoranza).

Se a prima vista la scelta di presentare una lista “corta” potrebbe apparire priva di senso, in realtà essa è il frutto di una scelta ponderata: liste di questo tipo vengono infatti generalmente presentate da investitori istituzionali, ossia da soggetti la cui *mission*, al di là dell’esistenza o meno di un vero e proprio divieto legale in tal senso, non consiste nella gestione delle società in cui investono bensì nella gestione dei patrimoni loro affidati attraverso la scelta dei soggetti su cui investire<sup>141</sup>. Per quanto qui interessa ci si può limitare a ricordare, a titolo di esempio e senza pretesa di essere esaustivi, che il regolamento di Banca d’Italia sulla gestione collettiva del risparmio stabilisce che una SGR non può detenere, attraverso l’insieme dei fondi comuni aperti o patrimoni di SICAV che essa gestisce, diritti di voto di una stessa società per un ammontare pari o superiore al 10% o al 20% (a seconda che la società partecipata dalla SGR sia o meno quotata), fermo in ogni caso il divieto di esercitare - anche attraverso la partecipazione a sindacati di voto - il controllo o l’influenza notevole sulla società emittente (V.3.17, 18); oppure che il d.lgs. 5 dicembre 2005, n. 252, fissa al 5% o al 10% (anche qui in dipendenza della quotazione o meno della società partecipata) il limite alla detenzione di partecipazioni con diritto di voto da parte dei fondi pensione, con esclusione anche in tal caso di forme di influenza dominante<sup>142</sup>. In ogni caso, al di là dell’esistenza

---

<sup>141</sup> La citata Comunicazione CONSOB n. 0106341 del 13 settembre 2017 ricorda come “SGR nonché altri investitori istituzionali italiani o esteri, per normativa di riferimento o per regolamenti interni, non possono fare investimenti volti all’acquisizione del controllo delle società partecipate e, pertanto, non presentano liste volte alla nomina della maggioranza degli amministratori ma solo c.d. «liste corte» ovvero volte all’elezione di una minoranza di amministratori. Inoltre, solo la presentazione di liste di minoranza rassicura tali investitori in merito al rischio di vedere accertata un’azione di concerto, con il conseguente obbligo di OPA”.

<sup>142</sup> Per approfondimenti cfr. R. COSTI, *Risparmio gestito e governo societario*, in *Giur. comm.*, 1998, I, 313 ss..

di alcuni limiti di fonte legale, la volontà degli investitori istituzionali generalmente intesi di non assumere -vista la loro qualità di *money manager* e non di *company manager* - un ruolo di controllo delle società nelle quali scelgono di investire è chiaramente espressa dall'impegno assunto dal Comitato per la *corporate governance* di Assogestioni al punto 5.1 dei *Principi e regole per la scelta dei candidati alle cariche sociali*<sup>143</sup> affinché siano presentate “liste per l'elezione degli organi sociali delle società quotate al solo fine di eleggere alcuni rappresentanti «di minoranza» nei suddetti organi.” A tal fine viene ulteriormente precisato che le liste presentate da Assogestioni devono essere composte “da un numero di candidati inferiore alla metà di quello dei componenti da eleggere, salvo quando ciò non sia possibile in base alle previsioni dello statuto dell'emittente”.

In un contesto come quello descritto, il raggiungimento della maggioranza da parte della lista presentata dagli investitori istituzionali crea inevitabilmente una situazione in cui la maggioranza espressa dall'assemblea dei soci non propone un numero di candidati sufficiente a garantire la completa formazione del consiglio di amministrazione mentre dalla lista seconda classificata vengono tratti gli amministratori di minoranza nel numero prescritto dalla legge o dallo statuto<sup>144</sup>.

Si verifica dunque una situazione di stallo in quanto, a seguito della votazione delle liste, non risultano eletti abbastanza candidati per costituire il consiglio di amministrazione.

Analizzando i verbali e gli statuti di alcune di quelle società la cui assemblea si è trovata a dover prendere atto dell'avvenuta soccombenza della lista presentata dal (presunto) socio di maggioranza e della vittoria di una lista “corta”, si può

---

<sup>143</sup> Documento consultabile all'indirizzo internet <http://www.assogestioni.it/index.cfm/3,143,8042/principi-cg.pdf>.

<sup>144</sup> La situazione è stata evidenziata anche dall'allora presidente della CONSOB Giuseppe Vegas che, nell'incontro annuale con il mercato finanziario del 9 maggio 2016 (il cui testo è disponibile all'indirizzo [http://www.consob.it/documents/11973/28922/discorso\\_mercato\\_2016/c18bbad4-e574-4ee1-89ed-374365f6c0c7](http://www.consob.it/documents/11973/28922/discorso_mercato_2016/c18bbad4-e574-4ee1-89ed-374365f6c0c7)) ha sottolineato come nelle “assemblee di alcune grandi società quotate” gli investitori istituzionali, pur avendo ottenuto con la lista da loro presentata la maggioranza dei voti in assemblea, “abbiano preferito lasciare la gestione societaria agli azionisti di riferimento”, decidendo quindi di “restare alla finestra”.

constatare come le strade seguite per uscire dall'*impasse* venutasi a creare siano state sostanzialmente due: (i) in alcuni casi, si è scelto di procedere con una nuova votazione su nominativi proposti direttamente in assemblea e sostanzialmente coincidenti con i candidati non eletti già indicati nella lista rivelatasi “a sorpresa” di minoranza<sup>145</sup>; (ii) in un'altra ipotesi, a copertura dei seggi rimasti vacanti a seguito della votazione sulle liste sono stati chiamati direttamente i candidati non eletti della lista risultata seconda<sup>146</sup>.

Le contromisure per queste inaspettate vicende assembleari, che hanno ricevuto una discreta attenzione anche da parte della stampa generalista<sup>147</sup>, sono

---

<sup>145</sup> E' quanto accaduto, ad esempio, nella già citata assemblea di Telecom Italia S.p.A. del 16 aprile 2014 durante la quale, una volta tratti dalla lista risultata più votata solamente tre dei tredici amministratori complessivamente da eleggere e dalla lista dell'allora socio di maggioranza giunta seconda ulteriori tre amministratori a copertura dei seggi riservati ai sensi dello statuto alla minoranza, restavano da nominare ancora sette componenti del consiglio di amministrazione. Come si legge nel verbale dell'assemblea e nella relazione sul governo societario e gli assetti proprietari dell'esercizio 2014 di Telecom Italia S.p.A. (entrambi i documenti sono pubblicati sul sito internet della società), redatta ed approvata dall'organo amministrativo della stessa società ai sensi dell'art. 123-*bis* del TUF, per i restanti seggi si è proceduto “a separata votazione, con le maggioranze di legge (maggioranza assoluta dei voti a favore), sulla base di un elenco presentato da Telco” (ossia il socio allora di maggioranza). Nello stesso modo si è svolta l'assemblea di UBI Banca S.p.A. del 2 aprile 2016 che ha visto vincitrice la lista “corta” presentata da alcuni investitori istituzionali e indicante solamente tre candidati (numero massimo di posti riservato alla minoranza dall'allora vigente statuto), rendendo necessario procedere con delibera a maggioranza (in questo caso però relativa) “per la nomina di quei consiglieri che non è stato possibile eleggere con il meccanismo del voto di lista”; a tal fine sono stati proposti all'assemblea i nominativi di “n. 9 candidati già inseriti nella Lista n. 1” che sono risultati eletti con il 99,23% dei voti espressi, maggioranza bulgara conseguente al volontario abbandono dell'assemblea da parte dei soci investitori istituzionali che avevano sostenuto la lista vincitrice e che, per i motivi sopra individuati, non volevano/potevano eleggere la maggioranza dell'organo amministrativo (tra virgolette si cita il verbale dell'assemblea pubblicato sul sito di UBI).

<sup>146</sup> Il riferimento è all'assemblea dei soci di UniCredit S.p.A. del 13 maggio 2015 in cui la lista presentata dai maggiori azionisti della banca è stata sconfitta dalla lista presentata da alcuni fondi, che ha ottenuto il 54,65% circa dei voti; nonostante ciò, l'esito della votazione ha determinato la nomina di un solo amministratore tratto dalla lista vincente e ben 16 consiglieri espressione della lista minoritaria.

<sup>147</sup> Una interessante ed insolita cronaca dei lavori dell'assemblea Unicredit è, ad esempio, quella di S. BOCCONI, *Unicredit e Intesa, la sfida dei fondi Nuove maggioranze in assemblea*, in *Corriere della sera*, 7 marzo 2016, ove si racconta che “Inedita era anche la situazione che si è presentata nell'ultimo rinnovo del consiglio di amministrazione di Unicredit, nell'assemblea del 13 maggio

state rinvenute dalle diverse società in alcune previsioni dei rispettivi statuti; ciò tuttavia non esime dal domandarsi, in primo luogo, se le clausole statutarie in oggetto siano effettivamente compatibili con la già citata previsione del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, che stabilisce che i componenti del consiglio di amministrazione “siano essere eletti sulla base di *liste* di candidati” (enfasi aggiunta), e, in secondo luogo, la percorribilità di dette strade nel caso in cui lo statuto della società dovesse invece essere muto sul punto.

In relazione al primo quesito, si potrebbe forse dubitare che una previsione statutaria che consenta, in caso di fallimento del voto di lista, la copertura dei seggi rimasti vacanti mediante nuova votazione su candidati proposti direttamente in assemblea, sia compatibile con il disposto dell’art. 147-*ter*, comma 1, TUF, nella misura in cui si discosta da un sistema, quello del voto di lista, inderogabilmente imposto dal nostro legislatore per le ragioni evidenziate nella prima parte del presente lavoro. In realtà esistono argomenti che consentono di concludere nel senso della assoluta validità di una clausola per cui “per la nomina degli amministratori, per qualsiasi ragione non nominati ai sensi del procedimento qui previsto<sup>148</sup>, l’Assemblea delibera con le maggioranze di legge, assicurando il rispetto dei requisiti di legge e Statuto in materia di composizione dell’organo collegiale”<sup>149</sup>.

---

2015. Era presente il 52% del capitale sociale e su quasi tutti i temi all’ordine del giorno ha votato a favore intorno il 96% di quello partecipante. Però, quando si è trattato di pronunciarsi sulla nomina degli amministratori, c’è stato un «ribaltone»: sulla lista dei fondi è confluito il 54%, mentre la lista numero uno, quella teoricamente di maggioranza, ha raccolto il 44%. Gli investitori istituzionali internazionali pesavano in quel caso circa per il 30% del capitale sociale e per il 60% di quello presente nell’assemblea. Il voto non si è poi tradotto in un cambio di maggioranza perché, visto che la banca riserva un posto alle minoranze, i fondi avevano presentato un solo candidato e, secondo statuto, il *board* è stato completato con i candidati della lista diventata di minoranza”. V. anche G. PONS, V. PULEDDA, *Banche, rivoluzione nei cda: i fondi vanno in maggioranza. Inizia l’era delle public company*, in *La Repubblica*, 11 aprile 2016.

<sup>148</sup> Ossia, il procedimento relativo al voto di lista come disciplinato nei precedenti articoli dello statuto sociale da cui è tratta la clausola qui riportata.

<sup>149</sup> La clausola qui riprodotta è tratta dallo statuto di Telecom Italia S.p.A. (art. 9.8) in vigore alla data dell’assemblea dei soci in cui si è verificata per la prima volta l’inversione di maggioranza e minoranza; le modifiche apportate allo statuto della società dall’assemblea straordinaria del 20

Innanzitutto, non sembra del tutto corretto sostenere che in queste ipotesi la nomina degli amministratori mancanti avvenga con disapplicazione del sistema del voto di lista: nelle ipotesi fino ad oggi verificatesi, infatti, la deliberazione adottata per integrare il consiglio di amministrazione non integralmente nominato a seguito della votazione sulle liste presentate all'assemblea ha comunque avuto ad oggetto candidati presentati pur sempre in blocco, non essendosi svolte autonome votazioni per ciascun singolo nominativo; peraltro si è sempre trattato di soggetti già facenti parte di una delle liste sottoposte all'assemblea secondo il procedimento previsto dall'art. 147-*ter* del TUF ed integrato dalle previsioni statutarie<sup>150</sup>. Con un certo grado di approssimazione può quindi sostenersi che, quanto meno nelle assemblee analizzate, la disciplina legale risulta essere stata almeno sostanzialmente rispettata, se è vero che i candidati presentati alla votazione integrativa facevano comunque parte di una lista già ritualmente presentata e depositata presso l'emittente entro il venticinquesimo giorno precedente la data dell'assemblea convocata per deliberare sulla nomina dei componenti del consiglio di amministrazione e messa 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.

---

maggio 2015, pur incidendo su alcuni aspetti del sistema elettorale della società (ed in particolare, riducendo da 4/5 a 2/3 il numero di seggi spettanti ai candidati della lista di maggioranza), non hanno modificato la previsione riportata, la quale pertanto risulta ancora in vigore nel momento in cui si scrive.

Clausole sostanzialmente identiche a quella qui riprodotta - salvo il riferimento, in alcune di esse, alla maggioranza relativa anziché a quella assoluta - possono essere rinvenute negli statuti di numerose altre società quotate, tra le quali, solo per citarne alcune, Pirelli&C S.p.A. (art. 10.12), UBI Banca S.p.A. (art. 37.14), Prysmian S.p.A. (art. 14), Enel S.p.A. (art. 14.3, lett. d) e Banco BPM S.p.A. (art. 20.5.2.).

<sup>150</sup> Dal verbale dell'assemblea di Telecom Italia S.p.A del 13 aprile 2014 emerge chiaramente come, a seguito dello stallo creatosi per effetto della prima votazione, i rappresentanti dei soci più rilevanti, dopo aver tentato - senza esito - una composizione dei rispettivi interessi (che sarebbe sfociata nella presentazione di una lista contenente alcuni dei candidati inizialmente proposti da uno dei soci di minoranza e per il resto nominativi tratti dalla lista già presentata dal socio di maggioranza relativa) abbiano sottoposto al giudizio dell'assemblea delle vere e proprie liste di candidati, sulle quali sono convogliati i voti dei soci presenti. Lo stesso è accaduto nelle altre assemblee esaminate.

Tuttavia, anche qualora così non fosse stato, o perché sottoposti al giudizio dell'assemblea singoli candidati non raggruppati in liste ovvero perché proposti nominativi non indicati in alcuna delle liste precedentemente presentate, non sembra comunque che il procedimento in esame avrebbe comportato una violazione della disciplina di legge. Ad una conclusione di questo tipo sembra inevitabile pervenire innanzitutto in considerazione del fatto che il ricorso ad una ulteriore votazione si rende necessario proprio a causa della previa applicazione del sistema del voto di lista imposto dal Testo Unico della Finanza; non si può quindi per definizione parlare di disapplicazione di norma imperativa. In secondo luogo, anche qualora non si condividesse tale osservazione, è innegabile che la funzione del meccanismo del voto di lista è essenzialmente quella di consentire (senza al contempo imporre) alla minoranza di accedere al consiglio di amministrazione, ragion per cui una clausola statutaria che, in caso di fallimento di tale sistema, consenta all'assemblea di coprire quelle posizioni che la maggioranza concretamente formatasi all'esito del voto non ha voluto esprimere, non può certo dirsi in contrasto con la *ratio* del sistema, semmai realizzando il risultato di una ancor più forte rappresentazione della minoranza in consiglio. In ultimo, porta a concludere per la validità di clausole analoghe a quelle qui in esame la considerazione di carattere sistematico per cui, se si negasse la possibilità di procedere ad una elezione integrativa "con le maggioranze di legge", l'assemblea si concluderebbe inevitabilmente senza l'elezione del nuovo organo di amministrazione, rendendo necessario la convocazione di un nuovo consesso con il medesimo ordine del giorno, senza peraltro alcuna certezza di giungere in tale sede ad un esito differente ed in grado di garantire la governabilità della società: il tutto con il rischio che, nei casi più estremi e probabilmente di scuola (trattandosi di società quotate ed in quanto tali di notevole importanza per il tessuto economico e sociale nazionale), l'incapacità dell'assemblea di esprimersi sul punto determini il verificarsi della causa di scioglimento di cui all'art. 2484, n. 3, c.c.<sup>151</sup>. Una

---

<sup>151</sup> La mancata assunzione di delibere essenziali per la vita della società, tra le quali rientrano senza dubbio rientrare quelle riguardanti la nomina degli amministratori e, più in generale, degli organi

comparazione tra l'interesse dei soci di minoranza alla nomina di almeno un amministratore - che comunque una clausola di questo tipo, come detto, non sacrifica in alcun modo - e quello generale alla sopravvivenza dell'impresa non può che portare a concludere nel senso della liceità di clausole che, in presenza (e subordinatamente al verificarsi) di una situazione patologica di fallimento del sistema di elezione degli organi sociali per mezzo del voto di lista, si distacchino in una certa misura dalla disciplina predisposta dal legislatore.

Venendo ora ad analizzare il secondo gruppo di clausole statutarie elaborate dalla prassi per fronteggiare l'eventuale emersione in sede assembleare di una maggiominoranza, ossia quelle previsioni in base alle quali i posti rimasti vacanti a causa dell'insufficienza numerica dei candidati espressi dalla lista più votata sono assegnati automaticamente ai candidati non eletti della lista arrivata seconda per numero di voti, si deve anzitutto sottolineare che queste previsioni finiscono per determinare, nella sostanza, una deroga al principio maggioritario. L'effetto di una clausola di questo tipo, infatti, è in pratica quello di trarre da una lista di minoranza la maggioranza dei membri dell'organo da eleggere e dalla lista che ha ottenuto il maggior numero di preferenze solamente la restante componente minoritaria; si tratta di un elemento che vale a distinguere dette clausole da quelle del tipo sopra esaminato, le quali, al contrario, comportando la necessità di procedere ad una nuova votazione (che in concreto si svolge solo dopo che i sostenitori della lista

---

sociali, viene infatti ricondotta dalla dottrina e giurisprudenza assolutamente maggioritarie nell'ambito dell'ipotesi di impossibilità di funzionamento dell'assemblea che costituisce causa di scioglimento della società ai sensi della norma citata. Senza pretesa di completezza cfr. Cass., 24 ottobre 1996, n. 9267, in *Giust. civ.*, 1997, I, 1353, con nota di G. VIDIRI, *Scioglimento della società di capitali e decreto presidenziale di nomina dei liquidatori*; più recentemente v. inoltre Tribunale di Milano, 6 marzo 2014, in [giurisprudenzadelleimprese.it](http://giurisprudenzadelleimprese.it), e Tribunale di Napoli, 25 maggio 2011, in [ilcaso.it](http://ilcaso.it), per cui “costituisce causa di scioglimento di società di capitali l'impossibilità di funzionamento dell'assemblea ordinaria che, a causa del dissidio persistente ed insanabile insorto tra i soci ovvero del loro continuato disinteresse per le attività sociali, non è in grado di adottare le delibere essenziali per l'attività societaria quali la nomina degli amministratori o l'approvazione del bilancio” ed anche Tribunale di Prato, 12 gennaio 2010, in *Giur. comm.*, 2011, II, 974, con nota di F. RESTANO, *Impossibilità di funzionamento dell'assemblea e scioglimento della società: profili processuali*.

vincitrice hanno in gran parte abbandonato l'aula<sup>152</sup>), rimettono comunque almeno formalmente ad una maggioranza - benché non alla stessa maggioranza formatasi al momento della prima votazione - la nomina del maggior numero di componenti dell'organo amministrativo.

Nel valutare la legittimità o meno di clausole statutarie di questo tipo, occorre innanzitutto tenere conto del fatto che, anche in questo caso, si tratta di disposizioni il cui scopo non è quello di regolare, in via generale, il procedimento di elezione delle cariche sociali, bensì quello, ben più limitato, di predisporre un meccanismo statutario con consenta di reagire al verificarsi di casi eccezionali in cui la regola generale non è suscettibile di portare al risultato richiesto. Si può pertanto ed innanzitutto ritenere valido anche in questa seconda ipotesi l'argomento sistematico sopra svolto relativo alla necessità, cui tale tipologia di clausole risponde, di scongiurare il rischio di scioglimento della società per impossibilità di funzionamento dell'assemblea, finalità cui corrisponde senza dubbio un interesse meritevole di tutela secondo l'ordinamento giuridico.

In secondo luogo, è forse possibile revocare in dubbio la considerazione sopra espressa secondo cui per effetto di tali disposizioni statutarie si rimetterebbe

---

<sup>152</sup> Anche da questo punto di vista, il verbale dell'assemblea Telecom più volte citato fornisce un interessantissimo spaccato dello svolgimento pratico dei lavori assembleari: in esso viene infatti riportato l'operato del rappresentante degli investitori istituzionali la cui lista ha vinto la prima elezione, il quale dichiara che "avendo già espresso il proprio voto secondo le relative istruzioni, intende lasciare l'Assemblea, non partecipando alla specifica votazione, non avendo istruzioni di voto a riguardo".

Ancora più indicativo degli interessi di cui sono portatrici le varie anime della compagine sociale è l'intervento di un altro rappresentante di un socio di minoranza che, dopo essersi appellato "al senso di responsabilità del socio di maggioranza affinché consideri il punto di vista del mercato e assicuri una rappresentanza più ampia nel Consiglio di Amministrazione" ed aver proposto "quindi la presentazione di una lista congiunta che includa anche i primi due nomi della lista presentata" dal socio di minoranza, di modo che il socio di maggioranza relativa, "come è corretto accada (...) esprim[a] la maggioranza degli Amministratori, ma al contempo consent[a] una rappresentanza più ampia dell'azionariato, nello spirito appunto della *public company* (...) [a]nticipa, in caso di adesione" del socio di maggioranza "a tale proposta, il [proprio] voto favorevole (...) su tale lista congiunta (...)", mentre "in caso contrario, (...), come preannunciato dagli Investitori Istituzionali, uscirà dalla sala al momento della votazione".



la nomina della maggioranza del consiglio ad una minoranza dei soci: la pregressa conoscenza da parte dei soci chiamati ad eleggere l'organo di governo della società dell'esistenza (nello statuto della società) di una regola elettorale per cui “nel caso in cui la lista di maggioranza non presenti un numero di candidati sufficiente ad assicurare il raggiungimento del numero dei consiglieri da eleggere secondo il meccanismo” del voto di lista “risulteranno eletti tutti i candidati della lista di maggioranza e i restanti consiglieri saranno tratti dalla lista che ha ottenuto il maggior numero di voti fra le liste di minoranza, secondo l'ordine progressivo con il quale sono elencati nella lista stessa”<sup>153</sup>, consente forse di ritenere che, nel momento in cui una lista che non indica un numero di candidati tale da coprire tutti i posti riservati alla lista di maggioranza risulta la più votata, i soci che hanno supportato tale lista abbiano al contempo implicitamente espresso la volontà di eleggere, per i posti vacanti, i candidati della lista giunta seconda per numero di consensi. In altri termini, la presentazione di una lista incompleta potrebbe essere interpretata come preventiva accettazione del risultato elettorale derivante dall'applicazione della clausola statutaria in esame. Oppure, da un altro angolo visuale e con un'interpretazione per così dire “sanante”, si potrebbe sostenere che nel comporre la lista con un numero di candidati inferiore a quello dei posti riservati alla maggioranza, i soci proponenti abbiano voluto in realtà rinviare, con una sorta di *relatio*, ai candidati della lista completa giunta seconda.

Ad ulteriore sostegno della tesi qui formulata si può ancora notare che, nel momento in cui un determinato soggetto decide di acquistare le azioni di una società, egli si trova nella condizione di conoscere le norme non solo legali ma anche statutarie da cui essa è disciplinata (e che in particolare gli investitori

---

<sup>153</sup> La clausola riportata è quella contenuta nell'art. 20.10, lett. b), dello statuto di UniCredit S.p.A. in vigore alla data del 13 maggio 2015, ossia il giorno in cui si è svolta l'assemblea dei soci che ha visto prevalere la lista “corta” presentata da investitori istituzionali diversi dai soci titolari delle partecipazioni più rilevanti nel capitale della banca; solamente per l'ipotesi in cui neppure attraverso tale sistema l'assemblea riesca ad esprimere un numero sufficiente di amministratori, è previsto (art. 20.10. lett. d) che si proceda con delibera assunta dall'Assemblea a maggioranza relativa. Nonostante alcune successive modifiche apportate alla disciplina statutaria del voto di lista, le clausole citate sono tutt'ora previste dal vigente statuto sociale (aggiornato, al momento in cui si scrive, al 2 maggio 2018).

istituzionali mostrano di tenere in grande considerazione nell'orientare le proprie scelte di investimento) e pertanto, con l'acquisto della partecipazione il nuovo socio accetta implicitamente anche la possibilità che, all'esito di una vicenda assembleare del tipo di quelle sin qui descritte, il governo della società venga affidato ad amministratori che non costituiscono espressione della maggioranza formatasi in assemblea.

Più delicata appare, invece, la posizione di colui che sia già socio nel momento in cui una clausola come quella in oggetto dovesse fare il suo ingresso nello statuto per effetto di una delibera dell'assemblea straordinaria alla cui approvazione egli non abbia concorso. La possibilità di garantire un certo grado di tutela a chi si trovi in questa posizione dipende in definitiva dal riconoscimento o meno, in capo ai soci che risultino, in relazione alla delibera modificativa dello statuto, assenti, dissenzienti o astenuti, il diritto di recesso ai sensi dell'art. 2437, comma 1, lett. g), c.c.; solo qualora si ritenga di risolvere il dubbio nel senso della spettanza di tale diritto, sarà possibile considerare il mancato esercizio di detta facoltà da parte del socio come tacita ed indiretta accettazione delle nuove regole del gioco<sup>154</sup>.

---

<sup>154</sup> Il punto è allo stato attuale incerto (tanto che M. STELLA RICHTER *Jr.*, *Appunti sulla evoluzione della disciplina della amministrazione delle società quotate e sulle sue prospettive di riforma*, cit., 55, nt. 15, suggerisce un intervento del legislatore volto, tra l'altro, a prevedere espressamente che "la modificazione statutaria" della disciplina del voto di lista costituisca "presupposto del diritto di recesso"). In dottrina, a fronte di chi ritiene possibile prospettare una interpretazione estensiva del dato normativo (cfr. C. ANGELICI, in C. ANGELICI, M. LIBERTINI, *Un dialogo su voto plurimo e diritto di recesso*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 2015, I, 5, secondo cui l'art. 2437, comma 1, lett. g), c.c., andrebbe considerato alla stregua di una "disposizione che riguarda (non tanto l'attribuzione, quanto) la disciplina dell'esercizio dei diritti di voto (per esempio, l'ipotesi dell'introduzione o dell'eliminazione del voto di lista.)", altri autori ritengono che "le vicende statutarie del voto di lista invece non toccano i diritti di voto" e pertanto "le modificazioni statutarie relative al voto di lista per introdurlo, sopprimerlo, modificarlo possono dunque attivare solo i rimedi dell'impugnazione della deliberazione assembleare, semmai per abuso della maggioranza che l'abbia votata" (in questo senso N. CIOCCA, *op. cit.*, 346). Ondivaga la giurisprudenza di merito: infatti, mentre Tribunale di Milano, 31 luglio 2015, in *Giur. comm.*, 2015, II, 169 ss., con nota di M. VENTORUZZO, *Ancora sulle modifiche dei diritti di voto e partecipazione dei soci e diritto di recesso*, ha deciso che l'eliminazione del voto di lista dallo statuto di una società per azioni (evidentemente non quotata) permette al socio non consenziente di recedere ai sensi della

La debolezza di alcuni degli argomenti portati a sostegno della ricostruzione sopra accolta rende comunque opportuno verificare se il principio maggioritario, ossia quel meccanismo per cui in una decisione collettiva a prevalere è la volontà espressa dai più, sia suscettibile di deroga da parte dello statuto ed eventualmente in che misura. Il tema è senza dubbio troppo complesso per potere essere svolto in maniera esaustiva in questa sede<sup>155</sup>. E' tuttavia possibile rilevare come, perlomeno nel sistema delle società di capitali, il principio maggioritario si sia storicamente posto in stretta correlazione con la necessità di riconoscere a quelli tra i soci che, partecipando in misura superiore rispetto ad altri al capitale, si fanno al contempo carico di un rischio economico maggiore, un più penetrante potere di incidere su quelle decisioni che possono contribuire a determinare il successo o il fallimento dell'impresa (si parla a tal proposito di "principio capitalistico"<sup>156</sup>); per converso, la minoranza non può prevalere sulla maggioranza perché così facendo si consentirebbe a chi meno rischia di imporre la propria volontà a chi invece ha più da perdere.

Successivamente alla riforma del 2003, peraltro, si è assistito ad un graduale superamento dell'idea per cui potere e rischio devono necessariamente essere

---

norma in esame (in quanto sopprime "la facoltà (...) di concorrere alla nomina gestoria secondo uno schema estraneo alla regola di maggioranza e dunque di partecipare - più incisivamente rispetto alla regola base - ad una delle scelte organizzative vitali per l'ente"), viceversa in precedenza Tribunale di Roma, 30 aprile 2014, in *Giur. comm.*, 2015, I, 864 ss., con nota di G. FAUCEGLIA, *Recesso del socio ed "aggravio indiretto" dei diritti di voto*, aveva riconosciuto la legittimità dell'operato degli amministratori di una s.p.a. che non avevano reso noto ai soci, prima dello svolgimento dell'assemblea il valore di liquidazione delle azioni in occasione dell'assunzione di una delibera assembleare avente l'effetto di rendere più gravosi i requisiti richiesti dallo statuto per la presentazione delle liste, come invece richiesto ai sensi dell'art. 2347-ter c.c. per il caso in cui l'ordine del giorno contempri argomenti la cui approvazione determina l'insorgere del diritto di recesso.

<sup>155</sup> Per una trattazione approfondita dei temi e delle questioni connesse al principio maggioritario v. G. GRIPPO, *op. cit.*; E. RUFFINI, *Il principio maggioritario*, Milano, 1976; F. GALGANO, voce *Principio di maggioranza*, in *Enciclopedia del diritto*, XXXV, Milano, 1986, 547 ss..

<sup>156</sup> Per una più precisa definizione del criterio capitalistico cfr. recentemente M. LIBERTINI, in C. ANGELICI, M. LIBERTINI, *op. cit.*, 1 ss..

correlati<sup>157</sup>: in questo senso depongono (i) il riconoscimento di un'ampissima autonomia negoziale e statutaria nella creazione delle categorie di azioni e nella determinazione dei diritti ad esse attribuiti, ad opera dell'art. 2348 c.c., ai sensi del quale "la società, nei limiti imposti dalla legge, può liberamente determinare il contenuto delle azioni delle varie categorie", che ha spinto parte della dottrina, a sua volta sempre più orientata nel senso di riconoscere alla volontà dei soci notevoli spazi di manovra, a ritenere ammissibile la previsione di una categoria di azioni che attribuisca il diritto di nominare uno o più componenti dell'organo di amministrazione e/o di controllo<sup>158</sup>, (ii) l'espressa previsione della possibilità,

---

<sup>157</sup> Sottolinea N. CIOCCA, *op. cit.*, 251, che il graduale allontanamento da una applicazione rigorosa del principio capitalistico "è la risultante di progressive innovazioni normative e, prima ancora, del radicarsi di prassi e meccanismi contrattuali". La stessa tendenza si è ormai evidentemente affermata anche a livello comunitario. Si v. al riguardo innanzitutto il rapporto *Impact Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies* (SEC(2007) 1705) con cui la Commissione Europea ha, in pratica, assunto una posizione neutrale rispetto ai cc.dd. *CEMs* (*Control Enhancing Mechanisms*), rilevando la mancanza di evidenze fattuali tali da dimostrare la presunta inefficienza di strumenti che consentono di realizzare deviazioni dal principio di proporzionalità tra partecipazione al capitale e potere di voto, e successivamente il Libro verde relativo al *Long-term financing of the European economy* (COM(2013) 150 final) con cui, nel 2013, la stessa Commissione ha decisamente preso posizione in favore di quei meccanismi societari idonei ad assicurare ai soci di controllo stabile un potere rafforzato, così da creare, per gli investitori di lungo periodo, incentivi al mantenimento della partecipazione societaria sotto forma di dividendi maggiorati o poteri di voto più che proporzionali rispetto alla quota di capitale detenuta.

<sup>158</sup> Sul tema si è infatti registrata negli anni successivi alla riforma una inversione di tendenza a livello dottrinario, nel senso in particolare di un sempre più diffuso riconoscimento della legittimità delle clausole che riservano ad una o più categorie il diritto di nominare i componenti degli organi sociali. Si vedano, in particolare, N. ABRIANI, *Partecipazione azionaria, categorie di azioni e altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, IV, tomo I, *Le società per azioni*, Padova, 2010, 307 ss., che ha così mutato l'opinione precedentemente espressa in ID., *Commento all'art. 2351 c.c.*, in *Il nuovo diritto societario*, diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasco e P. Montalenti, Bologna, 2004, 324 ss.; U. TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate Governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Riv. soc.*, 2004, I, 1090; A. ANGELILLIS, M.L. VITALI, *Commento all'art. 2351 c.c.*, in *Azioni*, a cura di M. Notari, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008, 470; F. BONELLI, *Gli amministratori di S.p.a. a dieci anni dalla riforma del 2003*, Torino, 2014, 21 (il quale ricorda come "la riforma del 2003, avendo spezzato la tradizionale corrispondenza tra «proprietà» e «potere» (...), conferm[i], anche sotto questo profilo, la legittimità di sistemi di nomina degli amministratori che (...) consentano ai soci di slegare la nomina degli amministratori da una precisa proporzionalità con il valore dei conferimenti"); V. DONATIVI, *Strumenti di corporate governance nel rapporto tra fondi di private*

sancita dagli artt. 2346, comma 6, e 2351, comma 5, c.c., di attribuire con apposita disposizione statutaria il diritto di nominare componenti degli organi di amministrazione e controllo ad *altri strumenti finanziari* che partecipano al contratto sociale e, da ultimo, (iii) la recente previsione della possibilità di maggiorazione del voto tanto nelle società chiuse (azioni a voto plurimo *ex art.* 2351, comma 4, c.c.) quanto nelle società quotate (azioni a voto maggiorato ai sensi dell'art. 127-*quinquies* del TUF).

La facoltà riconosciuta all'autonomia statutaria di combinare in vario modo i citati strumenti tipici - tra loro ed eventualmente anche con altri strumenti quali, tra i tanti, il voto di lista - e la possibilità di prevedere “norme particolari” per la nomina delle cariche sociali, depone nel senso per cui il principio di correlazione tra potere e rischio è ormai venuto ad assumere carattere non più strettamente necessario bensì solamente tendenziale; esso costituisce senza dubbio la “regola che connota il regime *legale* della s.p.a. (...) e che trova applicazione in mancanza di diversa volontà dei soci”, ma “non si può (più) affermare che sia incompatibile col sistema della s.p.a. una modifica del regime legale che attribuisca - in forza di una regola statutaria, valevole anche per tutta la durata la società e nei confronti di qualsiasi socio presente e futuro - ad una parte del tutto minoritaria delle azioni il diritto di controllare la società mediante la nomina di tutti gli amministratori: la mera combinazione di azioni a voto plurimo e azioni senza voto, può infatti consentire a chi detiene più del 12,5 per cento del capitale sociale di nominare *tutti* i componenti del consiglio di amministrazione”<sup>159</sup>. Una lettura di questo tipo

---

equity e PMI, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 2008, I, 217, il quale tuttavia si domanda se “l'emissione di azioni con diritto prioritario di nomina sia libera o se debba invece reputarsi subordinata al consenso unanime dell'intero capitale sociale o quanto meno ad un'approvazione *ex art.* 2376 cc.”.

Anche la prassi e la dottrina notarile si sono espresse in tal senso. V., oltre alla massima n. 142 elaborata dalla Commissione società del Consiglio Notarile di Milano appresso citata, l'orientamento dell'OSSERVATORIO SUL DIRITTO SOCIETARIO DEL CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI RIUNITI DI FIRENZE, PISTOIA E PRATO, *Massima n. 15 - Categorie di azioni e nomina degli amministratori (15/2010)*, in *Orientamenti dell'Osservatorio sul diritto societario*, Assago, 2012, 45 ss..

<sup>159</sup> In questo senso si è espressa la COMMISSIONE SOCIETÀ DEL CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, nella motivazione della *Massima n. 142, Categorie di azioni e diritto di nomina di amministratori e*

sembra essersi ormai fatta strada anche a livello giurisprudenziale, considerato che in tempi recenti la Suprema Corte ha riconosciuto che il “rapporto potere-rischio, che si vuole indissolubile, sia stato ormai messo in crisi da una pluralità di istituti, tra i quali i detti strumenti finanziari partecipativi, i c.d. prestiti «a tutto rischio» o, più in generale, da tutte quelle fattispecie, in cui esistono soggetti non soci dotati di diritti amministrativi e capaci di interloquire sul governo societario, e soci che invece non partecipano al voto (sebbene gli artt. 2346 e 2351 cod. civ. esigano che i soci conservino la priorità nel potere di gestione della società). È vero che, nelle variegate fattispecie ricordate, potrebbe dirsi non sempre o non interamente escluso il rapporto potere-rischio: ma tali figure vengono qui richiamate perché indicative di uno sviluppo e di una linea di tendenza dell'ordinamento che non pare corretto ignorare quale canone generale ricostruttivo del sistema delle società di capitali nell'attuale momento storico e dei principi che le riguardano”<sup>160</sup>.

Con ciò non si intende sostenere che sarebbe legittima, in una società quotata, la previsione statutaria con cui venisse riconosciuta alla lista arrivata seconda la possibilità di esprimere una componente maggioritaria dell'organo da eleggere. Tuttavia, nel valutare la conformità a legge di una clausola che, a fronte di una situazione di stallo assembleare ed in via subordinata rispetto al meccanismo inderogabilmente previsto dal legislatore, consenta di completare il consiglio di amministrazione con l'elezione di membri tratta da una lista diversa da quella di

---

*sindaci (artt. 2348 comma 2, 2351 commi 2, 4 e 5 c.c.)*, 19 maggio 2015, in *Massime notarili in materia societaria*, Milano, 2018, 627 ss..

Parte autorevole della dottrina (in particolare, M. NOTARI, *La proporzionalità tra rischio e potere: un “canone fundamentalissimo” o una regola suppletiva?*, in *Osservatorio del diritto commerciale*, 2016, 383 ss., al quale si fa riferimento anche per una esaustiva panoramica delle diverse tesi sul punto) si spinge fino a ritenere che il criterio capitalistico svolga oggi una funzione di tipo meramente suppletivo, potendo l'autonomia statutaria liberamente articolare il rapporto tra rischio e potere all'interno della società, salvi i pochi limiti ancora previsti dalla legge. Più prudente invece M.S. SPOLIDORO, *Il voto plurimo: i sistemi europei*, in *Riv. soc.*, 2015, 162 ss., il quale, pur riconoscendo la natura ormai solo dispositiva della regola un'azione - un voto, che costituisce il nucleo centrale del principio capitalistico, evidenzia al contempo come l'autonomia privata non possa tutt'ora operare senza limiti.

<sup>160</sup> Cass., 4 luglio 2018, n. 17489, che ha analizzato i rapporti fra patto di opzione *put* e divieto della patto leonino *ex art. 2265 c.c.*.

maggioranza, non si può non tenere conto del fatto che ad un risultato simile si potrebbe probabilmente giungere mediante l'utilizzo combinato degli strumenti tipici offerti dal legislatore all'autonomia privata.

In forza degli argomenti sin qui esposti si ritiene di poter concludere nel senso della legittimità anche di quelle clausole statutarie che consentono di trarre automaticamente (*id est*, senza bisogno di procedere ad una ulteriore votazione) dalla lista di minoranza il numero di amministratori necessario a coprire i seggi rimasti (eventualmente) vacanti per effetto dell'applicazione del voto di lista, anche nel caso in cui così facendo il numero complessivo degli amministratori tratti dalla lista vincitrice risulti in concreto inferiore rispetto al quello dei candidati tratti dalla prima lista di minoranza.

Ad una conclusione di segno opposto si dovrebbe invece giungere nell'ipotesi in cui tale soluzione venisse adottata dall'assemblea senza il sostegno di una apposita previsione statutaria in tale senso. E' infatti intuitivo notare come gli argomenti a sostegno dell'interpretazione qui sostenuta si basano tutti sulla possibilità di ricavare da una clausola contenuta nello statuto sociale una sorta di consenso implicito dei soci che non hanno votato la lista da cui si trae la maggioranza dei consiglieri; al contrario, in assenza di una norma convenzionale che espressamente deroghi al regime legale, il presidente dell'assemblea che, dopo aver constatato la vittoria elettorale di una lista incompleta, proclami senz'altro che il nuovo consiglio di amministrazione risulterà composto per la maggior parte da candidati espressi dalla lista giunta seconda, determinerebbe l'assunzione di una delibera contraria alla legge e dunque annullabile ai sensi dell'art. 2377, comma 2, c.c..

Diversamente, nulla sembra impedire all'assemblea convocata per la nomina dei nuovi membri degli organi sociali di procedere mediante un'apposita nuova delibera adottata senza il rispetto della disciplina legale in tema di voto di lista alla copertura dei seggi rimasti vacanti all'esito della votazione sulle liste presentate dai soci anche nel caso in cui non sia dato rinvenire nello statuto alcuna previsione *ad hoc* che disciplini tale eventualità. Gli argomenti sviluppati a

sostegno della legittimità della relativa previsione statutaria paiono infatti replicabili anche in questa diversa ipotesi. Ad essi può inoltre aggiungersi la considerazione per cui dalla disciplina di diritto comune emerge come il legislatore abbia inteso favorire, in una materia di fondamentale importanza per la vita della società quale è la nomina degli organi sociali, la facilità deliberativa a discapito di ogni ulteriore possibile istanza; non a caso l'art. 2369 c.c., dopo aver indicato il *quorum* deliberativo e costitutivo delle assemblee che si riuniscono in seconda convocazione ed aver riconosciuto all'autonomia dei soci la facoltà di stabilire statutariamente maggioranze più elevate rispetto a quelle legali, precisa subito che tale innalzamento non è ammissibile “per l'approvazione del bilancio e per la nomina e la revoca delle cariche sociali”. La norma in questione esprime, infatti, un principio di chiusura volto a garantire che l'assemblea ordinaria in seconda convocazione possa in ogni caso procedere alla nomina di tutte le cariche sociali, anche nel caso estremo in cui all'assemblea partecipi una sola azione in grado di esercitare il diritto di voto.

A livello operativo si può inoltre notare come, nei casi in cui si è proceduto lungo la strada da ultimo analizzata, è stato possibile giungere - non senza qualche imbarazzo e con alcune difficoltà operative, vista l'inevitabile “sorpresa” che è stata causata dalle prime manifestazione del fenomeno delle maggiominoranze - ad un esito positivo ed alla nomina dell'intero consiglio di amministrazione in quanto gli investitori istituzionali, che per definizione operano nell'assemblea per il tramite di delegati che ricevono con largo anticipo rispetto allo svolgimento dell'assemblea le relative istruzioni di voto, hanno preferito abbandonare la riunione non trovandosi nella condizione di poter esprimere il proprio voto<sup>161</sup>.

---

<sup>161</sup> Chiariscono M. BELCREDI, L. CAPRIO, *Amministratori indipendenti ed amministratori di minoranza: stato dell'arte e proposte evolutive*, cit., 25, che “[i]n tali casi si crea un'asimmetria tra azionisti «forti» o «industriali», da un lato, e investitori istituzionali, dall'altro, poiché questi ultimi votano per delega con notevole anticipo rispetto alla data dell'assemblea e sono, di fatto, impossibilitati a conferire istruzioni *state-contingent* ai loro rappresentanti. Ne consegue che essi, solitamente, non partecipano a eventuali votazioni «suppletive»”.



Il *favor* del legislatore per soluzioni che garantiscano la governabilità della società porta dunque a ritenere che, in caso di fallimento del sistema legale basato sul voto di lista, pur in assenza di una espressa previsione statutaria in tal senso, torni ad applicarsi anche alle società quotate il regime legale di diritto comune previsto dalle norme codicistiche, con conseguente facoltà per l'assemblea dei soci di procedere alla nomina dei componenti mancanti degli organi sociali mediante votazione secondo le ordinarie maggioranze di legge e senza il necessario rispetto del procedimento prescritto dall'art. 147-*ter* del TUF<sup>162</sup>.

### ***3. Possibili interventi statutari per reagire all'incompleta formazione dell'organo di amministrazione a seguito dell'inversione assembleare di maggioranza e minoranza...***

Giunti a questo punto del discorso, dopo aver dato conto delle difficoltà che il voto di lista ha incontrato ed è destinato a continuare ad incontrare in quelle società (non solo aperte ma) con azionariato particolarmente frammentato, almeno rispetto alle caratteristiche tradizionali del mercato dei capitali italiano, sorge spontaneo domandarsi quali siano i margini di manovra che l'attuale sistema normativo concede all'autonomia negoziale nel delineare il funzionamento del sistema elettorale in concreto applicabile a ciascuna particolare realtà societaria. Infatti, prima di domandarsi se ed eventualmente quali modifiche dell'attuale disciplina di legge siano desiderabili al fine di realizzare al meglio gli obiettivi che il legislatore, attraverso la figura dell'amministratore di minoranza, ha inteso favorire, occorre verificare se, *rebus sic stantibus*, non sia possibile intervenire a livello statutario non solo per affrontare ma anche per prevenire il verificarsi di situazioni di stallo come quelle analizzate nel paragrafo precedente<sup>163</sup>.

<sup>162</sup> Concorde sul punto N. CHIOCCA, *op. cit.*, 356 ss..

<sup>163</sup> Esula dall'oggetto del presente lavoro un'analisi di tutti gli aspetti dell'attuale sistema elettore in relazione ai quali l'autonomia statutaria trova un più o meno ampio margine di manovra. Lo scopo di questo e del successivo paragrafo è infatti più limitatamente quello di verificare l'esistenza o

Preliminarmente, occorre rilevare come la disciplina che attualmente regola la nomina dell'organo gestorio sia caratterizzata da un notevole grado di rigidità<sup>164</sup>, diretta conseguenza della situazione di “emergenza” che, come descritto in apertura del presente lavoro, ha costituito la ragione storica alla base dell'introduzione del voto di lista in Italia. L'imposizione, con norma inderogabile, di questo particolare strumento come l'unico a disposizione delle società quotate per selezionare i componenti dell'organo amministrativo mal si concilia con quella che pare essere l'attuale tendenza all'apertura del mercato italiano agli investitori istituzionali stranieri, soprattutto per quanto riguarda le società a più elevato grado di capitalizzazione, alle quali tuttavia continuano ad affiancarsi società di dimensioni minori caratterizzate dall'esistenza di un socio di riferimento chiaramente individuabile. Un sistema dunque sempre più variegato, dove si trovano a convivere società tra loro molto diverse per composizione e diffusione dell'azionariato, dimensioni ed oggetto dell'impresa e così via, e nel quale, proprio per questo, il principio secondo cui “*one size fits all*” risulta sempre meno adatto a mettere a disposizione degli emittenti le soluzioni organizzative che maggiormente rispondono alle loro particolari e diverse esigenze<sup>165</sup>.

---

meno di correttivi statuari in grado di mitigare o eliminare le difficoltà sopra descritte derivanti dall'inversione assembleare dei rapporti tra maggioranza e minoranza. Per una più approfondita disamina di ulteriori ambiti di derogabilità statutaria del regime elettorale legale si rinvia quindi, tra i tanti, a L.A. BIANCHI, *Note in materia di deroghe statuarie ai requisiti per la presentazione ed il voto di lista per l'elezione di amministratori di società quotate*, in *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze*, P. Benazzo, M. Cera, S. Patriarca (diretto da), Milano, 2011, 597 ss..

<sup>164</sup> Secondo M. STELLA RICHTER JR., *Il quadro legislativo italiano in materia di nomina ed elezione del consiglio: modello o anomalia?*, cit., 4 ss., “la stratificazione dei plurimi interventi normativi ha finito per sacrificare e comprimere l'*autonomia statutaria*”: a conferma del fatto che “il nostro è attualmente un sistema decisamente rigido” l'autore richiama i qui analizzati casi di inversione di maggioranza e minoranza, evidenziando che il quadro normativo in cui oggi le società quotate di trovano ad operare “si è rilevato sempre più inadeguato di fronte ai cambiamenti in corso nella realtà degli emittenti quotati”.

<sup>165</sup> In questo senso ancora M. STELLA RICHTER JR., *Il quadro legislativo italiano in materia di nomina ed elezione del consiglio: modello o anomalia?*, cit., 5, per cui “dettare un regime vincolante particolarmente dettagliato per tutte le società quotate non ha senso: «una taglia non può andare bene per tutti gli emittenti», almeno in Italia”.

In questo contesto, le possibilità offerte all'autonomia negoziale per la predisposizione di meccanismi statutari che consentano di evitare (o di reagire ad) un esito elettorale tale per cui non risultino eletti candidati sufficienti a comporre per intero l'organo gestorio sono gioco forza limitate.

Oltre alle già analizzate soluzioni adottate dalla prassi, che prevedono, in un caso, il completamento del consiglio di amministrazione con candidati tratti dalla prima tra le liste di minoranza e, nell'altro, lo svolgimento di una nuova votazione con applicazione della disciplina di diritto comune, ci si chiede se esistano (ed eventualmente quali siano) ulteriori strade da poter percorrere per far fronte al descritto fenomeno di inversione della maggioranza con la minoranza.

Negli ultimi anni in dottrina si sono moltiplicate le proposte di riforma del sistema di rinnovo dei consigli di amministrazione proprio alla luce delle difficoltà che l'attuale procedimento ha mostrato nelle società di maggiori dimensioni; pur riconoscendosi la natura originale e l'impatto prevalentemente positivo dell'istituto del voto di lista sulla *governance* delle società quotate, viene al contempo sottolineata la necessità di un perfezionamento del sistema da realizzare per il tramite di un intervento del legislatore. Alcune di queste proposte verranno richiamate nei paragrafi successivi; quanto qui preme sottolineare è invece la minore attenzione che è stata riservata alla possibilità, dato l'attuale impianto normativo, di prevedere meccanismi statutari in grado di fronteggiare il verificarsi di ipotesi di maggiominoranze, consentendo in ogni caso non solo l'integrale formazione dell'organo gestorio ma anche una composizione dello stesso che rifletta quanto più possibile il risultato elettorale.

Pur non consentendo in nessuna ipotesi l'abbandono del voto di lista quale regola elettorale, l'articolo 147-ter del TUF lascia in effetti all'autonomia statutaria un certo margine di manovra.

Innanzitutto, nella misura in cui prevede che “*almeno uno* dei componenti del consiglio di amministrazione è espresso dalla lista di minoranza che abbia ottenuto il maggior numero di voti”, l'attuale normativa riconosce la piena legittimità di regole statutarie che vadano nella direzione di sistemi elettorali di tipo

proporzionale. E' quindi ipotizzabile una clausola che ponga in rapporto di proporzionalità diretta il numero di voti ottenuto dalla lista giunta seconda ed il numero di amministratori che da questa devono essere tratti<sup>166</sup>. Clausole di questo tipo, pur non rappresentando di per se stesse una soluzione ai problemi connessi all'inversione della maggioranza con la minoranza, avrebbero senza dubbio il pregio di consentire innanzitutto la formazione di un organo amministrativo la cui composizione meglio rifletta i rapporti di forza fra le diverse correnti sociali; in secondo luogo, sarebbero di stimolo alla presentazione di liste più corpose anche da parte degli investitori istituzionali i quali, pur senza indicare un numero di candidati tale da garantirgli la maggioranza dei seggi in caso di vittoria elettorale, potrebbero comunque esprimere un numero più consistente di consiglieri, con la conseguenza che, in caso la loro lista "corta" dovesse risultare la più votata, il numero di posti che rimarrebbero da assegnare sarebbe minore rispetto a quanto fino ad oggi avvenuto nella stragrande maggioranza delle ipotesi in cui in assemblea si è verificato un rovesciamento dei rapporti di forza tra il (presunto) socio di controllo ed il mercato<sup>167</sup>.

Non sembra doversi ritenere in contrasto con il dato normativo neppure l'eventuale clausola statutaria che ripartisca i seggi del consiglio, sempre con criterio proporzionale, riconoscendo anche ad una eventuale terza lista la nomina di almeno un amministratore, con la precisazione che in questo caso sembra

---

<sup>166</sup> La norma dello statuto che disciplina l'elezione di un organo amministrativo che, per ipotesi, sia composto da dieci membri potrebbe ad esempio stabilire che "dalla lista di minoranza che abbia ottenuto il maggior numero di voto e che non sia collegata in alcun modo, neppure indirettamente, con i soci che hanno presentato o votato la lista risultata prima per numero di voti, viene tratto: (i) un solo membro del consiglio di amministrazione, qualora detta lista non abbia ricevuto più del 20% dei voti espressi in assemblea; (ii) due membri del consiglio di amministrazione, qualora detta lista non abbia ricevuto più del 30% dei voti espressi in assemblea; (iii) tre membri del consiglio di amministrazione, qualora detta lista non abbia ricevuto più del 40% dei voti espressi in assemblea; (iv) quattro membri del consiglio di amministrazione, qualora detta lista abbia ricevuto più del 40% e meno del 50% dei voti espressi in assemblea".

<sup>167</sup> Benché in una prospettiva *de lege ferenda*, si dichiara favorevole all'introduzione di "meccanismi elettorali proporzionali (a cominciare dal diffusissimo metodo D'Hont o dei quozienti interi)" anche M. STELLA RICHTER Jr., *Appunti sulla evoluzione della disciplina della amministrazione delle società quotate e sulle sue prospettive di riforma*, cit., 55.

necessario prevedere se non altro una regola che garantisca in ogni caso alla lista di maggioranza di esprimere la componente maggioritaria del consiglio di amministrazione<sup>168</sup>. E' vero che è infrequente vengano sottoposte al giudizio dell'assemblea più di due liste, ma una regola di questo tipo avrebbe senza dubbio una certa utilità se accompagnata alla previsione statutaria dell'obbligo (o anche solo della facoltà) per l'organo gestorio uscente di presentare a sua volta una propria lista di candidati.

Soluzioni statutarie volte a realizzare una maggiore proporzionalità all'interno dell'organo gestorio non sono peraltro sconosciute alla prassi, che tuttavia le declina spesso in maniera solo parziale. Non è raro, infatti, che lo statuto preveda che a variare in base al maggiore o minore apprezzamento ottenuto dalle varie liste in assemblea sia non già il rapporto tra il numero di amministratori la cui nomina spetta alla maggioranza ed alle minoranze bensì la ripartizione tra le eventuali più liste di minoranza dei seggi riservati alle minoranze nel loro complesso<sup>169</sup>. E' decisamente meno diffusa, invece, la previsione per cui in

---

<sup>168</sup> Salvo poi discutere se sia effettivamente necessario riservare alla lista vincitrice la maggioranza assoluta dei posti in consiglio ovvero, aderendo alla lettura di cui si è dato conto nel paragrafo precedente, si possa adottare un criterio più schiettamente proporzionale in forza del quale, in presenza di determinati esiti elettorali, la lista prima classificata si veda riconosciuta solamente la maggioranza relativa. Si immagini il caso di scuola di un'assemblea in cui, a fronte di tre liste presentate, la vincitrice ottenga il 45% dei voti e si veda per questo assegnati sette dei quindici posti disponibili, la lista seconda classificata riceva il 35% dei consensi e cinque posti in consiglio, mentre l'ultima lista, a fronte di un 20% di preferenze in proprio favore, possa nominare i rimanenti tre consiglieri.

<sup>169</sup> E' il caso, ad esempio, dello statuto di Pirelli & C. S.p.A., in cui si fa ricorso al metodo dei quozienti per fare in modo che, fermo il numero di amministratori spettante alla lista vincente (4/5 di un consiglio di amministrazione composto al massimo da 15 membri), i restanti seggi riservati alle minoranze vengano ripartiti secondo un criterio di proporzionalità. L'articolo 10.9 (approvato all'alba del ritorno della società in borsa ed in vigore dal 4 ottobre 2017) prevede infatti che, una volta assegnati i seggi spettanti ai candidati espressi dalla lista vincitrice, i posti riservati alle minoranze "sono tratti dalle altre liste; a tal fine i voti ottenuti dalle liste stesse sono divisi successivamente per numeri interi progressivi da uno fino al numero degli amministratori da eleggere. I quozienti così ottenuti sono assegnati progressivamente ai candidati di ciascuna di tali liste, secondo l'ordine dalle stesse rispettivamente previsto. I quozienti così attribuiti ai candidati delle varie liste vengono disposti in unica graduatoria decrescente. Risultano eletti coloro che hanno ottenuto i quozienti più elevati". Si tratta, in pratica, di un'applicazione alla sola componente

proporzione ai risultati assembleari si determina il numero di posti in consiglio riconosciuti sia alla maggioranza che alle minoranze<sup>170</sup>.

Se, come detto, soluzioni statutarie che tendano a colorare di maggiore proporzionalità il sistema elettorale incentrato sul voto di lista, pur potendo avere l'effetto di incrementare il numero di candidati indicati dalla lista presentata dagli investitori istituzionali e per converso di diminuire il numero di seggi scoperti in caso di inversione di maggioranza e minoranza, non sono tuttavia di per sé idonee a fornire una risposta diretta a queste ipotesi di inceppamento del sistema elettorale disegnato dal legislatore per le società quotate, si tratta ora di verificare se possano darsi, nel limitato margine di manovra allo stato attuale concesso all'autonomia statutaria, meccanismi ulteriori rispetto a quelli che prevedono il ricorso ad una nuova votazione su singoli candidati o l'automatica investitura di candidati non eletti della lista giunta seconda.

Non sembra potersi dubitare, in questa direzione, della legittimità di una clausola che imponga ai soci che intendono presentare una propria lista di indicare

---

dell'organo amministrativo espressa dalle minoranze del c.d. metodo dei quozienti già largamente conosciuto ed adoperato nella prassi. La stessa previsione si ritrova, tra le tante, anche nello statuto di Prysmian S.p.A. e di Enel S.p.A..

<sup>170</sup> Una clausola di questo tipo è prevista dallo statuto di UBI Banca S.p.A., ove è stabilito che "(...) b.1) qualora la lista che ha ottenuto il secondo maggior numero di voti abbia conseguito meno del 15% dei voti espressi in Assemblea, dalla lista che ha ottenuto la maggioranza dei voti saranno tratti 14 membri del Consiglio di Sorveglianza e dalla lista che ha ottenuto il secondo maggior numero di voti sarà tratto un membro del Consiglio di Sorveglianza; b.2) qualora la lista che ha ottenuto il secondo maggior numero di voti abbia conseguito una percentuale di voti espressi in Assemblea almeno del 15% ed inferiore al 30%, dalla lista che ha ottenuto la maggioranza dei voti saranno tratti 13 membri del Consiglio di Sorveglianza e dalla lista che ha ottenuto il secondo maggior numero di voti saranno tratti 2 membri del Consiglio di Sorveglianza; b.3) qualora la lista che ha ottenuto il secondo maggior numero di voti abbia conseguito almeno il 30% dei voti espressi in Assemblea, dalla lista che ha ottenuto la maggioranza dei voti saranno tratti 12 membri del Consiglio di Sorveglianza e dalla lista che ha ottenuto il secondo maggior numero di voti saranno tratti 3 membri del Consiglio di Sorveglianza". Da notare come lo statuto rinunci invece alla proporzionalità interna alla minoranza in quanto, stabilendo che "nel caso di presentazione di più liste, sono prese in considerazione le prime due che hanno ottenuto il maggior numero dei voti espressi dai soci e che non siano collegate ai sensi della disciplina vigente", limita la rappresentazione in consiglio alle sole componenti dell'azionariato riferibili alle liste classificate prima e seconda.

in essa un numero di candidati sufficiente a garantire la nomina (non necessariamente di tutti i componenti del consiglio ma) almeno di quei membri dell'organo amministrativo non riservati alla minoranza<sup>171</sup>. Né a livello di normativa primaria né tanto meno a livello regolamentare è possibile infatti individuare disposizioni che rendano inammissibile una previsione di questo genere. Neppure qualora si dovesse ritenere applicabile in via analogica alla nomina dei componenti dell'organo gestorio la più completa disciplina in materia di elezione dell'organo di controllo dettata dal Regolamento Emittenti sarebbe possibile concludere che lo statuto non può imporre ai soci la presentazione di liste "complete": l'art. 144-*sexies* della delibera CONSOB 14 luglio 1999, n. 11971, nello stabilire, al comma 3, che "Le liste recano i nominativi: a) nel caso di elezione del collegio sindacale, *di uno o più candidati* alla carica di sindaco effettivo e di sindaco supplente; b) nel caso di elezione del consiglio di sorveglianza, *di due o più candidati*" e che "I nominativi dei candidati sono contrassegnati da un numero progressivo e sono *comunque in numero non superiore ai componenti dell'organo da eleggere*" (enfasi aggiunte), si preoccupa solamente di indicare un numero minimo ed un numero massimo di nominativi da inserire nella lista, il che non sembra possa impedire all'autonomia statutaria di fissare imperativamente - all'interno di questo intervallo - un numero preciso di candidati che ciascuna delle liste presentate deve necessariamente indicare per poter essere ammessa alla votazione.

Ciò detto, l'adozione di una clausola del tipo di quella qui prospettata non è consigliabile in quanto, pur avendo l'effetto di prevenire il verificarsi di ipotesi di inversione della maggioranza con la minoranza, finirebbe per escludere, di fatto,

---

<sup>171</sup> Una previsione statutaria di tal fatta garantisce infatti l'integrale composizione dell'organo, nella misura in cui ciascuna delle liste presentate all'assemblea è idonea a consentire, in caso di vittoria, l'assegnazione di tutti posti spettanti per statuto alla maggioranza, e, in caso di sconfitta, la copertura dei seggi riservati alla minoranza. Diversamente, la norma statutaria che imponga la presentazione di una lista che indichi un numero di candidati non inferiore ai componenti del consiglio di amministrazione da eleggere avrebbe l'ulteriore scopo di garantire la completa formazione dell'organo anche nel caso in cui venisse presentata un'unica lista.

dalla contesa elettorale gli investitori istituzionali, ossia gli unici soggetti che, come si è visto, sono in grado di presentare liste di candidati capaci di catalizzare su di loro il gradimento dei piccoli azionisti e così di rappresentare una seria minaccia per la posizione di predominio assembleare del gruppo di controllo<sup>172</sup>. Questo importante ruolo che va riconosciuto agli investitori istituzionali, che così operando fungono da stimolo affinché il socio di maggioranza relativa non presenti liste composte da candidati eccessivamente sgraditi al mercato, verrebbe completamente a mancare qualora si imponesse statutariamente a tutti i soci la presentazione di liste complete; per i motivi di cui si è dato precedentemente conto, gli investitori istituzionali finirebbero probabilmente per non presentare all'assemblea alcuna lista poiché, in caso di vittoria, si troverebbero a detenere il controllo della società, prospettiva loro decisamente sgradita e, perlomeno in alcune ipotesi, vietata dalla legge.

***4. ... : in particolare, il possibile ruolo della lista presentata dall'organo di amministrazione uscente.***

Detto di come il riconoscimento statutario di una maggiore proporzionalità tra maggioranza e minoranze nel processo di nomina degli amministratori sia una strada percorribile principalmente al fine di mitigare, ma non di risolvere completamente, i complessi problemi derivanti dall'emersione di maggiominoranze in assemblea e che l'imposizione dell'obbligo di presentazione di liste complete o

---

<sup>172</sup> Pur nella consapevolezza di tale aspetto, sembra attribuirgli minore rilevanza M. STELLA RICHTER Jr., *Appunti sulla evoluzione della disciplina della amministrazione delle società quotate e sulle sue prospettive di riforma*, cit., 57, ed in particolare nt. 21, per cui "sarebbe ormai opportuno che gli stessi statuti impongano la presentazione di liste complete di candidati, quanto meno per l'organo di controllo, posto che non ha molto senso pensare *ex ante* - almeno di fronte ad assetti proprietari poco concentrati - a liste di maggioranza e di minoranza", senza dunque escludere l'idea di imporre anche per l'elezione dell'organo di amministrazione un obbligo di presentazione di liste complete. Peraltro, secondo l'autore, "si dovrebbe poi approfondire fondamento e ragionevolezza" della "remora degli investitori istituzionali di fare proposte che possano portare, attraverso la nomina della eventuale maggioranza degli amministratori, a svolgere una influenza dominante sulle scelte di vertice relative alla gestione della società".



quantomeno composte da un numero di candidati pari a quello dei seggi spettanti alla maggioranza, benché astrattamente percorribile ed in grado di garantire in ogni caso, fin dalla prima votazione, l'integrale composizione dell'eligendo organo gestorio, finirebbe nella pratica per depotenziare in maniera probabilmente decisiva il ruolo degli investitori istituzionali, privando in definitiva il nostro sistema di *governance* delle società quotate di uno strumento che il mercato ha mostrato di apprezzare nel corso di questi ultimi anni, occorre a questo punto indagare il ruolo che potrebbe avere nel rispondere alle difficoltà del voto di lista quello che ormai da buona parte degli studiosi che si sono occupati del tema viene individuato come uno strumento in grado, non solo in una prospettiva *de iure condendo* ma anche tenendo fermo l'attuale dato normativo, di conferire nuova vitalità ed anche nuove prospettive all'istituto del voto di lista: il riferimento è alla lista presentata dall'organo amministrativo uscente.

Allo stato attuale la nostra legislazione, tanto con riguardo alle società di diritto comune quanto in relazione alle società quotate nei mercati regolamentati, non chiarisce la legittimità di una previsione statutaria che riconosca all'organo di amministrazione la possibilità di presentare all'assemblea chiamata a pronunciarsi sul suo rinnovo una lista di candidati da esso stesso predisposta. Diversamente, l'art. 4 del decreto privatizzazioni (come si suole identificare il d.l. 31 maggio 1994, n. 332, convertito in L. 30 luglio 1994, n. 474, di cui si è già trattato in apertura del presente lavoro), nel disciplinare l'elezione degli amministratori per il tramite del voto di lista, prevede espressamente che "le liste potranno essere presentate dagli amministratori uscenti" oltre che dai soci in possesso di una certa percentuale di azioni aventi diritto di voto nell'assemblea ordinaria. Tenuto conto del principio secondo cui *ubi lex voluit dixit, ubi noluit tacuit* sembrerebbe in prima battuta doversi escludere sia che, in assenza di una apposita previsione statutaria, il consiglio di amministrazione di una società cui non si applichi la disciplina prevista dal citato decreto privatizzazioni possa presentare candidati da sottoporre ai soci per la propria successione, sia la stessa legittimità di una clausola che riconosca all'organo amministrativo detta facoltà.

L'argomento fondato sul silenzio del legislatore non sembra tuttavia decisivo<sup>173</sup>. Potrebbe infatti replicarsi, in termini ancora del tutto generici, che è nella assoluta normalità del sistema che l'assemblea sia chiamata a pronunciarsi su proposte a lei sottoposte dall'organo amministrativo<sup>174</sup>.

Non sarebbe però corretto concludere che gli amministratori uscenti siano di per ciò solo sempre legittimati alla presentazione di candidati da essi selezionati. Deve infatti tenersi in considerazione il fatto che l'art. 147-ter TUF, nonostante si limiti a stabilire che l'elezione dell'organo amministrativo avvenga necessariamente "sulla base di liste di candidati", senza specificare chi tali liste sia legittimato a presentare, è comunque incentrato quasi esclusivamente sul ruolo dei soci nel processo di individuazione dei candidati e di presentazione della relativa proposta all'assemblea. Ciò determina quantomeno una grave incertezza sulla legittimazione dell'organo uscente, nella misura in cui, mentre gli statuti (come peraltro il legislatore) solitamente trascurano l'identificazione dei soggetti titolari del potere di formulare proposte di deliberazione, nel caso di specie la normativa impone l'adozione di clausole circostanziate sul punto; in assenza di una apposita previsione statutaria che faccia espressa menzione del facoltà riconosciuta al consiglio di amministrazione di presentare all'assemblea chiamata a votare per il rinnovo dell'organo gestorio un elenco di candidati da esso formulato, potrebbe legittimamente ritenersi che detta legittimazione sia esclusa<sup>175</sup>.

---

<sup>173</sup> Esclude la significatività della "circostanza che l'art. 147-ter non preveda espressamente la possibilità che a presentare la lista sia il consiglio di amministrazione, mentre (...) l'art. 4 d.l. 332 del 1994 lo impone" anche M. STELLA RICHTER *Jr.*, *Voto di lista per l'elezione delle cariche sociali e legittimazione dell'organo amministrativo alla presentazione di candidati*, in *Rivista di diritto societario*, 2007, 535, per il quale "il fatto che nel secondo caso il legislatore abbia in ogni caso voluto consentire agli amministratori di presentare listi di candidati alle cariche sociali, non significa né può significare che nel primo caso si sia voluto precludere alla autonomia statutaria di raggiungere il medesimo risultato".

<sup>174</sup> Come rilevato da N. CIOCCA, *op.cit.*, 403, per la quale "la clausola statutaria che riconosce tale legittimazione non aggiunge nulla a quanto è già ricavabile dal sistema, al quale è immanente che il consiglio di amministrazione faccia proposte all'assemblea.

<sup>175</sup> Anche su questo punto cfr. N. CIOCCA, *op.cit.*, 404, secondo cui "l'inserimento nello statuto del voto di lista fa invece emergere una disciplina circostanziata alla posizione dei soci" con

Con osservazione probabilmente superflua, occorre inoltre precisare che la legittimazione alla presentazione di candidature che lo statuto può riconoscere all'organo amministrativo uscente è necessariamente concorrente a quella dei soci (in possesso dei requisiti minimi di legge ed eventualmente statutari): una clausola che escludesse il diritto dei soci di formulare proposte al riguardo sarebbe infatti in palese contrasto con la disciplina delineata dal D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, la cui natura inderogabile sul punto non può essere in alcun modo messa in discussione.

Nonostante alcune iniziali incertezze<sup>176</sup>, allo stato attuale l'opinione maggioritaria in dottrina è nel senso della piena legittimità della clausola statutaria che riconosca al consiglio di amministrazione uscente la possibilità di presentare una propria lista di candidati per il rinnovo dell'organo amministrativo stesso<sup>177</sup>.

---

conseguente rischio che il regime statutario sul punto venga interpretato “come riduttivo di quello legale e volto a escludere il potere degli amministratori per riservarlo esclusivamente ai soci”.

<sup>176</sup> In dottrina cfr. in particolare S. ROSSI, *La nomina degli amministratori nelle società quotate*, in *La tutela del risparmio nella riforma dell'ordinamento finanziario*, a cura di L. De Angelis, N. Rondinone, Torino, 2008, 51. Anche ASSONIME, *Le nuove disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari*, Circolare n. 12, 2006, 5, sulla base della già discussa assenza, nella disciplina prevista alle società quotate, di una espressa previsione sulla falsariga di quanto stabilito dalla L. 474/1994, concludeva che la possibilità di presentazione di una lista formulata dall'organo gestorio uscente “sembra oggi preclusa alle società quotate”. La stessa associazione ha però oggi mutato opinione come emerge in particolare in ASSONIME, *La disciplina dell'elezione degli organi di amministrazione e di controllo nelle società quotate*, Circolare n. 36, 2009.

<sup>177</sup> Secondo M. NOTARI, M. STELLA RICHTER *Jr.*, *op. cit.*, 533, “il nuovo dettato normativo non preclud[e] neanche - ove consentito dallo statuto - la presentazione di una lista da parte dell'organo amministrativo (come sarebbe normale in una *publicly held corporation*)”. Nello stesso senso, tra gli altri, v. anche M. STELLA RICHTER *Jr.*, *Voto di lista per l'elezione delle cariche sociali e legittimazione dell'organo amministrativo alla presentazione di candidati*, *cit.*, 535 ss.; ID., *Art. 147-ter*, *cit.*, 4197; M. BELCREDI, L. CAPRIO, *Amministratori indipendenti ed amministratori di minoranza: stato dell'arte e proposte evolutive*, *cit.*, 31; N. CIOCCA, *op.cit.*, 404 ss., P.M. SANFILIPPO, *Sistemi di nomina degli amministratori e istanze partecipative nelle società per azioni. Spunti per una discussione* (Relazione alla Tavola rotonda “Autonomia statutaria e governance delle società di capitali in Italia ed in Europa: limiti e tutele”, Roma, 17 settembre 2008), in *Studi in onore di Umberto Belviso*, Bari, 2010, 739.

Si tratta di una possibilità che garantirebbe tutta una serie di vantaggi e che sembra potersi integrare senza grosse difficoltà nell'attuale sistema di *corporate governance*.

Infatti, nella misura in cui si riconosca alla scelta degli amministratori della società natura di atto di gestione quanto meno preliminare dell'impresa, non sembra poi così sconveniente coinvolgere l'organo gestorio nell'individuazione dei candidati tra i quali detta scelta debba avvenire. Questo assunto appare poi rafforzato dalla considerazione per cui il riconoscimento statutario di un ruolo propositivo del consiglio uscente nel procedimento di nomina dei nuovi amministratori sembra costituire naturale proseguimento di quel percorso di coinvolgimento del *board* nella calibrazione del sistema di *governance* della singola società che trova le sue radici nell'autodisciplina e più precisamente in quelle previsioni del codice che raccomandano l'istituzione del comitato nomine e lo svolgimento da parte dell'organo gestorio di processi di autovalutazione con cadenza annuale<sup>178</sup>. Entrambi questi strumenti non hanno avuto sino ad ora l'impatto atteso<sup>179</sup> e, da questo punto di vista, il loro peso sarebbe molto

---

<sup>178</sup> In particolare cfr., per il comitato nomine, il già citato principio 5.P.1. del Codice di Autodisciplina, e, per la c.d. *board evaluation*, il criterio applicativo 1.C.1. ai sensi del quale “il consiglio di amministrazione: (...) g) effettua, almeno una volta all'anno, una valutazione sul funzionamento del consiglio stesso e dei suoi comitati nonché sulla loro dimensione e composizione, tenendo anche conto di elementi quali le caratteristiche professionali, di esperienza, anche manageriale, e di genere dei suoi componenti, nonché della loro anzianità di carica”, sulla base della quale l'organo amministrativo “esprime agli azionisti, prima della nomina del nuovo consiglio, orientamenti sulle figure manageriali e professionali, la cui presenza in consiglio sia ritenuta opportuna”. In tema di *board evaluation*, per una sintetica ricostruzione di questa pratica, si rinvia a S. ALVARO, B. LUPINI, *Le linee guida della Commissione europea in materia di corporate governance e i riflessi sull'ordinamento italiano*, Quaderni giuridici Consob, 2013, 27-28.

<sup>179</sup> In particolare, “il comitato per le nomine è stato costituito da poco più della metà delle società che aderiscono al Codice (118 su 199) ed è frequentemente (in 77 casi) unificato con il comitato per le remunerazioni” (COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE, *5° rapporto annuale sull'applicazione del codice di autodisciplina*, 2017, 55, che conclude sottolineando “il costante e basso livello di adesione alla raccomandazione sull'istituzione di un comitato per le nomine, chiamato a svolgere un'importante funzione consultiva e di supporto al consiglio di amministrazione, anche a prescindere dalle caratteristiche dell'impresa e della sua struttura proprietaria” ed evidenziando “l'opportunità di rendere conto separatamente delle attività svolte” a

probabilmente destinato ad aumentare nel momento in cui lo statuto dovesse affidare al consiglio di amministrazione il compito di presentare una propria lista di candidati<sup>180</sup>. A tal riguardo si può brevemente notare come la maggioranza delle società che non hanno provveduto all'istituzione del comitato nomine, nell'ambito della *disclosure* delle proprie scelte, hanno addotto quale giustificazione l'obbligatorietà del sistema del voto di lista, facendo più precisamente riferimento vuoi al ruolo propositivo svolto dall'azionista di riferimento vuoi alla struttura degli assetti proprietari<sup>181</sup>. Occorre inoltre tenere presente che, anche alla luce del rapporto direttamente proporzionale che esiste fra dimensioni della società ed istituzione del comitato nomine (nel senso cioè che al crescere delle dimensioni dell'impresa è più frequente l'istituzione di tale comitato), sembra corretto concludere che gli emittenti non ritengano utile occuparsi direttamente del tema della composizione del consiglio nella misura in cui, vista l'esistenza di un azionista di controllo o quanto meno di riferimento, l'influenza sulla selezione dei componenti delle liste è verosimilmente destinata ad essere marginale; se ciò è vero, riconoscere statutariamente al consiglio di amministrazione il compito di proporre alcuni candidati all'assemblea determinerebbe presumibilmente una valorizzazione delle ruoli tanto del comitato nomine quanto dei processi di autovalutazione consiliare.

Esistono inoltre ulteriori profili, di carattere più generale ma non per questo meno rilevanti, in relazione ai quali è possibile apprezzare una clausola statutaria che legittimi la presentazione di una lista da parte dell'organo di amministrazione. Innanzitutto il ruolo propositivo che così viene attribuito agli amministratori uscenti garantirebbe la presenza di candidati dotati di competenze, professionalità, e

---

cui siano affidati compiti sia in tema di nomine che per quanto concerne le politiche di remunerazione).

<sup>180</sup> P. MARCHETTI, F. GHEZZI, M. VENTORUZZO, C. MOSCA, M. BIANCHI, M. MILIC, *Uno sguardo alla governance delle società quotate*, in *Rivista delle società*, 2018, I, 264, dopo aver evidenziato come "... area di realizzazione incompiuta delle finalità del Codice è quella dell'istituzione del ruolo del Comitato Nomine", sottolineano che "il Comitato Nomine è chiamato a svolgere un ruolo centrale nel caso in cui lo statuto preveda la possibilità di presentare una lista da parte del consiglio uscente".

<sup>181</sup> Cfr. ancora COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE, *op. loc. ult. cit.*.

*background* stimati utili per la migliore gestione dell'impresa sociale da parte di chi in questa gestione è stato più o meno direttamente impegnato nel periodo immediatamente precedente. In secondo luogo, viene nella sostanza assicurato un miglior funzionamento del sistema elettorale, in quanto molto difficilmente si giungerebbe al momento della votazione senza che sia stata presentata alcuna lista. Infine, la clausola in esame consentirebbe al sistema italiano di avvicinarsi a molti dei più importanti sistemi di *corporate governance* stranieri, maggiormente conosciuti e praticati dagli investitori istituzionali<sup>182</sup>: a tal proposito, pur nella convinzione che non sia corretto ritenere necessariamente ed automaticamente migliore anche per il nostro sistema societario e finanziario ciò che all'estero (o perlomeno nella maggior parte degli stati esteri dotati di un avanzato mercato dei capitali) viene considerato *best practice*, non si può tuttavia negare che l'avvicinarsi ad un sistema maggiormente conosciuto a livello internazionale favorisce l'attrazione di investitori stranieri.

La prassi statutaria sembra peraltro confermare il ruolo benefico che il coinvolgimento del consiglio di amministrazione nel procedimento elettorale esercita nell'ambito della *governance* societaria. Ormai superate le titubanze iniziali, oggi sempre più sono le società quotate che nel proprio statuto riconoscono

---

<sup>182</sup> Nel sistema statunitense, ad esempio, pur non essendo teoricamente esclusa la possibilità che i membri del *board* siano scelti tra i candidati presentati dai soci, di fatto ciò avviene solo in ipotesi eccezionali; il sistema di *proxy voting* e la frammentazione dell'azionariato che caratterizzano la realtà americana, infatti, rappresentano un ostacolo difficilmente superabile dagli azionisti.

In Germania, per quanto concerne la nomina del *supervisory board* (ossia di quell'organo che, nei sistemi di stampo dualistico, è a sua volta incaricato, tra l'altro, di eleggere il *management board*, ossia il vero e proprio organo amministrativo della società), il §124 dell'*Aktiengesetz* sancisce l'obbligo dei membri uscenti di formulare proposte da sottoporre agli azionisti in merito ai soggetti chiamati a rimpiazzarli (salvo il caso in cui, ai sensi del §122, il rinnovo del *board* costituisca specifico punto all'ordine del giorno per effetto di una richiesta in tal senso presentata da tanti azionisti che detengono almeno il 5% del capitale sociale).

Anche in Inghilterra e Francia, pur in assenza di puntuali previsioni normative sul punto, la prassi societaria consolidata prevede che le proposte per il rinnovo dell'organo gestorio siano formulate dagli amministratori uscenti, pur senza escludere con ciò la legittimità di proposte concorrenti presentate, al ricorrere di determinate condizioni, dai soci.

la possibilità per l'organo gestorio uscente di presentare una lista di candidati alla propria successione<sup>183</sup>.

Gli argomenti sopra sviluppati evidenziano gli effetti positivi che il riconoscimento della possibilità per il consiglio di amministrazione di predisporre una lista di propri candidati da sottoporre all'assemblea chiamata a rinnovare il medesimo organo è in grado di generare. Essi rappresentano la ragione giustificativa della proposta, più avanti formulata, di revisione dell'attuale dato normativo nel senso, tra l'altro, di un espresso riconoscimento legislativo della legittimità di clausole statutarie di questo tipo.

In questa sede tuttavia ciò che più interessa verificare è se - ed eventualmente in che misura - la presentazione da parte dell'organo gestorio di una

---

<sup>183</sup> Paradigmatico da questo punto di vista lo statuto di Prysmian S.p.A, il cui art. 14 stabilisce che “[h]anno diritto di presentare le liste, il Consiglio di Amministrazione uscente nonché quei soci che...”, al contempo prevedendo un termine per la pubblicizzazione della lista del cda anticipato rispetto a quello previsto per le liste predisposte dai soci (infatti mentre in generale “le liste presentate dovranno essere depositate presso la sede della Società e pubblicate ai sensi della disciplina vigente”, diversamente “[l]a lista del Consiglio di Amministrazione, se presentata, deve essere depositata presso la sede della Società entro il trentesimo giorno precedente la data dell'Assemblea”). Similmente - ma senza prevedere differenze in relazione ai termini per la presentazione delle liste - lo statuto di Enel S.p.A. (art. 14.3) prevede che i consiglieri vengano eletti dall'assemblea “sulla base di liste presentate dagli azionisti e dal *consiglio di amministrazione uscente*” (enfasi aggiunta). Cfr. ancora l'art. 9.2 dello statuto di TIM S.p.A. (“La nomina del Consiglio di Amministrazione avviene nel rispetto della disciplina di legge e regolamentare applicabile sulla base di liste presentate dai soci o dal Consiglio di Amministrazione uscente”) e l'art. 20 dello statuto di Atlantia S.p.A. (“L'intero consiglio di amministrazione viene nominato sulla base di liste presentate dai Soci e dal Consiglio di Amministrazione uscente”). In tempi recenti si può notare un incremento del numero di società i cui statuti contengono clausole di questo tipo: tra le ultime ad essersi mosse in questa direzione, a quanto risulta, Unicredit S.p.A., (la cui assemblea del 4 dicembre 2017 ha modificato l'art. 20.5 dello statuto sociale nel senso che “soggetti legittimati a presentare le liste sono il Consiglio di Amministrazione e tanti azionisti che rappresentino, da soli o insieme ad altri, almeno lo 0,5% del capitale sociale rappresentato da azioni ordinarie aventi diritto di voto nell'Assemblea ordinaria”), Leonardo S.p.A. (art. 18.3: “Gli amministratori vengono nominati dall'assemblea sulla base di liste presentate dagli azionisti e dal consiglio di amministrazione uscente”) e Banco BPM S.p.A. (art. 20.4.2 per cui “Le liste di candidati alla carica di amministratore possono essere presentate: (i) dal Consiglio di Amministrazione (la “Lista del Consiglio”); lo statuto di quest'ultima società precisa inoltre che “[l]a composizione e la presentazione della Lista del Consiglio deve essere approvata, previo parere non vincolante del Comitato Nomine, con il voto favorevole di 11 (undici) amministratori in carica” su un totale di 15.

lista di candidati possa costituire uno strumento in grado quanto meno di mitigare i problemi derivanti dall'inversione assembleare dei rapporti tra "maggioranza" e minoranza".

Come si è visto sopra, attualmente gli statuti (anche quelli delle società che prevedono la possibilità per l'organo uscente di presentare una propria lista), nell'approntare soluzioni sul punto, si limitano a prevedere il completamento del consiglio mediante nomina dei candidati inizialmente non eletti indicati nella lista giunta seconda oppure una nuova votazione senza ricorso al voto di lista.

Si potrebbe tuttavia ipotizzare una terza via che preveda di trarre dalla lista presentata dal consiglio di amministrazione i componenti necessari alla completa formazione dell'organo. Una clausola statutaria per cui, a fronte di un consiglio composto, ad esempio, da dodici membri, di cui quattro riservati alla minoranza, "qualora la lista vincitrice (Lista di Maggioranza) non presenti un numero di candidati sufficiente ad assicurare la integrale composizione del consiglio di amministrazione, i seggi rimasti vacanti verranno assegnati ai candidati indicati nella lista presentata dal consiglio di amministrazione uscente, secondo l'ordine progressivo con il quale sono indicati nella lista stessa", consentirebbe di sfruttare con maggiore ampiezza le possibilità offerte dalla previsione della lista consiliare.

Pur nella consapevolezza dell'impossibilità di prevedere e disciplinare tutte le diverse situazioni che possono verificarsi nel corso di un'assemblea, possiamo tentare di immaginare le conseguenze che l'adozione di una clausola del tipo di quella sopra abbozzata avrebbe sulle ipotesi più frequenti.

E' innanzitutto possibile che, in una società con azionariato particolarmente frazionato <sup>184</sup>, la lista dell'organo amministrativo sia l'unica presentata all'assemblea: una situazione di questo tipo, che può leggersi come sintomatica o della bontà dei candidati selezionati dall'organo amministrativo (in particolare qualora lo statuto, come sembra preferibile, preveda che la lista del cda venga

---

<sup>184</sup> Pur non essendo un modello diffuso nel panorama nazionale, quello della *publicly held corporation* non è del tutto sconosciuto neppure in Italia, specie nell'ambito delle società bancarie quotate.



presentata ai soci prima della scadenza del termine entro cui questi ultimi devono depositare le proprie liste) o del disinteresse dei soci nei confronti della società, non presenta problemi in quanto il consiglio verrà formato esclusivamente con candidati tratti dall'unica lista presentata, che difficilmente sarà incompleta<sup>185</sup>.

Forse più frequente il caso in cui l'assemblea venga chiamata a scegliere tra due liste, una presentata dal consiglio, l'altra espressione di un certo gruppo di soci (verosimilmente, i soci di controllo). *Nulla quaestio* nel caso in cui entrambe le liste siano "complete", così come nel caso in cui a risultare vincitrice della contesa elettorale sia la lista presentata dal consiglio uscente (che qui si ipotizza, per semplicità, sempre completa): in entrambe le ipotesi, infatti, la maggioranza dei posti in consiglio spetterà ai candidati della lista vincitrice e dalla seconda lista verranno tratti i consiglieri di minoranza. Anche qualora quest'ultima dovesse essere incompleta, in quanto portante i candidati proposti da investitori istituzionali, l'integrale formazione dell'organo gestorio sarebbe comunque garantita senza grosse difficoltà.

La clausola statutaria in esame troverebbe applicazione e potrebbe essere apprezzata nelle assemblee in cui vengano poste in votazione non solo la lista del "socio di maggioranza" e quella degli investitori istituzionali, ma anche quella del consiglio. Si tratta di una situazione forse non semplice da ipotizzare, considerato che nelle società controllate da un socio forte difficilmente il consiglio si metterà in competizione con questo presentando una propria lista: tuttavia non può escludersi che, specie in quelle situazioni (che sembrano farsi sempre più frequenti) di passaggio da un assetto proprietario fortemente concentrato ad una maggiore diffusione dell'azionariato, l'organo uscente decida di presentare un proprio elenco di candidati nonostante l'intenzione del socio forte di fare lo stesso. In uno scenario del genere gli esiti elettorali potrebbero essere diversi. Limitando l'attenzione a quanto qui maggiormente interessa, potrebbe accadere che la lista dei fondi, che indica solo quattro candidati (ossia non più dei posti riservati, nell'ipotesi in esame,

---

<sup>185</sup> Ed anche qualora lo fosse, si tratterebbe semplicemente di procedere ad una votazione integrativa su nominativi proposti dai soci o dal consiglio direttamente in assemblea.

alla minoranza), risulti la più votata, quella del socio forte giunga seconda ed ultima quella del consiglio. In pratica, un risultato identico a quelli che hanno dato origine alle fattispecie di inversione di maggioranza e minoranza fino ad oggi verificatesi, con la sola, rilevante, differenza della presentazione di una propria lista anche da parte del consiglio di amministrazione. Il risultato per così dire immediato di un tale esito elettorale determinerebbe la nomina solamente di sette dei quindici membri del consiglio, quattro tratti dalla lista prima classificata ma incompleta e tre indicati dalla lista del socio forte giunta inaspettatamente seconda. L'applicazione dei meccanismi statutari attualmente diffusi porterebbe o all'integrazione del consiglio con i candidati della lista presentata socio forte risultato soccombente oppure ad una nuova votazione all'esito della quale, come si è visto, sarebbe in ogni caso il socio non più maggioritario ad aver nominato la maggioranza dei consiglieri. La previsione statutaria per cui, in caso di incompleta formazione del consiglio all'esito del procedimento elettorale, i posti rimasti vacanti vengono assegnati ai candidati della lista presentata dall'organo uscente, consentirebbe invece, nel caso in esame, di mantenere un maggiore equilibrio nella composizione dell'organo amministrativo, che risulterebbe formato da quattro amministratori espressione dei fondi, quattro amministratori espressione del socio di controllo e sette amministratori tratti dalla lista presentata dal consiglio.

Certo, si tratterebbe di una soluzione a sua volta imperfetta: a tacer d'altro, è evidente anche dall'esempio formulato come l'esito elettorale appaia da un certo punto di vista ancor meno rispettoso della volontà assembleare di quanto non sia avvenuto nelle ipotesi di maggiominoranze fino ad oggi verificatesi. Questo perché la maggioranza relativa del consiglio potrebbe nei fatti provenire dalla lista ultima classificata. Potrebbe inoltre destare preoccupazione un eventuale accordo tra socio di controllo e amministratori uscenti, che si presterebbero a indicare nella propria lista candidati graditi al primo. A ben vedere, tuttavia, il sistema ipotizzato non darebbe comunque risultati peggiori rispetto a quello attuale realizzando al contempo alcuni effetti benefici.

Innanzitutto non sembra errato rilevare come la situazione per cui, alla prova dei fatti, l'organo di amministrazione nominato attraverso il sistema ipotizzato risulta composto per la maggioranza da candidati tratti da una lista diversa da quella vincitrice sia in larga parte simile a quella che già attualmente si realizza in tutte le ipotesi di inversione della maggioranza con la minoranza. Con la differenza, da valutare positivamente, che nel caso qui in esame: (i) la sproporzione fra candidati tratti dalla lista vincitrice e candidati tratti dalla lista che, pur soccombente, ha ottenuto il maggior numero di seggi è gioco forza minore<sup>186</sup>; (ii) i candidati "non eletti" sono tratti da un elenco che è stato formulato dal - o quanto meno in base alle considerazioni ed ai suggerimenti del - comitato nomine, composto in maggioranza da amministratori indipendenti. In secondo luogo si può osservare che il pericolo di accordi tra socio forte e consiglio uscente nella composizione delle liste non dovrebbe destare eccessive preoccupazioni: ben poca utilità avrebbe infatti per il primo nominare di fatto la maggioranza attraverso il concorso della lista del consiglio quando, anche in assenza di questa, visto l'attuale meccanismo elettorale, potrebbe ottenere lo stesso risultato senza peraltro subire quel contraccolpo d'immagine che sembra insito nel fatto stesso che il consiglio presenti propri candidati. Da questo punto di vista dunque la contemporanea presenza di liste presentate dal socio di controllo e dall'organo uscente sembra potere essere considerata con discreta sicurezza quale sintomo dell'esistenza di vedute divergenti tra socio forte e consiglio.

Preso atto degli effetti positivi che potrebbero discendere dall'utilizzo della lista del consiglio uscente quale strumento per l'integrazione dell'organo amministrativo non completamente formato per effetto dell'inversione assembleare di maggioranza e minoranza, si tratta a questo punto di verificare la legittimità di una clausola di questo tipo alla luce dell'attuale dato normativo.

---

<sup>186</sup> Un esempio numerico basato sulla situazione sopra descritta può aiutare a chiarire il concetto. Dato un consiglio composto di quindici membri con quattro posti riservati alla maggioranza, se l'integrazione del consiglio avviene traendo gli amministratori mancanti dalla lista del cda, a fronte di soli quattro amministratori nominati dalla lista vincitrice, dalla lista "di riserva" verrebbero tratti sette consiglieri mentre, utilizzando uno qualsiasi dei rimedi attualmente diffusi nella prassi statutaria, il numero salirebbe a undici.

Una risposta positiva a tale quesito sembra potersi fondare sui medesimi argomenti che hanno in precedenza portato a concludere per la conformità a legge della clausola che prevede che siano tratti dalla lista seconda classificata i consiglieri necessari a consentire l'integrale formazione dell'organo amministrativo.

In particolare, l'idea per cui i soci che, essendo a conoscenza della disciplina statutaria che regola il procedimento di nomina dell'organo amministrativo, presentano e/o votano a favore di una lista che non indica un numero di candidati sufficienti a garantire la copertura di tutti i posti in consiglio, stiano implicitamente accettando l'eventuale elezione anche dei candidati della lista cui lo statuto riconosce funzione per così dire suppletiva, pare ancora più sostenibile quando tale funzione è rimessa, anziché a quella presentata da altri soci, alla lista del cda: quest'ultima infatti, come si è visto, sarà presumibilmente composta da candidati meno sensibili alle istanze del socio di riferimento e dotati di qualità e competenze ritenute dal comitato nomine necessarie per la migliore gestione della società.

Peraltro, nella misura in cui si riconosca la legittimità di una previsione per cui la citata funzione suppletiva viene rimessa ad una lista diversa da quella che ha ottenuto la maggioranza dei voti, non sembra che il riferimento alla lista seconda classificata piuttosto che ad un'altra possa condurre ad una diversa conclusione. Fermo il dato normativo che si limita ad imporre 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, neppure indirettamente, con i soci che hanno presentato o votato la lista risultata prima" e considerato che già il rinvio statutario alla lista seconda classificata per l'integrazione del consiglio comporta un'eccezione al principio maggioritario (v. §2), l'autonomia privata pare libera di stabilire senza ulteriori limitazioni il criterio in base al quale individuare la lista da cui attingere per l'integrazione dell'organo amministrativo.

Una volta ammessa la validità della regola statutaria che sostanzialmente certifica che la maggioranza del consiglio di amministrazione può essere nominata dalla minoranza dei soci, nulla impone poi di prevedere che quest'ultima sia "la

prima fra le minoranze”. Ciò che sconsiglia di adottare una regola statutaria in base alla quale i seggi rimasti vacanti vengano assegnati traendo i relativi nominativi, ad esempio, dalla lista arrivata ultima sono considerazioni di opportunità piuttosto che di stretto diritto. Peraltro occorre precisare che indicare la lista del consiglio uscente come quella alla quale fare riferimento nel caso in cui all’esito del procedimento elettorale sia necessario “coprire” alcuni seggi rimasti vacanti non significa necessariamente trarre gli amministratori dalla lista meno votata; il criterio infatti prescinde del tutto dal numero di preferenze ottenute, basandosi esclusivamente sulla provenienza delle candidature.

Dalle osservazioni sin qui sviluppate è possibile ricavare alcune brevi considerazioni conclusive.

L’utilizzo della lista dell’organo amministrativo uscente alla stregua di una lista “di riserva” per il caso di inversione di maggioranza e minoranza in assemblea sembra da valutare positivamente innanzitutto perché in grado di realizzare una composizione del consiglio di amministrazione maggiormente rispondente alle esigenze connesse alla gestione della società ed al contempo caratterizzata da un minore divario tra il numero di amministratori tratti dalle liste presentate dai soci, determinando in definitiva l’elezione di un organo collegiale che meglio riflette i rapporti di forza esistenti all’interno della compagine sociale. Le ricadute positive del ricorso alla lista dell’organo gestorio con funzione integrativa del consiglio potrebbero essere ulteriormente apprezzate coordinando la previsione statutaria qui analizzata con un sistema elettorale di estrazione più marcatamente proporzionale: tale sistema ha infatti il pregio di garantire rapporti più equilibrati fra le parti pur senza creare eccessive difficoltà agli investitori istituzionali in caso di vittoria della contesa elettorale (la nomina della maggioranza dell’organo resta infatti facilmente scongiurabile, essendo sufficiente presentare una lista composta da un numero di candidati non superiore al numero massimo dei posti riservati alla minoranza); ulteriormente, in caso di elezioni particolarmente combattute o dagli esiti incerti, i fondi potrebbero essere invogliati a predisporre liste di candidati più sostanziose (o, se si vuole, meno corte) di modo da garantirsi una maggiore presenza in consiglio

nella consapevolezza che, in caso la loro lista dovesse riscorrere un ampio successo ed eventualmente risultare quella maggiormente votata, con conseguente emersione di una maggiominoranza, gli amministratori da loro nominati potrebbero, in concorso con quelli tratti dalla lista di provenienza consiliare per l'integrazione dell'organo, rapportarsi in maniera più efficace nei confronti degli amministratori espressione del socio forte.

Per converso, non si possono tacere le criticità che comunque affliggono il sistema qui ipotizzato. Innanzitutto esso condivide con qualsiasi altra proposta che ricerchi nell'autonomia statutaria una risposta alle questioni sollevate dal fenomeno delle maggiominoranze la problematica consistente nel vedere le proprie *chances* di successo strettamente correlate al grado di iniziativa di volta in volta assunto dagli investitori istituzionali, i quali possono solo essere invogliati ma non obbligati a presentare liste che, pur senza presentare un numero di candidati tale da ricoprire, in potenza, la maggioranza dei posti in consiglio, siano suscettibili di dar vita ad una minoranza non insignificante all'interno dell'organo amministrativo medesimo.

In secondo luogo, è chiaro che qualsiasi intervento statutario avrà sempre - *rebus sic stantibus* - il limitato scopo di reagire al problema e non anche quello di prevenire l'emersione di maggiominoranze nelle assemblee: non sembra infatti che tale ulteriore risultato possa essere realizzato se non attraverso un più o meno profondo intervento del legislatore di riforma dell'attuale dato normativo.

Ulteriore debolezza dell'impostazione statutaria ipotizzata è quella di rendere verosimile il verificarsi di situazioni che, da un certo punto di vista, potrebbero apparire anche più paradossali di quelle sin qui emerse nelle vicende assembleari descritte. Individuando preventivamente nella sola lista presentata dall'organo amministrativo uscente quella attraverso cui realizzare l'integrazione del consiglio si corre il rischio, specie qualora non si ritenga di adottare un sistema elettorale di tipo almeno tendenzialmente proporzionale, di rimettere la nomina della maggioranza (quantomeno) relativa del cda non nelle mani della più votata tra

le liste di minoranza ma addirittura in quelle della lista che, tra tutte, ha ottenuto il minor numero di preferenze.

In ultimo, se è vero che, da un lato, come si è detto, una provenienza dei consiglieri maggiormente diversificata tende a favorire quella diversità del consiglio di amministrazione che viene oggi considerata essenziale ai fini di un più efficace sistema di *corporate governance*, dall'altro non si può escludere che, nel contesto di un organo amministrativo composto da consiglieri espressione di centri di interesse differenti, possano tornare in qualche misura di attualità quelle preoccupazioni già sollevate da parte della dottrina in seguito all'approvazione della Legge sulla tutela del risparmio circa un presunto pericolo di "balcanizzazione" dei consigli di amministrazione, preoccupazioni rivelatesi sino ad ora eccessive ma che potrebbero tornare attuali nella misura in cui vengano a moltiplicarsi sia il numero che la provenienza dei componenti dell'organo gestorio<sup>187</sup>.

Alla luce di tutto quanto sin qui rilevato è possibile ritenere che, allo stato attuale, il peculiare sistema italiano per la nomina degli amministratori delle società quotate, inderogabilmente incentrato sull'istituto del voto di lista, pur avendo dato complessivamente buona prova di sé ed avendo riscosso consensi sia tra gli studiosi che tra gli investitori istituzionali (il cui recentemente incrementato attivismo trova sicuramente in questo sistema una delle concause<sup>188</sup>), è tuttavia foriero di

---

<sup>187</sup> Si tratta di un effetto collaterale insito in qualsiasi strumento che tenda ad incrementare la proporzionalità della regola elettorale: a tal proposito v. la recente intervista al professor Toffoletto che pur riconoscendo che "di fronte al mutato scenario (...) una possibilità, in astratto non priva di interesse, è quella di prevedere un meccanismo di voto di lista proporzionale" al contempo sottolinea come un sistema di questo tipo "ha però almeno una controindicazione, e cioè quella di portare a consigli di amministrazione «balcanizzati» nei quali i conflitti tra i soci si trasferiscono nell'organo amministrativo ostacolando così potenzialmente il suo efficiente funzionamento" (G. PONS, *Toffoletto: "Rinnoviamo il modo di eleggere il cda con liste proporzionali o voto diretto ai candidati"*, su [repubblica.it](http://repubblica.it), 3 maggio 2016).

<sup>188</sup> In aggiunta a quanto già segnalato nell'apposita sede, è interessante qui riportare il pensiero di M. BIANCHI, *op. cit.*, 11 ss., tra l'altro perché proveniente dall'allora responsabile della Divisione *Corporate Governance* della CONSOB: l'autore, rilevando come "nonostante la presenza di elementi strutturali sfavorevoli, non mancano segnali di un maggior interesse per la partecipazione

inconvenienti che l'autonomia statutaria può solamente tentare di mitigare ed in una certa misura di prevenire ma non risolvere del tutto. In particolare, anche qualora, in presenza delle determinate condizioni sopra sommariamente descritte, i soci si risolvano ad adottare previsioni statutarie finalizzate ad incrementare il grado di proporzionalità del sistema elettorale e contemporaneamente ad attribuire funzione in senso lato integrativa di eventuali seggi rimasti vacanti in esito al voto assembleare alla lista presentata dal consiglio di amministrazione uscente anziché semplicemente a quella giunta seconda nella contesa elettorale (normalmente espressione del socio di riferimento), resterebbero comunque irrisolte una serie di questioni relativamente alle quali l'attuale dato normativo non sembra consentire risposte adeguate a livello di autonomia statutaria.

Per questo motivo, nell'ultimo paragrafo del presente lavoro si tenterà di immaginare in che direzioni potrebbe essere indirizzato un eventuale intervento normativo che, ad ormai quasi quindici anni dalla Legge sulla tutela del risparmio, si proponga di perfezionare il sistema elettorale dell'organo amministrativo delle società quotate, adattandolo tra l'altro alle in parte mutate condizioni del mercato dei capitali italiano.

### ***5. Prospettive evolutive della disciplina legale del voto di lista alla luce delle difficoltà operative dell'istituto***

Ormai da qualche tempo si discute, in dottrina e tra gli addetti ai lavori, dell'opportunità o meno di una riforma della disciplina per l'elezione dell'organo amministrativo delle società quotate. Nonostante il diffuso scetticismo iniziale, allo stato attuale il sistema elettorale delineato dal TUF e dalla normativa secondaria riscuote il giudizio prevalentemente positivo della dottrina ed il gradimento degli

---

in assemblea” ricomprende tra gli aspetti normativi che “potrebbero aver inciso positivamente” su tale maggior attivismo assembleare proprio il voto di lista che rappresenta effettivamente “un'altra specificità del sistema normativo italiano che contribuisce a stimolare la partecipazione assembleare”.



investitori istituzionali<sup>189</sup>, pur rappresentando per certi aspetti, come si è visto, un *unicum* nel panorama internazionale<sup>190</sup>. Nell'immaginare come si potrebbe intervenire a livello normativo per fornire una adeguata risposta ai fallimenti del voto di lista bisogna pertanto tenere conto che non tutto è da buttare ed anzi nel suo complesso l'attuale disciplina pare aver dato buona prova di sé<sup>191</sup>. Si tratta quindi, più limitatamente, di ipotizzare possibili modifiche per mezzo delle quali adattare il panorama normativo alle in parte mutate caratteristiche del mercato nazionale dei capitali, che ha vissuto e sta continuando a vivere un fase di apertura (soprattutto in alcuni settori, quelli a maggiore capitalizzazione) dalla quale deriva una maggiore frammentazione degli assetti proprietari delle società di maggiori dimensioni (specialmente bancarie) ed un conseguente incremento in queste stesse società del ruolo proattivo degli investitori istituzionali, specialmente stranieri.

Il primo punto su cui si intende soffermare l'attenzione concerne l'opportunità o meno di una differenziazione della disciplina applicabile alle società quotate di modo che il voto di lista resti applicabile, nella sua attuale forma, solamente in presenza di situazioni caratterizzate da una rilevante conflitto di interessi fra maggioranza e minoranza, la cui entità renda di fatto impossibile per quest'ultima prevalere in sede di elezione dell'organo amministrativo, mentre nei

---

<sup>189</sup> Secondo il presidente di Assogestioni Tommaso Corcos “il modello con il voto di lista ha molte luci e pochissime ombre”, rappresentando per gli investitori istituzionali un “momento importante del processo di engagement nelle società”; meno entusiasta il direttore generale di Assonime Stefano Micossi, secondo cui “il voto di lista presenta molte crepe, soprattutto nel caso delle *public company*”, pur riconoscendo che “le modalità per arrivare ad un suo superamento non sono scontate” (tutti i virgolettati sono tratti da A. CRISCIONE, *Assonime: il voto di lista ha troppo limiti*, in *Il Sole 24 Ore*, 14 luglio 2016).

<sup>190</sup> Oltre a quanto in precedenza rilevato, v. recentemente P.G. MARCHETTI, M. VENTORUZZO, *Minoranze di maggioranza (e viceversa). Ma quanto contano i soci?*, in *Corriere della Sera. L'economia*, 23 ottobre 2018, 11, per i quali “il sistema italiano di voto per liste è peculiare dell'Italia, sebbene anche altri ordinamenti conoscano regole, sebbene meno forti, per favorire la rappresentanza degli investitori istituzionali (USA, UK, Israele, Russia, tra gli altri). Campione di «democrazia azionaria»? Forse è uno dei casi, questo, in cui il nostro Paese non rappresenta un cattivo esempio”.

<sup>191</sup> Nello stesso senso P.G. MARCHETTI, M. VENTORUZZO, *ivi*, i quali non ritengono che “il sistema del voto di lista sia da eliminare” per il possibile paradosso dell'inversione tra maggioranza e minoranze né, in termini più generali che “sia da buttare un sistema che lascia all'autonomia privata, al mercato, un così ampio spazio per configurare la struttura della *governance* societaria”.

casi in cui il controllo sulla società sia meno saldamente nelle mani di uno o più soci di riferimento venga riconosciuta quanto meno la possibilità di godere di una maggiore flessibilità statutaria. Ad avviso di chi scrive, il riconoscimento di un ruolo centrale all'autonomia statutaria nella materia in oggetto, pur presentando senza dubbio alcuni vantaggi - su tutti, quello di consentire a ciascuna società di predisporre un sistema elettorale "su misura" per le proprie esigenze - porta con sé anche una serie di criticità che non possono essere sottovalutate. Innanzitutto, un certo grado di regolamentazione (primaria e secondaria) è necessaria per evitare che si faccia abuso degli ampi spazi di autonomia che verrebbero a crearsi: se infatti è chiaro che riconoscere alle singole società la libertà di adattare alle proprie caratteristiche strutturali alcuni aspetti del loro *governance* rende percorribili soluzioni più efficienti rispetto a quelle offerte da un unico sistema standardizzato ed imposto imperativamente a tutti gli emittenti, altrettanto vero è che un eccessivo lassismo normativo e/o regolamentare porta inevitabilmente con sé il rischio che l'autonomia statutaria finisca per risolversi in un mezzo attraverso il quale rafforzare la posizione di dominio già detenuta da un certo gruppo all'interno della società (sia questo, a seconda delle caratteristiche strutturali della compagnia sociale, l'organo amministrativo ovvero un socio o anche un gruppo di soci di controllo).

In secondo luogo, in un'ottica sistematica e di più ampio respiro, non si devono sottovalutare i costi e le difficoltà che potrebbero discendere da una eccessiva liberalizzazione in materia; è evidente infatti che, tanto dal punto di vista degli investitori istituzionali quanto da quello delle autorità preposte alla vigilanza del mercato, un panorama normativo caratterizzato da una maggiore frammentazione dei sistemi elettorali importa la necessità di dotarsi di un'organizzazione più strutturata in grado di adattarsi alle caratteristiche dei singoli emittenti. Da questo punto di vista, una disciplina che garantisca un certo grado di

certezza e uniformità per quanto concerne gli strumenti utilizzabili delle diverse società ha un valore intrinseco non trascurabile<sup>192</sup>.

Tutto quanto sin qui evidenziato porta a ritenere che, nonostante in dottrina sia piuttosto diffuso un sentimento favorevole al riconoscimento di maggiori spazi di autonomia statutaria<sup>193</sup>, sarebbe forse preferibile un intervento del legislatore che, pur senza limitare eccessivamente la libertà dei singoli emittenti, delinei tuttavia con un certo grado di rigidità sistemi elettorali in parte diversificati a seconda delle caratteristiche delle varie società.

Se si condivide questa impostazione, l'attenzione deve conseguentemente focalizzarsi sul criterio in forza del quale distinguere fra società in cui il sistema elettorale attuale è effettivamente in grado di realizzare lo scopo di tutela delle minoranze che storicamente ne ha giustificato l'introduzione e società in relazione alla quali detto sistema rischia invece di realizzare quegli effetti paradossali di cui si è dato conto nei paragrafi precedenti.

Considerato che, come si è detto, il voto di lista nella forma oggi in vigore ha dato buona prova di sé in quelle società in cui esiste un azionista o un gruppo di azionisti in grado di esercitare un controllo sufficientemente stabile in assemblea, mentre le ipotesi di inversione di maggioranza e minoranza si sono verificate in società il cui capitale è in larga parte a disposizione del mercato, si possono immaginare almeno due criteri astrattamente in grado di individuare quelle società che potrebbero beneficiare di un sistema elettorale diverso rispetto a quello attuale:

---

<sup>192</sup> Sul punto cfr. in particolare M. BELCREDI, L. CAPRIO, *Amministratori indipendenti ed amministratori di minoranza: stato dell'arte e proposte evolutive*, cit., 46, che rilevano come “[u]na completa liberalizzazione delle scelte delle società porterebbe infatti rapidamente a una proliferazione dei possibili modelli di *governance*, tanto più che le società potrebbero adottare una notevole gamma di altre regole (qui non considerate), che potrebbero complicare notevolmente il quadro”.

<sup>193</sup> M. STELLA RICHTER Jr., *Appunti sulla evoluzione della disciplina dell'amministrazione delle società quotate e sulle sue prospettive di riforma*, cit., 52 ss., secondo cui, anche se soprattutto in relazione alla composizione del consiglio piuttosto che al sistema di nomina dei suoi membri, quello attualmente esistente è “un sistema ormai troppo rigidamente regolamentato per una realtà - quella appunto delle società emittenti di diritto italiano - estremamente diversificata ed in sempre più rapida evoluzione”.

un primo criterio che faccia riferimento alla capitalizzazione della società ed un secondo criterio che privilegi l'esistenza o meno di un socio o di un gruppo di soci che detenga una partecipazione superiore ad una certa percentuale del capitale sociale.

Stabilire una soglia di capitalizzazione massima superata la quale la società sia soggetta ad una disciplina particolare è una tecnica che, pur essendo stata proposta da autorevole dottrina<sup>194</sup>, non pare garantire con sufficiente sicurezza il risultato cercato. Si ritiene pertanto preferibile, nel caso di specie, fare riferimento ad un criterio che prenda in considerazione l'esistenza o meno di soci in possesso di una partecipazione azionaria rilevante.

Questa conclusione è dettata innanzitutto dalla considerazione per cui, pur essendo generalmente le società a grande o grandissima capitalizzazione quelle che presentano assetti proprietari maggiormente diffusi, ciò non è necessariamente vero: basti pensare che quella che viene frequentemente additata come uno dei pochi esempi (quantomeno al di fuori del settore bancario) di *public company* (o, più correttamente, di *publicly held corporation*) presente nel listino italiano, Prysmian S.p.A., in cui circa l'86% del capitale sociale è in mano al mercato e nessun socio o gruppo di soci possiede una partecipazione superiore al 5,1% del capitale<sup>195</sup>, abbia una capitalizzazione relativamente modesta (nell'ordine dei cinque miliardi di euro<sup>196</sup>), mentre esistono società che, a dispetto di un valore di

---

<sup>194</sup> M. STELLA RICHTER *Jr.*, *op. loc. ult. cit.*, per cui “si devono isolare, nell'ambito dello statuto speciale della società quotata, alcune regole su nomina e composizione del consiglio di amministrazione che valgano solo per le società a grande capitalizzazione e con compagine azionaria estremamente diffusa (in sostanza le *blue chips* o, per avere un riferimento più preciso, le società del FTSE-Mib)”.

<sup>195</sup> Il dato è tratto dalla *Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari* redatta dalla stessa società ai sensi dell'art. 123-*bis* del T.U.F. con riferimento al 31 dicembre 2017 ed è consultabile all'indirizzo internet <https://www.prysmiangroup.com/it/investitori/corporate-governance>.

<sup>196</sup> Per la precisione 4.975.067.897 di euro, secondo i dati disponibili sul sito di Borsa Italiana nel momento in cui si scrive.

borsa anche notevolmente superiore, sono tuttavia saldamente controllate da un singolo azionista<sup>197</sup>.

A ciò si aggiunga che la capitalizzazione di una società è per sua intrinseca natura soggetta a mutamenti, anche repentini, del tutto indipendenti dalla struttura proprietaria della società stessa; con il che la stessa società potrebbe trovarsi ad essere assoggettata ad un determinato regime piuttosto che ad un altro senza che si siano verificati mutamenti di rilievo nella composizione della propria compagine sociale.

Al contrario, assumendo quale scriminante la presenza o meno di uno o più soci che detengano una partecipazione che superi una determinata percentuale del capitale sociale (o, più correttamente, una determinata percentuale del numero complessivo di voti esprimibili nell'assemblea) si garantirebbe al sistema maggiore certezza nel breve e più stabilità nel lungo periodo.

Una volta chiarita la preferenza per un criterio distintivo basato sull'entità della partecipazione detenuta dai soci dell'emittente, il passaggio logico successivo consiste evidentemente nell'individuare quale sia la soglia che deve fungere da *discrimen* tra l'applicazione dell'un sistema elettorale piuttosto che dell'altro. Si tratta di una scelta in larga parte discrezionale ed in un certo senso "politica": per tale motivo in questa sede ci si può almeno per ora limitare a prendere atto di come, tra quegli autori che si dicono favorevoli all'introduzione di un sistema elettorale differenziato sulla base della composizione dell'assetto proprietario, la soglia di riferimento oscilli tra il 20% ed il 30%<sup>198</sup> dei diritti di voto esercitabili in assemblea e, più precisamente, nell'assemblea ordinaria chiamata a deliberare in merito

---

<sup>197</sup> Si pensi, solo per fare un esempio numerico, a Pirelli S.p.A. che, al momento in cui si scrive, capitalizza circa 6,4 miliardi di euro ed il cui azionista di controllo detiene il 63,11% delle azioni con diritto di voto.

<sup>198</sup> Ad esempio L. ENRIQUES, L. ZINGALES, *Il voto di lista non basta più nei big a capitale diffuso*, in *Il Sole 24 Ore*, 21 maggio 2015, si chiedono "se non sia arrivato il momento di offrire alle società senza un forte azionista di controllo (diciamo sotto la soglia del 20 per cento) un'alternativa" al sistema elettorale attualmente in vigore; invece, secondo M. BELCREDI, L. CAPRIO, *Prove di manutenzione per il voto di lista*, [lavoce.info](http://lavoce.info), 6 giugno 2014, può parlarsi di mancanza di un azionista di controllo quando nessun socio detenga una partecipazione complessivamente superiore alla "soglia Opa del 30 per cento".

all'approvazione del bilancio ed alla nomina degli amministratori (ossia in quella sede con riferimento alla quale, per costante interpretazione dottrinale e giurisprudenziale, deve valutarsi l'esistenza di una situazione di controllo o di influenza dominante ai sensi dell'art. 2359 c.c.).

A questo punto si tratta di immaginare le caratteristiche che dovrebbe avere il sistema elettorale applicabile a quelle società in cui, in considerazione dell'impossibilità di fare riferimento alle tradizionali categorie di socio di maggioranza e di soci di minoranza, ci si proponga come obiettivo quello di realizzare la nomina di un consiglio di amministrazione in grado di convogliare su di sé il gradimento del maggior numero possibile dei soci e di consentire una certa eterogeneità per quanto riguarda la provenienza degli amministratori dalle diverse anime di cui si compone la compagine sociale.

Alla luce delle considerazioni sopra svolte in relazione agli spazi di manovra disposizione dell'autonomia statutaria, il primo tassello che, in un'ottica *de lege ferenda*, dovrebbe caratterizzare il sistema elettorale "riservato" a quelle società prive di un azionista di riferimento sembra essere la lista del consiglio di amministrazione. Più precisamente, il sistema elettorale che qui si tenta di ipotizzare vede quale suo elemento centrale la previsione legale di un vero e proprio obbligo (e non di una mera facoltà) per l'organo amministrativo uscente di presentare una propria lista di candidati, che indichi un numero di amministratori quantomeno pari a quello dei seggi da rinnovare<sup>199</sup>.

Oltre all'indubbio effetto di responsabilizzazione dell'organo gestorio, ed in particolare del comitato nomine formato al suo interno, cui si è già precedentemente fatto cenno, nelle società caratterizzate da assetti proprietari particolarmente diffusi l'obbligo di presentazione delle candidature da parte dell'organo amministrativo uscente avrebbe l'effetto di offrire all'assemblea valide alternative rispetto ai

---

<sup>199</sup> Ossia alla totalità del consiglio ovvero, per quelle società che optino per il c.d. *staggered board*, alla parte di consiglio da rinnovare nella specifica tornata elettorale. Sul punto non sembra auspicabile un'eventuale intervento del legislatore, essendo al contrario preferibile rimettere ai singoli emittenti la scelta fra il rinnovo totale del *board* ogni (massimi) 3 anni ed un rinnovo scaglionato di anno in anno.

candidati (a questo punto eventualmente) presentati da quei soci che, pur non detenendo una partecipazione rilevante in termini assoluti, presentino comunque una propria lista che, vigente l'attuale sistema elettorale, sarebbe destinata, anche nel caso di soccombenza rispetto alla lista corta eventualmente presentata dai fondi, ad esprimere un'ampia maggioranza dei componenti del consiglio.

E' inoltre evidente che, nell'individuazione dei candidati di provenienza consiliare, gli amministratori uscenti terranno in debita considerazione non solo le esigenze della società (per come rappresentategli in particolare dal comitato nomine) ma anche in una certa misura le presumibili preferenze ed i *desiderata* dei soci più influenti e degli investitori istituzionali, ossia di quei soggetti in grado di orientare in larga parte anche i voti del mercato<sup>200</sup>.

Si tratterà piuttosto di assicurarsi che tale inevitabile tendenza non sfoci in più o meno torbidi accordi sottobanco. Non è questo tuttavia il luogo per approfondire un tema così delicato, che coinvolge numerosi aspetti della *corporate governance* delle società quotate: ci si può dunque limitare a sottolineare la sempre maggior rilevanza che assume, anche in quest'ottica, il dibattito attualmente in corso sulla possibilità ed eventualmente sulle modalità attraverso cui assicurare a determinati azionisti - ed in particolare, evidentemente, agli investitori istituzionali - un canale "privilegiato" ma al contempo "pubblico" di comunicazione con l'organo amministrativo della società<sup>201</sup>.

---

<sup>200</sup> Questo aspetto è evidenziato anche da P.G. MARCHETTI, M. VENTORUZZO, *Minoranze di maggioranza (e viceversa). Ma quanto contano i soci?*, cit., secondo cui "se il consiglio decide secondo procedure appropriate, tali da evitare che siano i «figli» di una maggioranza ad autopertuarsi, è probabile che le candidature rispecchino profili e «diversità» approvate dagli investitori istituzionali, rendendo superflua una loro lista ed evitando il fenomeno della maggioranza che diventa minoranza".

<sup>201</sup> Per un quadro sul punto v. per tutti G. STRAMPELLI, *Engagement degli investitori istituzionali e colloqui riservati con gli emittenti*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2018, I, 393 ss., che tra l'altro evidenzia come "la prassi degli incontri e dei dialoghi riservati tra gli emittenti e gli investitori istituzionali/soci possa trovare ulteriore incentivo in taluni recenti sviluppi in materia di *corporate governance*" ed in particolare nella "diffusione tra un crescente numero di società quotate della previsione statutaria (tipica nei Paesi anglosassoni, ma ricorrente anche in altri contesti) che consente al consiglio di amministrazione uscente di presentare la propria lista per il rinnovo dell'organo

Proseguendo nel delineare le caratteristiche di un ipotetico sistema elettorale alternativo a quello attuale, è possibile immaginare due differenti fattispecie suscettibili in concreto di verificarsi in presenza di un sistema che obblighi il consiglio uscente a presentare una propria lista completa di candidati alla sua successione: (i) qualora le candidature così formulate riscontrino il gradimento dei soci (o, a voler essere più precisi, di tutti quei soci che, da soli o coalizzandosi con altri, possiedano una partecipazione pari o superiore a quella necessaria ai sensi di legge e statuto per la presentazione delle liste), l'assemblea si troverà a discutere e votare solamente i candidati selezionati dall'organo di gestione su indicazione dell'apposito comitato nomine; (ii) nel caso in cui invece uno o più tra i soci non sia del tutto concorde con le scelte della società, potrà decidere, qualora si verifichino le condizioni di legge che legittimano la presentazione di una lista da parte dei soci, di proporre all'assemblea dei nominativi alternativi a quelli espressi dall'organo amministrativo, così determinando l'instaurarsi di una vera e propria contesa elettorale.

Ovviamente, perché ciò sia possibile è necessario prevedere termini di deposito differenziati per la lista del consiglio di amministrazione e le eventuali liste presentate dai soci: imponendo il deposito della prima con precedenza rispetto alle altre si consente infatti ai soci di decidere con maggiore ponderazione se presentare o meno candidature alternative rispetto a quelle di provenienza consiliare.

---

amministrativo: in tal caso, infatti, è ipotizzabile — e, invero, deve ritenersi fisiologico — che vi siano contatti tra gli amministratori uscenti ed i soci più rilevanti in merito alla composizione della lista «del consiglio», anche al fine di coagulare il più ampio consenso intorno ad essa.”. Si tratta di un tema che ha ricevuto un notevole impulso a livello europeo in seguito all'avvio della revisione della direttiva 2007/36/CE sui diritti degli azionisti e con la successiva approvazione della *Shareholders' Rights Directive II* (direttiva 2017/828/UE), che contiene infatti espressi riferimenti a forme di dialogo tra la società e gli investitori istituzionali suoi soci (ad esempio, all'art. 3-*octies*, che testualmente prevede che nella c.d. politica di impegno che gli investitori istituzionali devono elaborare e pubblicizzare essi diano conto delle modalità attraverso cui gli stessi “dialogano con le società partecipate”). Più in generale, sui riflessi che l'accresciuta importanza degli investitori istituzionali esercita sulla *governance* societaria v. L.A. BEBCHUK, A. CHOEN, S. HIRST, *The Agency Problems of Institutional Investors*, *Journal of Economic Perspectives*, 2017, 31, 3, 89 ss., disponibile anche all'indirizzo internet <https://ssrn.com/abstract=2982617>.



In relazione alla prima delle due ipotesi sopra delineate è evidente che, alla luce della sostanziale convergenza della volontà dei diversi soci sui candidati proposti, non si porranno particolari difficoltà e l'assemblea si concluderà gioco forza con l'elezione dell'intero consiglio che risulterà composto esclusivamente da membri di provenienza consiliare. In quest'ottica sarebbe ad avviso di chi scrive apprezzabile che il legislatore stabilisse che l'organo uscente è tenuto a presentare una lista che sia *quantomeno* completa, così consentendo, per effetto di una previsione generale contenuta nello statuto (che pare opportuna), o eventualmente, nel silenzio di quest'ultimo, in base ad una valutazione rimessa, di elezione in elezione, al consiglio di amministrazione uscente, di presentare liste che indichino un numero di candidati superiore rispetto al numero dei posti da assegnare. Ai soci sarebbe in tal caso riconosciuta la possibilità di esprimere le proprie preferenze tra i candidati proposti, così rendendo evidente il livello di gradimento riscosso da ciascuno dei candidati proposti e riconoscendo ai soci stessi un ulteriore strumento per esprimere, quantomeno in maniera indiretta, il proprio giudizio in relazione all'operato del consiglio<sup>202</sup>.

In termini più generali, sembra decisamente opportuno che una delle peculiarità di un ipotetico nuovo sistema elettorale sia quella di consentire agli

---

<sup>202</sup> Si pensi al caso in cui l'amministratore delegato uscente, riproposto nella lista del consiglio di amministrazione, pur venendo effettivamente rieletto, riceva un gradimento particolarmente basso (risultano magari l'ultimo degli eletti) e per tale motivo il nuovo organo amministrativo si trovi nella situazione di dover scegliere se disinteressarsi dell'esito elettorale (con ciò esponendosi nella sua interezza, alla successiva tornata elettorale, al presumibile giudizio sfavorevole degli azionisti) ovvero conferire le deleghe - o almeno parte di esse - ad un diverso consigliere. Da questo punto di vista merita piena adesione il pensiero di M. STELLA RICHTER Jr., *Appunti sulla evoluzione della disciplina dell'amministrazione delle società quotate e sulle sue prospettive di riforma*, cit., 55, ed in particolare nt. 17, secondo cui l'attuale sistema potrebbe essere ripensato, tra l'altro, "imponendo (sempre *statutariamente*) liste con un numero di persone più alto di quelle da eleggere" (corsivo aggiunto); soluzione statutaria quindi e non, come invece sembra prospettare altra dottrina (M. BELCREDI, L. CAPRIO, *Prove di manutenzione per il voto di lista*, cit.), imposta d'imperio con norma di legge o regolamentare, così dando vita ad un "sistema più flessibile, con disposizioni di principio e variate a seconda delle diverse realtà societarie, nell'ambito del quale questa potrebbe essere una delle soluzioni statutariamente realizzabili, ma non anche quella normativamente imposta".

azionisti di votare per i singoli candidati e non solamente di “prendere o lasciare” una lista in blocco<sup>203</sup>.

Da questo punto di vista, in effetti, anche nel secondo scenario sopra ipotizzato, ossia quello nel quale alcuni soci, insoddisfatti delle candidature avanzate dall’organo uscente, presentino una propria lista alternativa a quella del consiglio, si potrebbe pensare di riconoscere agli azionisti la possibilità di pronunciarsi su ciascuno dei nominativi proposti anziché sulle singole liste nel loro complesso. Così facendo si consentirebbe ai fondi, sia che essi non abbiano presentato alcuna lista sia che abbiano presentato una propria lista (anche corta), di sostenere, oltre ai propri, solamente quei candidati della lista dell’organo amministrativo che ritengono meritevoli di essere eletti, con ciò favorendo un maggiore coinvolgimento degli investitori istituzionali - e quindi in definitiva del mercato - nella nomina dell’organo gestorio nel suo complesso (e non solo, come con l’attuale sistema avviene in caso di vittoria della lista dei fondi, di una minima parte di esso) senza tuttavia che gli stessi possano temere di essere tacciati di controllare la società, posto che la maggioranza degli amministratori verrebbe comunque tratto dalla lista di emanazione consiliare e non da quella degli investitori istituzionali medesimi.

Andrebbe comunque mantenuta anche per le società cui applicare questo regime alternativo la regola che impone di trarre uno o più amministratori dalla

---

<sup>203</sup> Seppure con diverse sfumature, molti degli autori che, occupandosi del tema del voto di lista, hanno avanzato proposte di riforma, riconoscono nella possibilità di esprimere preferenze sui singoli candidati con conseguente elezione di chi ottiene più preferenze (*majority voting*) una caratteristica desiderabile in una prospettiva *de iure condendo*. In tal senso cfr. M. STELLA RICHTER Jr., *Appunti sulla evoluzione della disciplina dell’amministrazione delle società quotate e sulle sue prospettive di riforma*, cit., 55, per il quale la valorizzazione delle preferenze della compagine sociale risponde ad una “esigenza di «pluralismo» e di diversificazione nella composizione dell’organo amministrativo collegiale”. In senso analogo anche L. ENRIQUES, L. ZINGALES, *Il voto di lista non basta più nei big a capitale diffuso*, cit.; G. PONS, *Toffoletto: “Rinnoviamo il modo di eleggere il cda con liste proporzionali o voto diretto ai candidati*, cit.; BELCREDI, L. CAPRIO, *Prove di manutenzione per il voto di lista*, cit., che peraltro sottolineano in maniera assolutamente condivisibile come l’introduzione del voto sui singoli candidati avrebbe tra l’altro l’effetto di “incentivare il Cda uscente a presentare candidatura di qualità”.

prima delle liste sconfitte non collegata alla lista che ha ottenuto il maggior numero di voti<sup>204</sup>. Detta regola infatti continuerebbe a trovare applicazione in tutti quei casi in cui, nonostante la presentazione di (una o più) liste alternative a quella dell'organo amministrativo uscente, quest'ultima risulti comunque essere la più votata e, alla luce delle preferenze espresse dall'assemblea sui singoli candidati, l'intero consiglio verrebbe ad essere composto da membri proposti dall'organo amministrativo.

Il mantenimento di una riserva di posti in consiglio in favore della "minoranza" porta a domandarsi se anche nel sistema ipotizzato una regola come quella attualmente in vigore in tema di collegamento abbia ragione di esistere o se, viceversa, debba essere eliminata o anche solo ripensata. In altri termini, occorre domandarsi se la libertà di votare per i singoli candidati di differenti liste anziché per una ed una sola lista nella sua interezza sia compatibile con la norma per cui il consigliere espressione della minoranza deve essere tratto da una lista che "non sia collegata in alcun modo, neppure indirettamente, con i soci che hanno presentato o votato la lista risultata prima per numero di voti" (art. 147-ter, comma 3, TUF).

In un sistema in cui i soci sono chiamati non già ad una singola votazione in cui dichiarano quale tra le liste presentate sia quella a loro gradita bensì a tante votazioni quanti sono i candidati complessivamente indicati in tutte le liste presentate, occorre senza dubbio ricalibrare la nozione di collegamento rilevante tenendo nella dovuta considerazione l'assoluta legittimità del comportamento di quei soci che esprimono il proprio gradimento nei confronti di candidati che fanno parte di liste diverse.

Si dovrebbe pertanto escludere che costituisca ipotesi di collegamento rilevante il fatto che i consiglieri tratti dalla lista seconda classificata siano stati *votati* da soci che hanno espresso il proprio gradimento anche nei confronti di candidati espressi dalla lista che ha ottenuto il maggior numero di voti. Resta invece

---

<sup>204</sup> Diversamente da quanto sostenuto da M. BELCREDI, L. CAPRIO, *Prove di manutenzione per il voto di lista*, cit., nt. 5, che parlano del mantenimento di una riserva di posti a favore di eventuali liste di minoranza come di una previsione solo eventuale, nel sistema qui ipotizzato tale riserva resta inderogabilmente prevista dalla legge.

rilevante il collegamento con riguardo a coloro che hanno *presentato* le diverse liste: in pratica, non potranno essere eletti come consiglieri di minoranza quei candidati (indicati da una lista diversa da quella vincitrice) che abbiano ottenuto il numero più elevato di preferenze per effetto del voto di soci che siano collegati, anche solo indirettamente, con i soggetti (soci ovvero amministratori) che hanno presentato la lista prima classificata.

In quest'ottica si ritiene opportuno innanzitutto espungere dal testo normativo il riferimento ai soci che hanno votato la lista vincitrice, mantenendo invece il criterio che fa riferimento alla provenienza delle liste, cogliendo peraltro l'occasione per precisare che non è sufficiente, al fine di "squalificare" i candidati più votati estranei alla lista vincitrice, che essi siano stati comunque votati da soci collegati a coloro che hanno contribuito a presentare detta lista, ma che è anche necessario che il voto di tali soggetti risulti in concreto decisivo ai fini della loro elezione. Si tratta quindi di prevedere una sorta di "prova di resistenza" al fine di scoraggiare tutti quei comportamenti meramente abusivi volti a favorire l'elezione nella quota riservata alle minoranze dei candidati meno sgraditi a quei soci che, all'esito del procedimento elettorale, risultino costituire la maggioranza assembleare.

Alla luce dei rilievi sviluppati può quindi azzardarsi una proposta di riformulazione del terzo comma dell'art. 147-*ter* TUF nel senso che "almeno uno dei componenti del consiglio di amministrazione è scelto fra i candidati, indicati in una lista diversa da quella prima classificata, che abbiano ottenuto il maggior numero di voti al netto dei voti espressi da soci collegati, anche solo indirettamente, con i presentatori della lista risultata prima".

Da ultimo, un intervento del legislatore sul sistema elettorale delle società quotate rappresenterebbe un'occasione anche per intervenire su una delle criticità dell'attuale disciplina evidenziata nelle prime pagine del presente lavoro, consistente nell'individuazione della data in cui avviene il deposito della lista presso l'emittente quale momento cui fare riferimento al fine di verificare la

legittimazione dei soci proponenti<sup>205</sup>. A tal proposito si potrebbe pensare di ancorare la legittimazione alla scadenza del termine finale per presentare liste. E' vero infatti che così facendo si rischierebbe di impedire la smobilitazione della partecipazione azionaria da parte dei soci che hanno presentato una propria lista ma: (i) i termini di "blocco" non dovrebbero risultare eccessivamente lunghi e potrebbero essere comunque accorciati dai soci presentando la lista senza un eccessivo anticipo rispetto alla scadenza del termine; (ii) si limiterebbe la possibilità che all'assemblea venga sottoposta una lista che non è già più espressione di una minoranza significativa in quanto, se i soggetti che l'hanno presentata dovessero vendere tante azioni da non avere più requisiti di legge, l'organo amministrativo dovrebbe escluderla dalla contesa elettorale, pur non potendosi escludere che la cessione avvenga successivamente al termine finale per il deposito delle liste presso la sede dell'emittente e prima della data assemblea<sup>206</sup>; (iii) più in generale, si renderebbero più costose eventuali iniziative di disturbo del procedimento assembleare attuate da soggetti non effettivamente interessati a svolgere un ruolo attivo nella vita della società.

---

<sup>205</sup> Sul punto si v. inoltre le brevi considerazioni già svolte *supra* (nt. 28).

<sup>206</sup> In questa prospettiva si apprezza particolarmente la previsione che impedisce di trarre l'amministratore di minoranza dalla lista giunta seconda qualora questa non abbia ricevuto un minimo di consenso, attualmente individuato dal legislatore in misura pari ad almeno la metà dei voti richiesti per la presentazione delle liste (limite che si potrebbe peraltro pensare di innalzare).



## CONCLUSIONI

Un sistema elettorale che, per espressa ed inderogabile previsione di legge, si sostituisca, nelle sole società per azioni quotate in cui manca un socio o un gruppo di soci che detiene una partecipazione superiore ad una certa soglia (da determinarsi ad opera del legislatore in misura comunque non superiore, al massimo, al 30% dei voti esprimibili nell'assemblea ordinaria), a quello attualmente applicabile senza distinzioni a tutti gli emittenti quotati e caratterizzato fondamentalmente da: (i) obbligo per il consiglio di amministrazione uscente di presentare una lista di propri candidati; (ii) possibilità di votare i singoli candidati anche appartenenti a liste diverse e non necessariamente una ed una sola lista in blocco. Questo il nucleo essenziale della proposta qui avanzata a conclusione del percorso di analisi delle origini, finalità, effetti e criticità del voto di lista sviluppato con il presente lavoro, che ha evidenziato come il sistema delineato dal TUF per la nomina dei componenti dell'organo gestorio delle società quotate, che rappresenta un *unicum* nel panorama internazionale, oltre ad incidere - perlomeno indirettamente - sullo stessa funzione che il consiglio di amministrazione è chiamato a svolgere nell'ambito della *governance* degli emittenti quotati, presenti al contempo luci (principalmente, il fornire uno strumento per la tutela dei soci di minoranza riconoscendo loro, ed in particolare agli investitori istituzionali, una voce nel processo amministrativo) ed ombre (*in primis*, la poca scalabilità del sistema stesso via via che aumenta il frazionamento dell'azionariato e perdono conseguentemente centralità i concetti di maggioranza e minoranza) che rendono non del tutto soddisfacenti i pur possibili interventi suppletivi dell'autonomia statutaria e suggeriscono una sorta di *fine tuning* normativo che consenta un adattamento alle mutate condizioni dei mercati ed alla più recente evoluzione della struttura degli assetti proprietari che ha caratterizzato solo alcuni degli emittenti italiani, in special modo, ma non solo, quelli dei settori bancario ed assicurativo.

Su tale proposta potrebbero poi innestarsi ulteriori considerazioni e "complicazioni", quale ad esempio la previsione, nella prospettiva di un sistema elettorale di stampo più marcatamente proporzionale, di un numero di

amministratori “di riserva” tanto maggiore quanto minore è il peso del socio di controllo. Si tratterebbe tuttavia di elementi per così dire di contorno, senza dubbio apprezzabili ma che non costituirebbero il cuore del sistema elettorale ed in quanto tali non dovrebbero essere oggetto, ad avviso di chi scrive, di specifiche previsioni normative; la loro adozione potrebbe infatti essere più utilmente rimessa alla libera scelta ed alla fantasia dai singoli emittenti. In quest’ottica pare quindi opportuno che il legislatore riservi all’autonomia statutaria un margine di azione piuttosto consistente in modo, tra l’altro, da consentire all’autodisciplina di riappropriarsi di quel ruolo propositivo e di coordinamento che forse negli ultimi tempi e proprio in relazione alle tematiche riguardanti l’elezione del consiglio di amministrazione - ed in particolare il sistema del voto di lista e la reazione al fenomeno delle maggioranze - sembra essere venuto a mancare.



## BIBLIOGRAFIA

- AA.VV., *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*<sup>2</sup>, New York, 2009.
- AA. VV., *Governo delle società quotate ed attivismo degli investitori istituzionali*, a cura di M. Maugeri, Milano, 2015.
- P. ABBADESSA, *La gestione dell'impresa nella società per azioni*, Milano, 1974.
- P. ABBADESSA, *Profili tipici della nuova disciplina dell'amministrazione delegata*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, 2, Torino, 2006, 509 ss..
- N. ABRIANI, *Partecipazione azionaria, categorie di azioni e altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, IV, tomo I, *Le società per azioni*, Padova, 2010, 307 ss..
- N. ABRIANI, *Commento all'art. 2351 c.c.*, in *Il nuovo diritto societario*, diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasco e P. Montalenti, Bologna, 2004, 324 ss..
- R.B. ADAMS, D. FERREIRA, *Women in the Boardroom and Their Impact on Governance and Performance*, in *Journal of Financial Economics*, 2009, 94(2), 291.
- R.B. ADAMS ET AL., *The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey*, in *Journal of Economic Literature*, vol. 48, 2010, 58 ss..
- V. ALLEGRI, *Contributo allo studio della responsabilità civile degli amministratori*, Milano, 1979.
- S. ALVARO, B. LUPINI, *Le linee guida della Commissione europea in materia di corporate governance e i riflessi sull'ordinamento italiano*, Quaderni giuridici Consob, 2013.
- 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 *Quaderni giuridici CONSOB*, 1/2012, 9.
- C. ANGELICI, *Società per azioni ed in accomandita per azioni*, in *Enciclopedia del diritto*, XLII, Milano, 1990, 1004.

- C. ANGELICI, *La società per azioni*, I, *Principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da Cicu e Messineo, Milano, 2012.
- C. ANGELICI, *Note minime sull'“interesse sociale”*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 2014, I, 255 ss..
- C. ANGELICI, M. LIBERTINI, *Un dialogo su voto plurimo e diritto di recesso*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 2015, I, 1 ss..
- A. ANGELILLIS, M.L. VITALI, *Commento all'art. 2351 c.c.*, in *Azioni*, a cura di M. Notari, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008, 470 ss..
- T. ASCARELLI, *I problemi delle società anonime per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, I, 8 ss..
- ASSONIME, *Le nuove disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari*, Circolare n. 12, 2006.
- ASSONIME, *La disciplina dell'elezione degli organi di amministrazione e di controllo nelle società quotate*, Circolare n. 36, 2009,
- T. AULETTA, *La legittimazione dei coniugi agli atti dell'impresa coniugale*, in *Studi in memoria di Mario Condorelli*, Milano, 1989.
- S. BAINBRIDGE, *Corporate Governance After the Financial Crisis*, Oxford, 2012.
- S. BAINBRIDGE, *House Financial Choice Bill will change the shareholder proposal rule for better*, <http://www.professorbainbridge.com/professorbainbridge.com/2017/05/house-financial-choice-bill-will-change-the-shareholder-proposal-rule-for-the-better.html>.
- S. BALZOLA, *Managers vs. Shareholders:nuove prospettive del diritto societario statunitense (a proposito della legge societaria del North Dakota)*, in *Rivista di diritto societario*, 2010, 219 ss..
- F. BARACHINI, *La gestione delegata della società per azioni*, Torino, 2008.
- F. BARACHINI, *Art. 2381*, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da Pietro Abbadessa e Giuseppe B. Portale, 2016, Tomo I, 1196 ss..

- O. BAR-GILL, M. BARZUZA, L.A. BEBCHUK, *The Market for Corporate Law*, in *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 162, 2006, 134 ss..
- H. BAUM, *The rise of the independent director: a historical and comparative perspective*, Max Planck Institute for Comparative and International Private Law Research Paper Series, n. 16/20.
- L.A. BEBCHUK, A. CHOEN, S. HIRST, *The Agency Problems of Institutional Investors*, *Journal of Economic Perspectives*, 2017, 31, 3, 89 ss..
- L.A. BEBCHUK, J. FRIED, *Pay without Performance. The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Cambridge - London, 2004.
- L.A. BEBCHUK, A. HAMDANI, *Federal Corporate Law: Lessons from History*, in *Columbia Law Review*, 106, 2006, 1793 ss..
- M. BELCREDI, *Amministratori indipendenti, amministratori di minoranza, e dintorni*, in *Riv. soc.*, 2005, 853 ss..
- M. BELCREDI, L. CAPRIO, *Amministratori indipendenti ed amministratori di minoranza: stato dell'arte e proposte evolutive*, in *Atti dei seminari celebrativi per i 40 anni dall'istituzione della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa*, a cura di G. Mollo, Quaderno giuridico della Consob n. 9, Roma, 2015, 24 ss..
- M. BELCREDI, S. MICOSSI, *Una poltrona per la minoranza*, sul sito *lavoce.info*, 11 aprile 2005.
- S. BHAGAT, B. BLACK, *The Uncertain Relationship between Board Composition and Firm Performance*, in *Business Lawyer*, 54, 1999, 921 ss..
- L.A. BIANCHI, *Note in materia di deroghe statuarie ai requisiti per la presentazione ed il voto di lista per l'elezione di amministratori di società quotate*, in *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze*, P. Benazzo, M. Cera, S. Patriarca (diretto da), Milano, 2011, 597 ss..
- M. BIANCHI, *L'attivismo degli investitori istituzionali nel governo delle società quotate: una analisi empirica*, in *Governo delle società quotate ed attivismo degli investitori istituzionali*, a cura di M. Maugeri, Milano, 2016, 5 ss..
- M. BIANCO, G. PALUMBO, *Il CdA: quale funzione e quando è efficiente*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2003, 16.
- W. BIGIAMI, *I commercialisti e la fantasia*, in *Riv. dir. civ.*, 1956, I, 1023 ss..

- S. BOCCONI, *Unicredit e Intesa, la sfida dei fondi Nuove maggioranze in assemblea*, in *Corriere della sera*, 7 marzo 2016.
- F. BONELLI, *Gli amministratori di s.p.a. dopo la riforma delle società*, Milano, 2004.
- F. BONELLI, *Ecco perché non può funzionare l'amministratore di minoranza*, in *Milano Finanza*, 13 aprile 2005, 13.
- F. BONELLI, *Gli amministratori di S.p.a. a dieci anni dalla riforma del 2003*, Torino, 2014.
- A. BORGIOLI, *La responsabilità solidale degli amministratori di società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1978, 1056 ss..
- BUSINESS ROUNDTABLE, *The Role and Composition of the Board of Directors of the Large Publicly Owned Corporation*, in *The Business Lawyer*, 33-4, 1978, 2083 ss..
- O. CAGNASSO, *L'amministrazione collegiale e la delega*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 4, Torino, 1991, 290 ss..
- V. CALANDRA BUONAURA, *Amministrazione disgiuntiva e società di capitali*, Milano, 1985.
- G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale. 2. Diritto delle società*, a cura di M. Campobasso, Torino, 2015.
- G. CASELLI, *Vicende del rapporto di amministrazione*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Torino, 1991, IV.
- M. CERA, *Il buon governo delle banche tra autonomia privata e vigilanze pubbliche*, in *Rivista delle società*, 2015, 947 ss..
- F. CHIAPPETTA, *Diritto del governo societario*, Padova, 2010.
- F. CHIAPPETTA, *Gli amministratori indipendenti e gli amministratori di minoranza*, in *Riv. dir. soc.*, 2010, 852 ss.
- N. CIOCCA, *Il voto di lista nelle società per azioni*, Milano, 2018.
- F. CLEMENTE, *Le Raccomandazioni della CONSOB in tema di nomina dei componenti gli organi di amministrazione e controllo da parte della minoranza*, in *Rivista di diritto societario*, 2009, 586 ss..

- D. COLUCCIA, S. FONTANA, S. SOLIMENE, *Gender Diversity on Corporate Boards: An Empirical Investigation of Italian Listed Companies*, in *Pelgrave Communications*, 2017, 3 ss., disponibile sul sito <https://ssrn.com/abstract=2905702>.
- COMMISSIONE SOCIETÀ DEL CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n. 142, Categorie di azioni e diritto di nomina di amministratori e sindaci (artt. 2348 comma 2, 2351 commi 2, 4 e 5 c.c.)*, 19 maggio 2015, in *Massime notarili in materia societaria*, Milano, 2018, 627 ss..
- CONSOB, *Comunicazione n. DEM/9017893. Nomina dei componenti gli organi di amministrazione e controllo, Raccomandazioni*, 26 febbraio 2009, disponibile sul sito web dell'Autorità ([www.consob.it](http://www.consob.it)).
- R. COSTI, *Privatizzazione e diritto delle società per azioni*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1995, I, 93 ss..
- R. COSTI, *Risparmio gestito e governo societario*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1998, I, 313 ss..
- G. COTTINO, *Contrattualismo e istituzionalismo (variazioni sul tema da uno spunto di Giorgio Oppo)*, in *Rivista delle società*, 2006, 693 ss..
- V.J.R. DAUGHEN, P. BINZEN, *The wreck of the Penn Central*, Boston, 1971.
- A. DE NICOLA, *Art. 2380-bis*, in *Amministratori*, a cura di Federico Ghezzi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Piergaetano Marchetti, Luigi A. Bianchi, Federico Ghezzi, Mario Notari, Milano, 2005, 96 ss..
- F. DENOZZA, *Logica dello scambio e "contrattualità": la società per azioni di fronte alla crisi*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2015, I, 5 ss..
- F. DENOZZA, *Quattro variazioni sul tema: "contratto, impresa e società nel pensiero di Carlo Angelici"*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2013, I, 480 ss..
- V. DI CATALDO, *Problemi nuovi in tema di responsabilità di amministratori di società per azioni: dal possibile affievolimento della solidarietà all'incerto destino dell'azione di minoranza*, in *Aa.Vv., Contributi alla riforma delle società di capitali*, in *Giurisprudenza commerciale*, suppl. al n. 3/2004, 647 ss..
- V. DONATIVI, *Strumenti di corporate governance nel rapporto tra fondi di private equity e PMI*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 2008, I, 217 ss..

- M.A. EISENBERG, *The Structure of the Corporation*, Boston, 1976.
- G. FANELLI, *La delega di potere amministrativo nella società per azioni*, Milano, 1952.
- G. FAUCEGLIA, *Recesso del socio ed "aggravio indiretto" dei diritti di voto*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2015, I, 864 ss..
- E. FAZZUTTI, *La nomina dei sindaci nelle società «quotate» (e non)*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2000, I, 39 ss..
- G. FERRARINI, *Funzione del consiglio di amministrazione, ruolo degli indipendenti e doveri fiduciari*, in *I controlli societari. Molte regole, nessun sistema*, Bianchini-Di Noia (a cura di), Milano, 2010, 51 ss..
- G. FERRARINI, P. GIUDICI, *La legge sul risparmio, ovvero un pot-pourri della corporate governance*, in *Rivista delle società*, 2006, 573 ss..
- G. FERRI, *Manuale di diritto commerciale*<sup>1</sup>, 1950.
- G. FERRI, *Società*, in *Commentario del codice civile*, a cura di Scialoja e Branca, Bologna-Roma, 1981, 176.
- G. FERRI Jr., *L'amministrazione delegata nella riforma*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, 629 ss..
- G. FERRI Jr., *Le deleghe interne*, in *Amministrazione e amministratori di società per azioni*, a cura di B. Libonati, Milano, 1995, 229 ss..
- P. FERRO-LUZZI, *Indipendente...da chi; da cosa?*, in *Rivista delle società*, 2008, 204 ss..
- G. GALATERI DI GENOLA, *Il consiglio di amministrazione tra legge ed autodisciplina. Sei personaggi in cerca d'autore*, in *Atti dei seminari celebrativi per i 40 anni dall'istituzione della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa*, a cura di G. Mollo, 2015, 9 ss..
- F. GALGANO, voce *Principio di maggioranza*, in *Enciclopedia del diritto*, XXXV, Milano, 1986, 547 ss..
- F. GALGANO, *Le società di capitali e le cooperative*, in *Diritto civile e commerciale*, a cura di F. Galgano, Padova, 1990, 3, II, 227 ss.
- F. GALGANO, *La forza del numero e la legge della ragione. Storia del principio di maggioranza*, Bologna, 2007.

- G. GIANNELLI, *Il consiglio di amministrazione*, in *La governance delle società di capitali a dieci anni dalla riforma*, direzione di Michele Vietti, Milano, 2013, 83 ss..
- E. GINEVRA, *Premesse a uno studio sulla rilevanza non contrattuale della società per azioni*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, Torino, 2014, 273 ss..
- J. N. GORDON, *The rise of independent directors in Italy: a comparative perspective*, in *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive*, Atti del convegno internazionale di studi, Venezia, 10-11 novembre 2006, Milano, 2007, 161 ss..
- J. N. GORDON, *The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2006. Of Shareholders Value and Stock Market Prices*, in *Stanford Law Review*, 59, 2007, 1465 ss..
- F.A. GRASSINI, *C'è un ruolo per gli amministratori indipendenti?*, in *Mercato, Concorrenza, Regole*, 2004, 427 ss..
- G. GRIPPO, *Deliberazione e collegialità nella società per azioni*, Milano, 1979.
- A. GUACCERO, *L'attivismo azionario: verso una riscoperta del ruolo dell'assemblea (?)*, in *Rivista delle società*, 2016, I, 409 ss..
- G. GUIZZI, *Riflessioni intorno all'art. 2380-bis c.c.*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber Amicorum Pietro Abbadessa*, diretto da Campobasso, Cariello, Di Cataldo, Guerrera, Sciarrone Alibrandi, Torino, 2014, II, 1058 ss..
- J.A. HALL, *The Financial CHOICE Act and the Debate Over Shareholder Proposals*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, 28 giugno 2017, <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/06/28/the-financial-choice-act-and-the-debate-over-shareholder-proposals/>.
- K.J. HOPT, P.C. LEYENS, *Board Models in Europe. Recent Development of Internal Corporate Governance Structures in Germany, the United Kingdom, France and Italy*, ECGI Law Working Paper n. 18/2004, <http://ssrn.com/abstract=487944>,
- P.G. JAEGER, *L'interesse sociale*, Milano, 1964;

- P.G. JAEGER, *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2000, I, 795 ss.
- P.G. JAEGER, *Privatizzazioni; «Public companies»; problemi societari*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1995, I, 1 ss.
- P.G. JAEGER, P. MARCHETTI, *Corporate governance*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1997, I, 628 ss..
- B. LIBONATI, *Il ruolo dell'assemblea nel rapporto tra azionisti e società quotate*, in *Rivista delle società*, 2001, 102 ss..
- M. LUCKERATH-ROVERS, *A Comparison of Gender Diversity in the Corporate Governance Codes of France, Germany, Spain, the Netherlands and the United Kingdom*, 2010, disponibile all'indirizzo [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1585280](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1585280).
- S. LUONI, *Il cumulative voting nell'esperienza nordamericana (con uno sguardo all'Italia)*, in *Giurisprudenza italiana*, 1999, 1114 ss..
- J.R. MACEY, *Corporate governance. Promises kept, promises broken*, Princeton, 2008.
- C. MALBERTI, E. SIRONI, *L'adeguamento delle società quotate al procedimento di nomina del consiglio di amministrazione mediante voto di lista: un'analisi empirica*, in *Rivista delle società*, 2008, 724 ss..
- B. MANNING, *The Business Judgment Rule and the Director's Duty of Attention: Time for Reality*, 39 *Bus. Law.* 1477, 1494 (1984).
- C. MARCHETTI, *Composizione e nomina degli organi sociali: ovvero, la missione dei consigli di gestione e di sorveglianza*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2007, II, 301 ss..
- C. MARCHETTI, *L'interpretazione degli statuti societari: la giurisprudenza italiana nel quadro del diritto comparato*, in *Rivista delle società*, 2016, 833.
- P. MARCHETTI, *Riforma del collegio sindacale e ruolo dei revisori*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1995, I, 101 ss..
- P. MARCHETTI, G. SICILIANO, M. VENTORUZZO, *Dissenting directors*, ECGI Law Working Paper n. 332/2016, disponibile all'indirizzo [http://ssrn.com/abstract\\_id=2854768](http://ssrn.com/abstract_id=2854768).



- P. MARCHETTI, F. GHEZZI, M. VENTORUZZO, C. MOSCA, M. BIANCHI, M. MILIC, *Uno sguardo alla governance delle società quotate*, in *Rivista delle società*, 2018, I, 254 ss.
- M. MARRIAGE, *Financial Choice Act is a blatant attack on shareholder rights*, in *Financial Times*, 24 giugno 2017, <https://www.ft.com/content/1f55e9a6-569d-11e7-9fed-c19e2700005f?mhq5j=e1>.
- A. MIGNOLI, *L'interesse sociale*, in *Rivista delle società*, 1958, 725 ss..
- G. MINERVINI, *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, 1956.
- G. MINERVINI, *Sulla tutela dell'“interesse sociale” nella disciplina delle delibere assembleari e di consiglio*, in *Rivista di diritto civile*, 1956, 332 ss..
- A. MIRONE, *Il procedimento deliberativo nelle società di persone*, Torino, 1998.
- P. MONTALENTI, *Il diritto societario a dieci anni dalla riforma: bilanci, prospettive, proposte di restyling*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2014, I, 1085 ss..
- P. MONTALENTI, *Mercati finanziari, investitori istituzionali e società quotate: analisi e proposte*, in *Rivista delle società*, 2015, 957 ss..
- P. MONTALENTI, *Interesse sociale: una sintesi*, in *Rivista delle società*, 2018, 311 ss..
- C. MOSCA, *Attivismo degli azionisti voto di lista e «azione di concerto»*, in *Rivista delle società*, 2013, 118 ss..
- G.D. MOSCO, *Art. 2380*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di Niccolini e Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, II, 590 ss..
- M. NOTARI, *Diritti di voice degli azionisti e tutela delle minoranze*, intervento al convegno intitolato “A quindici anni dal T.U.F. – Bilanci e prospettive”, tenutosi all'Università commerciale Luigi Bocconi il 13-14 giugno 2013, in *Il testo unico della finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, a cura di F. Annunziata, 247 ss..
- M. NOTARI, *La proporzionalità tra rischio e potere: un “canone fondamentale” o una regola suppletiva?*, in *Osservatorio del diritto commerciale*, 2016, 383 ss..
- M. NOTARI, M. STELLA RICHTER Jr., *Adeguamenti statutari e voto a scrutinio segreto nella legge sul risparmio*, in *Le società*, 2006, 533 ss..

OECD, *G20/OECD Principles of Corporate Governance*, 2015, [http://www.oecd-ilibrary.org/governance/g20-oecd-principles-of-corporate-governance-2015\\_9789264236882-en](http://www.oecd-ilibrary.org/governance/g20-oecd-principles-of-corporate-governance-2015_9789264236882-en).

G. OLIVIERI, *I controlli «interni» nelle società quotate dopo la legge sulla tutela del risparmio*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2007, I, 409 ss..

J.F. OLSON, A.K. BRIGGS, *The Model Business Corporation Act and Corporate Governance: An Enabling Statute Moves toward Normative Standards*, 74 *Law & Contemp. Probs.*, 31 (2011).

G. OPPO, *In tema di "invalidità" delle delibere del consiglio di amministrazione delle società per azioni (a proposito di un libro recente)*, in *Rivista delle società*, 1967, 919 ss..

G. OPPO, *Le grandi opzioni della riforma e le società per azioni*, in *Rivista di diritto civile*, 2003, 477.

OSSERVATORIO SUL DIRITTO SOCIETARIO DEL CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI RIUNITI DI FIRENZE, PISTOIA E PRATO, *Massima n. 15 - Categorie di azioni e nomina degli amministratori (15/2010)*, in *Orientamenti dell'Osservatorio sul diritto societario*, Assago, 2012, 45 ss..

A.R. PALMITER, *Le caratteristiche fondamentali dell'ordinamento statunitense delle società commerciali ("Corporations") e il futuro dell'amministrazione e del controllo societario ("Corporate Governance") dopo il caso «Enron»*, in *Corporate Governance e nuovo diritto societario. Atti della prolusione all'Anno Accademico 2003-2004. Scuola di Notariato della Lombardia, Milano 4 ottobre 2003*, Milano, 2003, 17 ss..

M. PERASSI, *Consiglieri indipendenti e di minoranza*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2007, 343 ss..

V. PINTO, *Art. 2380-bis*, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da Pietro Abbadessa e Giuseppe B. Portale, Milano, 2016, Tomo I, 1177 ss..

V. PINTO, *Funzione amministrativa e diritti degli azionisti*, Torino, 2008.

A. PIZZORUSSO, *Minoranze e maggioranze*, Torino, 1993.

- G. PONS, *Toffoletto: "Rinnoviamo il modo di eleggere il cda con liste proporzionali o voto diretto ai candidati"*, in *La Repubblica*, 3 maggio 2016.
- G. PONS, V. PULEDDA, *Banche, rivoluzione nei cda: i fondi vanno in maggioranza. Inizia l'era delle public company*, in *La Repubblica*, 11 aprile 2016.
- R. POSNER, *A Failure of Capitalism. The Crisis of '08 and the Descent into Depression*, Cambridge, 2009.
- R. POSNER, *The Crisis of Capitalist Democracy*, Cambridge, 2010.
- D. PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nella società per azioni*, in *Trattato della società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Torino, 1993, 3 ss..
- G. PRESTI, F.M. MACCABRUNI, *Gli amministratori indipendenti: mito e realtà nelle esperienze anglosassoni*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2003, 98 ss..
- C. POWERS Jr., R.S. TROUBH, H.S. WINOKUR, *Report of Investigation by the Special Investigative Committee of the Board of Directors of Enron Corp.*, February 1, 2002.
- J. PUZZANGHERA, *House votes along party lines to repeal Dodd-Frank financial reform*, in *Los Angeles Times*, 8 giugno 2017, <http://www.latimes.com/business/la-fi-dodd-frank-repeal-20170608-story.html>.
- M. REBOA, *Il monitoring board e gli amministratori indipendenti*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2010, I, 657 ss..
- D. REGOLI, *Gli amministratori indipendenti*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum G.F. Campobasso*, 2, Torino, 2006, 385 ss..
- G.U. RESCIGNO, voce *Principio maggioritario*, in *Enciclopedia giuridica*, XXVII, Roma, 1991.
- F. RESTANO, *Impossibilità di funzionamento dell'assemblea e scioglimento della società: profili processuali*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2011, II, 974 ss..
- D. RHODE, A.K. PACKEL, *Diversity on Corporate Boards: How Much Difference Does Difference Make?*, in *Del. J. Corp. L.*, 2014, 39, 2, 377 ss.
- R. ROMANO, *Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance*, in *Yale Law Journal*, 114, 2005, 1521 ss..

- R. RORDORF, *Gli amministratori indipendenti*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2007, I, 143 ss..
- G. ROSSI, *La legge sulla tutela del risparmio e il degrado della tecnica legislativa*, in *Riv. soc.*, 2006, 1 ss..
- S. ROSSI, *Il voto extrassembleare*, Milano, 1997.
- S. ROSSI, *La nomina degli amministratori nelle società quotate*, in *La tutela del risparmio nella riforma dell'ordinamento finanziario*, a cura di L. De Angelis, N. Rondinone, Torino, 2008, 48 ss.
- E. RUFFINI, *Il principio maggioritario*, Milano, 1976.
- V. SALAFIA, *La legge sul risparmio*, in *Le società*, 2006, 137 ss..
- N. SALANITRO, *L'invalidità delle deliberazioni del consiglio di amministrazione di società per azioni*, Milano, 1965.
- P.M. SANFILIPPO, *Funzione amministrativa e autonomia statutaria nelle società per azioni*, Torino, 2000.
- P.M. SANFILIPPO, *Sistemi di nomina degli amministratori e istanze partecipative nelle società per azioni. Spunti per una discussione*, in *Studi in onore di Umberto Belviso*, Bari, 2010, 731 ss..
- G. SCALFI, *Clausole particolari per la nomina degli amministratori di società per azioni (art. 2368, comma 1, c.c.)*, in *Rivista delle società*, 1971, I, 41 ss..
- J. SELIGMAN, *A Sheep in Wolf's Clothing: The American Law Institute Principles of Corporate Governance Project*, in *George Washington Law Review*, 55, 1987, 338.
- S. SOTGIA, *Osservazioni in tema di nomina alle cariche sociali ecc.*, in *Nuova rivista di diritto commerciale*, 1947-48, II, 120 ss..
- L. SPAVENTA, *La legge sulla tutela del risparmio: passa avanti, errori e illusioni*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2006, I, 1 ss..
- M.S. SPOLIDORO, *"Principi e problemi" delle società per azioni nel libro di Carlo Angelici*, in *Rivista delle società*, 2014, 159 ss..
- M.S. SPOLIDORO, *Il voto plurimo: i sistemi europei*, in *Rivista delle società*, 2015, 162 ss.
- M.S. SPOLIDORO, *Tersite in assemblea*, in *Rivista delle società*, 2016, 171 ss..

- M. STELLA RICHTER *Jr.*, *Art. 147-ter*, in *Le società per azioni*, diretto da Pietro Abbadessa e Giuseppe B. Portale, Milano, 2016, II.
- M. STELLA RICHTER *Jr.*, *Voto di lista per l'elezione delle cariche sociali e legittimazione dell'organo amministrativo alla presentazione di candidati*, in *Rivista di diritto societario*, 2007, 535 ss..
- M. STELLA RICHTER *Jr.*, *Art. 147-ter*, in *Il testo unico della finanza*, M. Fratini, G. Gasparri (a cura di), Torino, 2012, II, 1942 ss..
- M. STELLA RICHTER *Jr.*, *Appunti sulla evoluzione della disciplina dell'amministrazione delle società quotate e sulle sue prospettive di riforma*, in *Riv. dir. comm.*, 2015, 47 ss..
- M. STELLA RICHTER *Jr.*, *Sulla composizione e sulla elezione dell'organo amministrativo di una società quotata*, in *Riv. dir. comm.*, 2012, 57 ss..
- M. STELLA RICHTER *Jr.*, *Appunti sulla evoluzione della disciplina della amministrazione delle società quotate e sulle sue prospettive di riforma*, in *Atti dei seminari celebrativi per i 40 anni dall'istituzione delle Commissione Nazionale per le Società e la Borsa*, a cura di G. Mollo, Quaderno giuridico della Consob n. 9, Roma, 2015.
- M. STELLA RICHTER *Jr.*, *La collegialità del consiglio di amministrazione tra ponderazione dell'interesse sociale e composizione degli interessi sociali*, in *Amministrazione e amministratori di società per azioni*, Libonati (a cura di), Milano, 1995, 286 ss..
- M. STELLA RICHTER *Jr.*, *Il quadro legislativo italiano in materia di nomina ed elezione del consiglio: un modello o un'anomalia?*, Relazione al seminario Assonime-OECD dal titolo "Nomina ed elezione dei CdA in Italia: nuovi trend e prospettive future", tenutosi a Milano il 13 luglio 2016 ed i cui atti sono pubblicati in Assonime, Note e studi, 11/2016, 6 ss..
- G. STRAMPELLI, *Engagement degli investitori istituzionali e colloqui riservati con gli emittenti*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2018, I, 393 ss..
- U. TOMBARI, *Amministratori indipendenti, "sistema dei controlli" e corporate governance: quale futuro?*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 2012, I, 506 ss., ed in

- Tombari (a cura di), *Corporate governance e "sistema dei controlli" nella S.P.A.*, Torino, 2013, 35 ss..
- U. TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate Governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Rivista delle società*, 2004, I, 1090 ss..
- M. TONELLO, *Corporate governance e risparmio gestito. Convergenza internazionale e competizione tra modelli regolamentari*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, diretto da Francesco Galgano, XXXV, Padova, 2006.
- S. VALENTINI, *La collegialità nella teoria dell'organizzazione*, Milano, 1965.
- M. VENTORUZZO, *La composizione del consiglio di amministrazione delle società quotate dopo il d.lgs. n. 303 del 2006: prime osservazioni*, in *Riv. soc.*, 2007, 212 ss..
- M. VENTORUZZO, *Responsabilità di amministratori di società per azioni nei confronti della società: le principali novità della riforma*, in *Riv. dott. comm.*, 2004, 371 ss..
- M. VENTORUZZO, *Ancora sulle modifiche dei diritti di voto e partecipazione dei soci e diritto di recesso*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2017, II, 169 ss..
- R. WEIGMANN, *Responsabilità e potere legittimo degli amministratori*, Torino, 1974.
- G. VIDIRI, *Scioglimento della società di capitali e decreto presidenziale di nomina dei liquidatori*, in *Giustizia civile*, 1997, I, 1353 ss..
- J. WINTER, E. VAN DE LOO, *The Board on Task; developing a comprehensive understanding of the performance of boards*, in *Boards and Shareholders in European Listed Companies*, Belcredi-Ferrarini (edited by), Cambridge, 2013.
- M. ZACCHEO, *Le funzioni degli amministratori*, in *La governance delle società di capitali a dieci anni dalla riforma*, direzione di Michele Vietti, Milano, 2013, 29 ss..
- G. ZANARONE, *La clausola di amministrazione disgiuntiva nella società a responsabilità limitata*, in *Rivista delle società*, 1979, 136 ss..